



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



المرجع : 2020/2019

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فرع: علوم اقتصادية

التخصص: إقتصاد نقدي وبنكي

مذكرة بعنوان:

دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية السعودية - دراسة حالة سوق الأسهم السعودية خلال الفترة 2017 / 2018 -

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص " إقتصاد نقدي وبنكي "

إشراف:
دوفي قرمية

إعداد الطلبة:
- بلوديني مريم
- بوقرينة حسنى

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا	زيد جابر
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا	دوفي قرمية
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلا	مشري فريد

السنة الجامعية 2020/2019



شكر وتقدير

شكر و تقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على الأنبياء المرسلين، الحمد لله على سوابغ الأثك وجزيل نعمائك و وافر عطائك، ولك الشكر على توفيقك وإحسانك وخيراتك وافضالك لما اعنتنا بالعلم وزينتنا بالحلم وأكرمتنا بالتقوى واجملتنا بالعافية وحدا وشكرا يبلغان رضاك ويحيران من سخطك.

أتقدم بتشكراتي الخاصة للأستاذة الدكتورة الفاضلة " **دوفي قرمية** " بالإشراف على مذكرتنا، ولما لمسناه من صدر رحب وتوجيه سديد ونصائح قيمة ومثمرة كان لها أبلغ الأثر في انجاز هذا العمل و نتمى اننا سرنا على خطى توجيهاتها، فجزاها الله عنا كل خير و نسأل الله العلي القدير أن يثيبها خير الثواب إنه سميع مجيب الدعاء.

كما نتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى أعضاء لجنة المناقشة الذين تفضلوا بالموافقة على مناقشة هذا البحث وإبداء ملاحظتهم، فلهم منا كل الاحترام والتقدير.

ولا يسعنا في الأخير إلا أن نحمد الله عز وجل مرة أخرى على التوفيق.

إهداء

إهداء

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة ونصح الأمة ... إلى نبي الرحمة ونور العالمين
سيدنا وحبیبنا محمد عليه أفضل الصلاة والتسليم.

إلى من قال فیهما الله عز وجل: ﴿وَإِذْ قَالَ رَبُّكَ أَتَعْبُدُونَ إِلَّا إِيَّاهُ وَبِالْوَالِدَيْنِ إِحْسَانًا...﴾

- **أبي العزيز و أمي الغالية** - حفظهما الله وأدامهما تاجاً فوق رأسي.

إلى من يحملون في عيونهم ذكريات طفولتي وشبابي، وشملوني بعطفهم وأمدوني بعونهم

أخواتي رعاهم الله: **فطيمة، رشيدة، عزيزة، وهيبه.**

إلى شهيد الوطن، أخي الغالي **حسام** تغمده الله برحمته وأسكنه فسيح جناته.

إلى من تذوقته معهم أجمل اللحظات صديقاتي ورفيقات دربي: **إلهام، منال، دلال، صبرينة، مريم.**

إلى صديقتي وزميلتي التي شاركتني في إنجاز هذا البحث: **حسنا.**

إلى كل من وسعهم قلبي وحابس عن ذكرهم اللسان.

الحمد لله الذي بلغني أمنيته وأثار طريقي بالعلم والتوفيق.

مريم بلو ديني

إهداء

بسم الله الرحمن الرحيم "قل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنين" صدق الله العظيم
إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك ولا تطيب الحياة إلا بذكرك ولا تطيب الآخرة إلا
بعفوك .

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة إلى نبي الرحمان ونور العالمين سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم.
إلى نبع الحنان الذي احتواني إلى الملاك الطاهر الذي رعاني إلى التي كانت شمعة تحترق لتضيء ما حولي إلى
نواة قلبي أمي أطال الله عمرها، إلى من شق لي وسط الأشواق دربا إلى من وضعني على طريق العلم ووهبني
أول قلم في طفولتي إلى من تحمل معي كبوات هذا المسار إلى قرة عيني أبي أطال الله في عمره.
إلى أخواتي حفظهن الله ورعاهن ووفقهن في حياتهن مع أزواجهن "**وردة - عصام**", "**ميادة - لمين**", "**سارة -
سفيان**", "**بشرى - مروان**".

إلى رجل البيت وفارس العائلة إلى تاج رأسي و وسام شرفي أخي الغالي "**شرافه**"، إلى رمز البراءة وسعادة
البيت وقرة عيني وفلذة كبدي ونبض قلبي أخي الغالي "**وليد**".
ولأنسى النور الذي ينيّر لنا البيت البراعم الصغيرة: **ملك، دلال، نورسين، ساجد، إسحاق، عبد المنيب**.
إلى من كانت كالنور للعين زميلتي التي شاركتني في هذا الجهد "**مريم**".

إلى الأخوات اللواتي لم تلدمن أمي، إلى من تحلو بالإخاء وتميزوا بالوفاء والطاء إلى صديقاتي: **حليمة، ميساء،
ناجية، رومياء، فهيمة، مروة، منال**.

إلى من ضاقت السطور في ذكرهم فوسعم قلبي إلى زملائي الذين رافقوني طوال مشواري الدراسي
إلى كل أساتذتي أتقدم لكم بكل التقدير والاحترام، إلى كل من تسعمم ذاكرتي ولم تسعمم مذكرتي إلى كل
من أحبهم قلبي ولم ذكره قلبي

حسنى بوقريئة

ملخص

ملخص:

تعد صناديق الاستثمار الإسلامية من أحدث الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، نظرا لدورها الهام في تنشيط هاته الأسواق، وفي هذا الصدد قمنا بإنجاز هذه المذكرة من أجل تحديد الدور الذي تؤديه صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية السعودية تحديدا سوق الأسهم السعودية خلال الفترة (2017-2018)، باعتبار أنها أداة استثمارية مهمة في تجميع رؤوس الأموال المحلية والأجنبية وتوظيفها في المشاريع الاستثمارية التي تسعى إلى تحقيق الدعم والنمو الاقتصادي.

وباعتبار البورصة أحد أهم مجالات الاستثمار، فقد نجحت في استقطاب رؤوس الأموال بشقيها المحلية والأجنبية عن طريق صناديق الاستثمار وخاصة الصناديق الإسلامية، كما يتضح من النتائج المتوصل إليها في نهاية هذه الدراسة أن صناديق الاستثمار الإسلامية تساهم بشكل كبير في تفعيل سوق الأوراق المالية السعودية خلال ما حققته من نمو في عددها وعدد المشتركين فيها، وأن هناك استجابة قوية بين أصول صناديق الاستثمار والقيمة السوقية لسوق الأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية:

صناديق الاستثمار - سوق الأوراق المالية - صناديق الاستثمار الإسلامية - تفعيل السوق.

Abstract :

Islamic investments funds are one of the most important means in the money market et the present time.

Owing to its unique characteristics' such funds play a key role in the business to invest in the field of the exchange stock. Thus Saudi stock exchange choosed as a best example in this study precisely between (2017-2018), because they count as anevidance.

To gather and develop the capitals at the international and Arabic levels and give investment opportunities to savers who look forward to achieve the

economic growth all this throughout the investments funds especially the Islamic one; as it is explained clearly at the results of this study.

That the Islamic investments funds has an essential role in activating the Saudi stock market due to the growth of its number and its participants as well as the great response from investment funds assets and the market value of the stock market.

Key words:

Investments funds– stock market– Islamic investments funds– activating market.

فهرس المحتويات

الصفحة	الفهرس
	شكر وعرهان.
	الإهداء.
	فهرس المحتويات.
	فهرس الجداول.
	فهرس الأشكال.
المقدمة (أ - ج)	
الفصل الأول: التأصيل النظري و المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية في سوق الأوراق المالية (3 - 67)	
2	تمهيد.
35 - 3	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية.
3	المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.
13	المطلب الثاني: أساسيات سوق الأوراق المالية.
29	المطلب الثالث: أليات التعامل في سوق الأوراق المالية.
58- 36	المبحث الثاني: الإطار النظري لصناديق الاستثمار الإسلامية.
36	المطلب الأول: عموميات حول صناديق الاستثمار الإسلامية.
43	المطلب الثاني: ماهية صناديق الاستثمار الإسلامية.
55	المطلب الثالث: أسس إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية.
67 - 59	المبحث الثالث: الدور الإقتصادي لصناديق الاستثمار الإسلامية في سوق الأوراق المالية.
59	المطلب الأول: أثر صناديق الاستثمار الإسلامية على الاقتصاد ككل.
60	المطلب الثاني: أثر صناديق الاستثمار الإسلامية على سوق الأوراق المالية.
69	المطلب الثالث: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية.
67	خلاصة الفصل الأول.

الفصل الثاني: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية السعودية للفترة 2017-2018. (70 - 102)	
70	تمهيد.
86 - 71	المبحث الأول: نشأة وتنظيم سوق الأوراق المالية السعودية.
71	المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية السعودية.
74	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية السعودية.
78	المطلب الثالث: تطور مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية السعودية.
101 - 87	المبحث الثاني: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في الرفع من أداء سوق الأوراق المالية السعودية.
87	المطلب الأول: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية.
89	المطلب الثاني: تطور مؤشرات صناديق الاستثمار الإسلامية في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة 2017-2018.
93	المطلب الثالث: مساهمة صناديق الاستثمار الإسلامية في الرفع من أداء سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة 2017-2018.
102	خلاصة الفصل الثاني.
خاتمة (104-107)	
113-108	قائمة المراجع.

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
21	الفرق بين السهم والسند.	1 - 1
78	تطور المؤشر العام لسوق السعودية للفترة 2008-2018.	1 - 2
80	حجم تداول الاسهم حسب القطاعات سنة 2008 في سوق الأوراق المالية السعودية.	2 - 2
84	تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودية 2008-2018.	3 - 2
86	نشاط الشركات السعودية من خلال المؤشرات.	4 - 2
88-87	أهم الصناديق المتداولة في سوق الأوراق المالية.	5 - 2
89	مؤشرات قطاع صناديق الاستثمار.	6 - 2
90	مؤشرات الصناديق العامة مصنفة حسب نوع الاستثمار.	7 - 2
91	مؤشرات الصناديق العامة حسب النطاق الجغرافي.	8 - 2
92	مؤشرات الصناديق الخاصة مصنفة حسب نوع الاستثمار.	9 - 2
93	الرسمة السوقية لقطاع الصناديق.	10 - 2
94	الرسمة السوقية للصناديق العامة.	11 - 2
95	الرسمة السوقية للصناديق المستثمرة في الأسهم.	12 - 2
96	درجة مساهمة قطاع الصناديق.	13 - 2
97	درجة مساهمة الصناديق العامة.	14 - 2
98	درجة مساهمة صناديق العامة المستثمرة في الأسهم.	15 - 2
99	درجة مساهمة الصناديق الخاصة.	16 - 2
100	تصنيف شركات الاستثمار.	17 - 2

فهرس الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	مكونات سوق الأوراق المالية.	9
2-1	أنواع صناديق الاستثمار.	42
3-1	أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية.	50
1-2	مراحل نشأة وتطور السوق المالي السعودي.	73
2-2	الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية الإسلامية.	77
3-2	تطور المؤشر العام لسوق السعودية للفترة 2008-2018.	78
4-2	عدد الصفقات المنفذة حسب القطاعات خلال سنة 2018.	81
5-2	عدد الأسهم المتداولة حسب القطاعات خلال 2018.	82
6-2	قيمة الأسهم المتداولة حسب القطاعات سنة 2018.	83
7-2	تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودية 2008-2018.	85
8-2	الرسملة السوقية لقطاع الصناديق.	93
9-2	الرسملة السوقية للصناديق العامة.	94
10-2	الرسملة السوقية للصناديق المستثمرة في الأسهم.	95
11-2	درجة مساهمة قطاع الصناديق.	96
12-2	درجة مساهمة الصناديق العامة.	97
13-2	درجة مساهمة الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم.	98
14-2	درجة مساهمة الصناديق الخاصة.	99

مقدمة

تحظى الأسواق المالية في جميع دول العالم باهتمام السلطات السياسية والاقتصادية لتلك الدول، نظرا لما تقوم به من دور مهم ورئيسي في دفع عجلة التنمية الاقتصادية عن طريق تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات وتحويلها إلى قنوات استثمارية مفيدة للأوراق المالية، وتعد الأسواق المالية من أهم العوامل المؤثرة في اقتصاديات الدول، وبقدر قوة واستقرار وثبات ونشاط اقتصاديات الدول فهي تعكس صورة النشاط الاقتصادي للدول.

حيث أن نجاح الأسواق المالية وتطورها، يعتمد اعتمادا وثيقا على مدى تنوع وتطور الأدوات المالية المتداولة فيها، فإن الأمر يستدعي تكثيف وتنسيق الجهود والعمل على تطوير وابتكار أدوات مالية إسلامية تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية إصدارا أو تداولاً، والتي من شأنها توسيع وتفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية، التي تكمل وتساهم في تطوير العمل المصرفي الإسلامي من جهة، وتعمل على تدعيم النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية من جهة أخرى.

وتعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية إحدى الأدوات المالية الجديدة للادخار حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها بالنيابة في سلة من الأوراق المالية المختلفة من خلال إدارة فنية متخصصة، فوجود صناديق الاستثمار الإسلامية الناجحة يشجع المدخرين خاصة صغار المدخرين الذين لا يملكون الخبرة على التعامل في سوق الأوراق المالية، فهي تؤدي دورا هاما في العالم كوسيلة فعالة لتعبئة المدخرات والتمويل من جهة، وتوجيه السيولة الموجودة لديها من جهة ثانية بطرحها في شكل أصول عالية، مما يؤدي إلى زيادة حركية وتفعيل هذه السوق.

أولاً: إشكالية البحث

تشكل صناديق الاستثمار مع أسواق الأوراق المالية أهم دعائم النظام المالي وهو ما برز بشكل واضح في توجه العديد من الدول لإقامة هذه الركائز، وفي ذلك نجد دولا عديدة مثل السعودية والتي تسعى كغيرها إلى توفير قنوات استثمارية مهمة كصناديق الاستثمار الإسلامية لتسهم في استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية وتسهيل التداول بإدخال تقنيات حديثة، مما سبق يمكن طرح السؤال الرئيسي الذي تحاول هذه الدراسة الإجابة عليه على النحو التالي:

ما هو الدور الذي تؤديه صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2017-2018)؟

وعليه يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما المقصود بصناديق الاستثمار الإسلامية؟ وما هي ضوابطها وأنواعها؟
- ما هو الفرق الجوهرى بين صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار التقليدية؟
- ما المقصود بسوق الأوراق المالية؟ وما هي أهم الأدوات المتداول فيها؟
- هل تساهم صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل السوق سوق الأسهم السعودية؟

ثانياً: فرضيات البحث

للإجابة على التساؤلات السابقة نطرح الفرضيات التالية:

1. تعرف صناديق الاستثمار الإسلامية على أنها عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل وبين المكنتبين فيه.
2. إن الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية يقوم على أساس مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية بينما الاستثمار في صناديق الاستثمار التقليدية يقوم على أساس الفائدة.
3. سوق الأوراق المالية هو عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل، حيث يتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد الاستثمار فيها، وتتمثل الأدوات المالية المتداولة فيه: السندات والأسهم والمشتقات المالية.
4. تساهم صناديق الاستثمار الإسلامية في الرفع من أداء سوق الأسهم السعودية من خلال زيادة حجم أصولها ودرجة مساهمتها في السوق.

ثالثاً: أهمية البحث

تكمن أهمية البحث في الأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار الإسلامية والتي استطاعت في الآونة الأخيرة من تحقيق معدلات نمو سريعة، فلم يقتصر نشاط هذه الصناديق في الأسواق المالية للدول الإسلامية فقط بل أن هناك تعاملًا واسعًا لهذه الصناديق في الأسواق المالية العالمية، لما تمتاز به من مراعاة للاعتبارات الأخلاقية والجمع بين الكفاءة المالية والكفاءة الشرعية.

رابعاً: أسباب اختيار الموضوع

إن الدافع وراء اختيار هذا الموضوع يتمثل في:

1. استحداث موضوع صناديق الاستثمار الإسلامية.
2. تماشي الموضوع وطبيعة الاختصاص.
3. نقص الدراسات لمثل هذه الموضوعات الاقتصادية الإسلامية.

خامساً: منهج البحث

بالنظر إلى طبيعة الموضوع وبغية الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة والإحاطة بمختلف جوانبها، اعتمدنا على المناهج التالية:

- المنهج التاريخي: استخدمنا هذا المنهج من خلال التطرق لنشأة وتطور سوق الأوراق المالية عامة وصناديق الاستثمار الإسلامية وسوق الأسهم السعودية خاصة.
- المنهج الوصفي التحليلي: وذلك من خلال تحليل مساهمة صناديق الاستثمار الإسلامية في الرفع من أداء الأسواق المالية، وذلك بالاعتماد على تحليل مؤشرات قياس أداء سوق الأسهم.

سادساً: الدراسات السابقة

من بين أهم الدراسات التي تم الحصول عليها والتي كانت تصب في نفس سياق هذا البحث نذكر:

- عتروس صبرينة: إطار مقترح لتفعيل دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية - دراسة حالة: عينة من صناديق الأسهم السعودية-، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك في الأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2016-2017، وقد هدفت

الدراسة إلى دراسة وتقييم ظاهرة تكوين الصناديق الاستثمارية الإسلامية ودراسة المعوقات التي تواجه نشاط المصارف الإسلامية خصوصا النشاط الاستثماري وسبل مواجهتها، مع اقتراح الحلول الملائمة للقضاء أو الحد من هذه المعوقات، توصلت هذه الدراسة إلى أن صناديق الاستثمار الإسلامية تستطيع تعزيز العلاقة بين المصارف الإسلامية والسوق المالي الإسلامي من خلال زيادة الطاقة الاستيعابية للسوق المالي وبالتالي تنشيط السوق المالي الإسلامي بالإضافة إلى رفع الحصة السوقية للمصارف الإسلامية.

- صلاح الدين شريط: **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر**، أطروحة في العلوم الاقتصادية، نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2011-2012، هدفت هذه الدراسة إلى البحث عن الدور الذي يمكن أن تقوم به صناديق الاستثمار لدعم الاقتصاد الوطني عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية، من خلال مدخرات و ودائع الأفراد والمؤسسات المتواجدة وبالأخص في البنوك التجارية وكذلك تقييم صناديق الاستثمار ودورها في السوق المالي وإسقاطها على التجربة المصرية، ومحاولة التعرف على متطلبات إقامة صناديق الاستثمار في الجزائر تماشيا مع سياسات الإصلاح الاقتصادي والسياسي والإداري، توصلت الدراسة إلى أن صناديق الاستثمار الإسلامية كان لها دور رئيسي في تنشيط رأس المال وفتح قنوات استثمار كبير بين السوق النقدي وسوق رأس المال الذي جعل البورصة المصرية تواكب تطور السوق المالية العالمية.

- عمر عبو، **الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار - دراسة تجارب دولية-**، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2015-2016، وقد خلصت الدراسة إلى أن صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية تعمل على تنشيط وتفعيل السوق المالي، حيث تقوم بتوجيه المدخرات الفائضة نحو السوق بالإضافة إلى أنها تسمح للبنوك باستثمار فائض السيولة لديها، وبالنسبة لصناديق الاستثمار في الجزائر فقد خلصت الدراسة إلى أن هناك ضيق في نطاق السوق سواء كان ذلك بالنسبة لمحدودية الأدوات أو ضالة حجم الإصدارات، وبالتالي يجب فتح قنوات استثمارية في بورصة الجزائر من أجل تفعيل وتنشيط السوق من جهة، وامتصاص الفائض المالية وتوجيهها إلى استثمارات ذات عائد.

سابعا: هيكل البحث

قسمنا هذا البحث إلى مقدمة وخاتمة وفصلين لحصناهما كالتالي:

- الفصل الأول: جاء بعنوان "التأصيل النظري والمفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية وسوق الأوراق المالية"، وقسمناه إلى ثلاثة مباحث تطرقنا في المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية، والمبحث الثاني: للإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية، ثم تطرقنا إلى الدور الاقتصادي لصناديق الاستثمار الإسلامية في المبحث الثالث.

- الفصل الثاني: جاء بعنوان "دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأسهم السعودية"، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، المبحث الأول: نشأة وتنظيم سوق الأسهم السعودية، أما المبحث الثاني: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأسهم السعودية.

الفصل الأول:

التأصيل النظري و المفاهيمي
لصناديق الاستثمار الإسلامية
في سوق الأوراق المالية.

تمهيد:

تؤدي صناديق الاستثمار الإسلامية دورا هاما في أسواق الأوراق لمالية في العالم كوسيلة فعالة لتجميع المدخرات وإتاحة فرص لصغار المستثمرين، تحت إشراف أجهزة متخصصة وذلك من خلال الضوابط الشرعية التي تتميز بها، وتحقيق الكفاءة الاقتصادية بوجود الإدارة المحترفة والتنوع الكفؤ، بالإضافة إلى تمويل الأنشطة والمشروعات التي توافق الشريعة الإسلامية، وبهذا تشكل صناديق الاستثمار الإسلامية مع أسواق الأوراق المالية أهم دعائم النظام المالي التي تحقق عائد كبير والعودة بالمنفعة على المستثمرين وعلى مجتمعاتهم، الأمر الذي يولد الرغبة لديهم باستثمار مدخراتهم وخاصة المستثمرين الذين لا يقبلون إلا بالمباح من الدخل، ولتوضيح ذلك تم تقسيمه هذا الفصل إلى ثلاث مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية.

المبحث الثالث: الدور الاقتصادي لصناديق الاستثمار الإسلامية.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية

يعد سوق الأوراق المالية بين الأعوان الاقتصاديين الراغبين في استثمار أموالهم من خلال قنوات رئيسية متمثلة بالأدوات والمؤسسات المتخصصة في هذه الأخيرة تقوم بتهيئة الفرص الاستثمارية للأرصدة النقدية، ولذا فإن سوق الأوراق المالية تشير إلى الآلية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة من خلال المؤسسات المالية التي يضمها السوق.

المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

ساهمت الأسواق المالية بشكل كبير في تطوير اقتصاديات مختلف الدول من المرحلة البدائية إلى وقتنا هذا، وعرفت سوق الأوراق المالية تنظيمات قانونية وأهمية بالغة جعلتها من أهم الأدوات الفعالة في تحقيق مختلف أهداف المستثمرين.

الفرع الأول: نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية

تعمل سوق الأوراق المالية على تجميع المدخرات المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات المختلفة وسنحاول في هذا الفرع التعرف عليها وذكر أهم مراحل تطورها.

أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية

يمثل مصطلح "الأوراق المالية" المصطلح المعرب لكلمة "بورصة" التي هي من أصل لاتيني ولاحق لفرنسي، وتعني الصرة أو الكيس المخصص لحمل النقود، ثم أصبحت تشير إلى النقود نفسها، والكلمة تشير إلى المكان الدوري الذي كان يعقده تجار المدينة بروج البلجيكية في قصر المصرفي vandebursen في منتصف القرن السادس عشر.¹

و يرجع بعض الكتاب كلمة بورصة إلى معنيين:

الأول: هو اسم أحد كبار التجار والأغنياء وكان اسمه (فان دي بورس)، ولذلك أطلق لفظ "بورصة" على المكان الذي يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات البيع والشراء.

¹ مثولي عبد القادر: الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، 2010، ص:161.

الثاني:فندق في مدينة "بروج" كانت تزين واجهته بشعار عملة عليه ثلاث أكياس، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصريف الأعمال، و قد ارتبط ذلك باسم "فاندربورز"، وقد تحول اسم السيد "تورز" إلى "بورص" بالفرنسية، أي سوق الأوراق المالية في اللغة العربية أو البورصة، ويعتبر المؤرخون عام 1339 بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة نسبة إلى اسم السيد سابق الذكر، الذي كان يستقبل رجال الأعمال وخاصة ممثلي رجال المصارف الإيطالية.¹

وعرف ظهور البورصة عدة مراحل وتتمثل في:

أول ما عرفه الناس عن الأسواق هو بورصة البضائع، وقد أنشأ اليونان ذلك في القرن الخامس قبل الميلاد متجر للمقايضات في اثينا، وعرفت قریش برحلاتها التجارية صيفا إلى الشام وشتاء إلى اليمن، ورد ذكرهما في القرآن الكريم بقوله تعالى: "إيلاف قریش إيلافهم رحلة الشتاء والصيف" كما كان في المدن الكبرى مثل (بغداد، قرطبة، سمرقند وغيرها) حيث التجار يعرضون أمعتهم و يتقنون فيه على الأسعار، ثم ظهرت أول بورصة للبضائع في باريس 1304، وأول بناء أنشئ للبورصات في مدينة أنفرس في بلجيكا عام 1460، ثم توالى إنشاء بورصات البضائع في امستردام ولندن ونيويورك وروما وجينيف على التوالي.

ثم مرحلة التعامل بالأوراق التجارية: بدأت هذه المرحلة في فرنسا في القرن الثالث عشر، حيث كان يجري تداول الكمبيالات والسحوبات الاذنية، وفي انجلترا تم التعامل بسندات الائتمان التي تمول التبادل التجاري وكذلك في أسهم شركة كندا الشرقية وبعض الشركات الأخرى، وتأتي أهمية هذه المرحلة في انها طورت عملية تبادل الأوراق التجارية وخاصة الكمبيالات، إذ كانت أسواق الأسهم والسندات بأنواعها مجهولة، وعندما انتشرت شركات المساهمة واقبلت الحكومات والمؤسسات والأفراد على الاقتراض، نشأ حركة رائجة للتعامل في الصكوك مستمدة من حركة التعامل السابقة في الأوراق التجارية.

ثم مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق خلال حرب الاستقلال اصدرت الحكومة الفيدرالية الامريكية صكوك الدين الموحدة وكان يتم التعامل في هذه الصكوك في الطرقات والمقاهي، وكذلك الحال في لندن وباريس قبل ظهور البورصات فيهما.

ثم مرحلة استقلال أسواق الأوراق المالية، مع التطور الصناعي ظهر نشوء مشاريع ضخمة لا يستطيع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية المترتبة عليه، فظهرت مؤسسات عملت على جذب

¹ زكريا سلامة عيسى شطناوي: الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس، للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009، ص ص: 33-34.

المدخرات وتوظيفها في المشاريع الإنتاجية، إضافة إلى رواج التعامل في الأوراق المالية مما أدى إلى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة، وضرورة تطور نظمها واساليب التعامل فيها، فبدأ ظهور هذه الأسواق ابتداء ببورصة لندن ثم بورصة باريس ثم بورصة نيويورك ثم بورصة طوكيو على التوالي أما بورصة هونج كونج فيرجع قيامها عام 1891.¹

ثانياً: مفهوم سوق الأوراق المالية

يعرف سوق الأوراق المالية على أنها سوق منظمة، تقام في أماكن معينة وفي أوقات محددة، يغلب أن تكون يومية بين المتعاملين بيعا وشراء بمختلف الأوراق المالية، وبالسلع التي تتعين مقاديرها بالكيل والوزن أو العد. وذلك بموجب قوانين ونظم تحدد قواعد المعاملات والشروط الواجب توافرها في المتعاملين والسلعة.²

كما يمكن تعريف سوق الأوراق المالية على أنها " أماكن اجتماع تجرى فيها المعاملات في ساعات محددة، ومعلن عنها على الأوراق المالية، وذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين ومختصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية أو بالنسبة للأسعار المنققة عليها في كل نوع".³

من خلال التعاريف السابقة لسوق الأوراق المالية يمكن وضع تعريف شامل:

هي سوق يتعامل بالأوراق المالية أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان واحد معين يسمى البورصة، أما السوق الغير منظم فإنه يتكون من عدد من التجار والسمسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره وسكون الاتصال بينهم بأجهزة اتصال مختلفة.

من التعاريف السابقة الذكر يمكن استنتاج أهم الخصائص في النقاط التالية:⁴

¹ أحمد السعد: الأسواق المالية المعاصرة -دراسة فقهية-، دار الكتاب، الأردن- عمان، 2016، ص ص: 21-22.

² زكريا سلامة عيسى شنطاوي: مرجع سابق، ص: 28.

³ دلال بن سمينة، حماد بوضياف: دور صناديق الاستثمار في تنشيط الأوراق المالية -دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة 2004-2005-، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، العدد السادس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2017-2018، ص: 214.

⁴ وليد صافي، أنس البكري: الأسواق المالية والدولية، دار البداية والمستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص: 44.

- يمكن بيع وشراء جميع أنواع الأوراق المالية والعملات.
- سوق الأوراق المالية من الأسواق المنظمة.
- التداول في الأسواق المالية خاصة السوق الثانوية يتم من خلال الوسطاء.
- تعتبر قدرة الأسواق من أكثر الأسواق تطور وتعطي المستثمر فيها فرصة كبيرة لتحقيق أرباح.
- يتطلب الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المعرفة التامة بالمعلومات واتخاذ قرارات رشيدة.

الفرع الثاني: أهمية وأنواع الأوراق المالية

للأوراق المالية أهمية كبيرة وأنواع عديدة يتم تقسيمها كما يلي:

أولاً: أهمية سوق الأوراق المالية

تلعب البورصات دوراً هاماً في النصوص بالمستوى الاقتصادي، وقد وصل الأمر إلى درجة قياس المستوى الاقتصادي لدولة ما بمستوى وتطور نشاط بورصات الأوراق المالية فيها، وفيما يأتي عرض لأهمية بورصات الأوراق المالية:

- تمثل البورصة حلقة وصل بين المدخرين من أفراد ومؤسسات إذخار مختلفة وبين الشركات والمشروعات الانتاجية.¹

- تمثل سوق الأوراق المالية سلطة رقابية بصورة غير مباشرة على كفاءة الشركات أو المشروعات، التي يجرى تداول أوراقها المالية في السوق، وبالتالي فإن سوق الأوراق المالية أداة لتقويم الشركات والمشروعات الاستثمارية.²

- تساهم سوق الأوراق المالية في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد والمعاملات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي.

- تنمية المدخرات الوطنية عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيهها نحو القطاعات الاقتصادية المختلفة على اسس تنافسية كقوة.¹

¹ عبد الباسط كريم مولود: تداول الأوراق المالية -دراسة مقارنة-، منشورات حلب الحقوقية، لبنان، 2009، ص ص: 32-33.

² عصام حسين: الأسواق: الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2008، ص: 82.

- تشكل البورصة سوق ثانويًا، السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية بعد إصدارها من السوق الأولية بالنسبة إلى بائعي ومشتري الأوراق المالية على حد سواء.
- تؤدي البورصة دورًا لا يمكن تجاهله في إعادة بناء القطاعات الصناعية عن طريق العروض العامة والتكتل بين الشركات.²
- المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف والذي يؤدي بدوره إلى تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي.³

ثانياً: مكونات سوق الأوراق المالية

من أجل قيام بورصة الأوراق المالية بدورها على أكمل وجه فهي تقسم إلى أنواع على النحو التالي:

أولاً: الأسواق الأولية

وهو السوق الذي تنشأ فيه العلاقة بين المدين والدائن أو الشركة المصدرة للسهم و الشخص المكتتب به أولاً مرة، وبالتالي فهو السوق التي يتم من خلالها تحويل المدخرات النقدية إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة في السابق أو إضافة استثمارات قائمة.

وبالتالي فهي الأسواق التي بواسطتها يتم إصدار الأوراق المالية جديدة (الأسهم أو السندات) من قبل الشركات المصدرة لأول مرة للمستثمرين أو المدخرين مقابل دفع ثمن نقدي و ذلك بتوجيه حيطتها لاستثمارات مادية قصيرة و طويلة الأمد و ذلك باتباع كل أو بعض الأساليب.⁴

¹ نبيل خليل طه سمور: سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق-دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-، رسالة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في إدارة أعمال، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص: 30.

² عبد الباسط، كريم مولود: مرجع سابق، ص: 32-37.

³ نبيل خليل طه سمور: مرجع سابق، ص: 30.

⁴ فيصل محمود الشواورة: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية مع مدخل مقترح للأسهم العادية بالتطبيق على بورصة عمان)، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص: 55.

ثانيا: الأسواق الثانوية

وهي السوق التي يتم في نطاقها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية شراء و بيعا عبر السماسرة و الوسطاء لذلك يطلق عليها أسواق التداول.

الأسر الذي يضمن توفير عرض السيولة بشكل دائم بالإضافة لما يترتب على الاسعار السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه من افصاح لخطي عن القيمة الاقتصادية للشركات المصدرة و هذه الأسواق في حياة العملية تنقسم بدورها أيضا إلى قسمين:¹

1-أسواق منظمة:

وهي البورصات التي تخضع للقوانين و القواعد التي تضعها الجهات الرقابية و تتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة و التي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض و الطلب و يجري التعامل في مكان مادي محدد و يتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة الى أخرى و عادة ما تتعلق بأرباح الشركة حجم أموالها و الحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام.²

2-أسواق غير منظمة:

أسواق تختص بتداول الأوراق المالية سواء كانت مسجلة في البورصة او غير مسجلة فيها يستخدم هذا المصطلح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل و يتم التعامل في هذه السوق في اوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة و يتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقا للتفاوض و يقوم التعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من خلال الاتصالات السريعة التي تربط السماسرة و التجار و المستثمرين من خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.³

وبالإضافة إلى القسمين الرئيسيين للأسواق المالية الثانوية (المنظمة، الغير منظمة) فإنه يمكن إضافة

الأقسام التالية:

- **السوق الثالث:** وهي أسواق غير منظمة تقوم بعمليات البيع والشراء الكبيرة من خلال سمسرة غير أعضاء في الأسواق الثانوية لحساب غيرهم من المستثمرين بتكاليف منخفضة نسبيا، وتضم بيوت

¹ عبد الكريم أحمد قندوز: المشتقات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2014، ص:34.

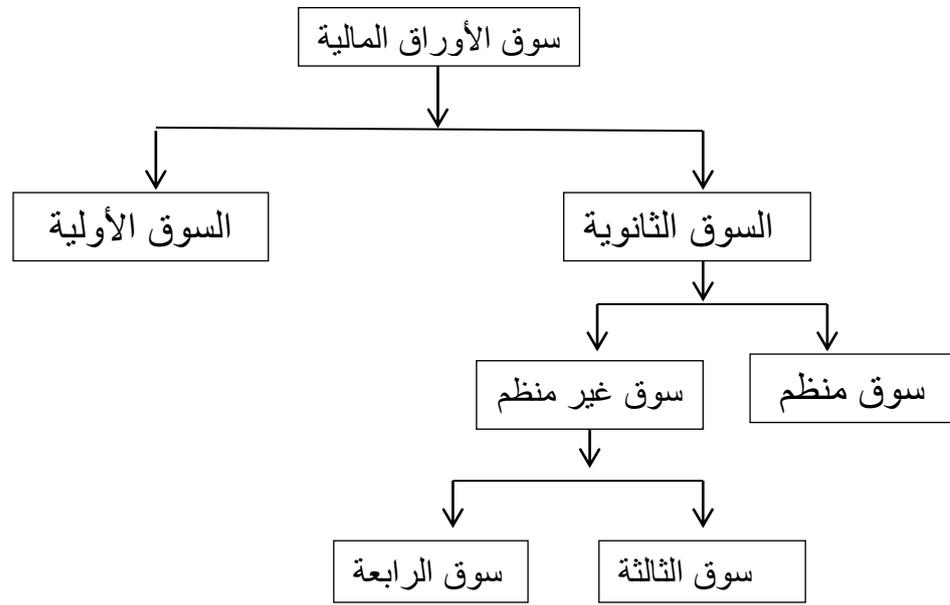
² أحمد سعد عبد اللطيف: بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص: 7.

³ عصام حسين: مرجع سابق، ص: 22.

السماسة والمتعاملون في الأوراق المالية المنظمة مع الاستعداد للبيع والشراء بأي كمية وفي أي وقت، وعادة ما تكون الصفقات بين شركات الاستثمار نفسها.¹

- **السوق الرابعة:** يقصد بالسوق الرابعة المؤسسات الكبرى والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهما في شراء وبيع الأوراق المالية وطلبات كيرة وذلك كاستراتيجية للحد من العملات التي يدفعونها للسماسة، هو يساعد في ذلك شبكة قوية من التلفزيونات والحسابات الآلية لذلك ففي ظل السوق الرابع يتم ابرامها.²

الشكل رقم (1-1): مكونات سوق الأوراق المالية



المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على ما سبق.

¹ فيصل محمود الشواورة: مرجع سابق، ص: 58.

² عيد الكريم أحمد قندوز: مرجع سابق، ص: 36.

الفرع الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية

إن للبورصة وظائف تميزها عن غيرها من الكيانات المالية والاقتصادية وتختلف هذه الوظائف حسب
غايات وأهداف كل بورصة.

وتتصدر وظائف البورصة التقليدية والفنية حسب ما يلي:

أولاً-وظائف البورصة التقليدية: لقد جرى العرف في الأسواق المالية على حصر وظائف البورصة التقليدية
في أربعة وظائف رئيسية التالية:

- تسجيل ونشر الأسعار الرسمية وتداولها لتسهيل عقد الصفقات عن طريق الإعلام لكافة المتعاملين في
البورصة.

- موازنة الأسعار مكانا وزمانا من خلال تحقيق الكفاءة الاعلامية من حيث المعلومات الاقتصادية والمالية
والإحصائية للمتدخلين في البورصة.

-التحويط كأداة للتأمين التجاري عن طريق تعبئة وتوجيه المدخرات وتوزيع مختلف القيم على الشركات
والمؤسسات كل على حسب ما هو ملائم.

- المضاربة عن طريق بيع وشراء الأدوات المستثمرة في البورصة بناء على توقعات تقلبات الأسعار
وتحقيق الأرباح من خلال الفوارق.

ثانياً-الوظائف الفنية:تتمثل الوظائف الفنية في النقاط التالية:

-تأمين المعاملات المالية والرواج الاقتصادي من خلال التعامل بالأوراق المالية.

-تشجيع الادخار وتجنب تآكل المدخرات في الأوعية الادخارية عن طريق تمويل الاستثمارات بواسطة توجيه
المدخرات.¹

- تنمية المناخ الجيد للاستثمار وحسن توجيه الاستثمار والتوسع فيه وتشجيع الاستثمار وتوفير الأموال
اللازمة للتمويل.

- المساهمة في خلق رؤوس أموال جديدة من خلال تنشيط (بيع وشراء) مختلف الأوراق المالية بتسعيراتها.

¹ محمد الصيرفي: البورصات، دار الفكر الجامعي للنشر، مصر، 2007، ص ص: 81- 86.

- إرشاد المستثمرين لأفضل الأسعار المعلنة وتوحيد هذه الأسعار بما يقلل من مخاطر تقلبات الأسعار وتوفير بيانات ومعلومات هامة من المستثمرين تساعد على ترشيد قراراتهم الاستثمارية.
- ضمان سيولة أموال المستثمرين مما يشجع على الاستثمار وذلك من خلال الوساطة بين أصحاب الفئاض المالي وأصحاب العجز المالي.
- تحقيق الكفاءة والفعالية للنشاط المالي بسبب التقييم المستمر لأوضاع المستثمرين في البورصة وفق أحكام البورصة.
- تنوع مصادر التمويل وتنوع الاستثمار مما يقلل من مخاطر في البورصة بسبب عمليات البيع والشراء للأوراق المالية والاستثمار فيها بزيادة إنتاجيتها والحفاظ على استقرارها.¹

ثالثاً- الوظائف الاقتصادية للبورصة: أما الوظائف الاقتصادية للبورصة فيمكن إيضاحها فيما يلي:

- تنمية الإذخار عن طريق تشجيع الاستثمار وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني حيث تشجع البورصة على تنمية عادة الإذخار الاستثماري وخاصة بالنسبة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم القليلة، ومن ثم فإنهم يفضلون توجيه أموالهم نحو الاستثمارات الملائمة -سواء في أسهم وسندات-.²

-المساعدة في تحويل الأموال من الفئات التي لديها فائض (المقرضين) إلى الفئات التي لديها عجز (المقرضين) فالمقرضين يقومون بتخفيض نفقاتهم الاستهلاكية الحالية مقابل الحصول على دخول أعلى في المستقبل عند حلول اجل استحقاق تلك القروض وعندما يقوم المقرضون باستخدام تلك الأموال المقترضة في شراء وتأجير عناصر الإنتاج فإنهم سوف ينتجون دخولا أعلى، وبالتالي زيادة مستوى المعيشة لكل فئات المجتمع.

- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي، وهذا الأمر يتطلب توافر هذه سمات في البورصة، يمكن إيجازها فيما يلي:

1-كفاءة التسعير: بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة: التاريخية، المالية، الخارجية.

¹ محمد الصيرفي: مرجع سابق، ص ص: 84-86.

² عصام حسين: مرجع سابق، ص: 80.

2- **كفاءة التشغيل:** بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد والذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات.

3- **عدالة السوق:** بمعنى أن تتيح البورصة فرصا متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.

4- **الأمان:** ويقصد بيه ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في البورصة، مثل مخاطر الغش والتدليس وغيرها من الممارسات اللأخلاقية التي يعمد إليها بعض الأطراف.

- تحديد الأسعار بصورة واقعية على أساس المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة، حيث يتم تحديد الأسعار عبر المفاوضة أو المزايمة -المزاد العلني-.

- إن البورصة تعتبر أداة هامة لتقويم المنشآت والمشروعات حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع المنشآت والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل بانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لمنشأة من المنشآت دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء تعديلات في قيادتها أو سياستها لتحسين مركزها.

تؤدي البورصة دورا إيجابيا في إعادة البناء للقطاعات الصناعية عن طريق العروض العامة، والتكتل بين الشركات، فالعرض العام بشراء أسهم شركة معينة بهدف الإشراف على إدارة تلك الشركة، يوجه إلى المساهمين في الشركة من خلال البورصة بسعر معين وعدد معين من الأسهم لحد أدنى، وخلال مدة معينة، وذلك بصورة علنية ومربحة وقد انتشرت هذه العروض العامة في الولايات المتحدة الأمريكية وانجلترا وفرنسا.¹

- المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي حيث أن عمليات البيع والشراء في البورصة تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخل فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الاوراق كغطاء لعقد القروض المالية.

¹ عصام حسين: مرجع سابق، ص ص: 82-83.

المطلب الثاني: أساسيات حول سوق الأوراق المالية

يعتبر الاستثمار في سوق الأوراق المالية استثماراً طويلاً الأجل في غالب الأحيان، وبالتالي فهو يحتاج إلى مجموعة متنوعة من الأدوات المالية التي تتميز بنفس الصفة، كما تتدخل في هذه السوق العديد من الجهات المتخصصة التي تتعامل في هذه الأدوات من خلال عمليات البيع والشراء التي تقوم بها بهدف تحقيق أعظم عائد، ومن أجل نجاح هذه السوق لابد من توفر مجموعة من العوامل والمقومات التي تساعد على تقدمه وتطوره.

الفرع الأول: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية

يتداول في سوق الأوراق المالية مجموعة من المنتجات المالية المتنوعة المتوسطة وطويلة الأجل والتي من أهمها الأسهم، السندات، المشتقات المالية بمختلف أنواعها، والتي تسمح لحاملها بالحصول على السيولة في أي وقت.

أولاً: الأسهم

1- تعريف الأسهم: "هي صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول، ويتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم رأسمالها، وتحول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة لاسيما حقه في الحصول على نسبة من الأرباح، ونصيب في موجودات الشركة عند تصفيتها".¹

" وهي عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها في جزء من رأس مال المؤسسة أصدرت مع الاستفادة من كل الحقوق وتحصل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة".²

2- أنواع الأسهم: للأسهم عدة أنواع يمكن التمييز بينها من خلال تصنيفات مختلفة كما يلي:

أ- حسب طبيعة حصة المساهم: حسب هذا التصنيف تنقسم إلى مايلي:

أ- أسهم نقدية: يسد المساهم قيمتها نقوداً، وقد تكون محررة، أي مدفوعة بالكامل أو غير محررة أي مدفوعة جزئياً والمتبقي ديناً على المساهم.

¹ محمد وجيه الحيني: تحويل بورصة الأوراق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص:47.

² متولي عبد القادر: الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر للنشر والتوزيع، 2010، ص:147.

-**أسهم عينية:** يسدد المساهم قيمتها عينيا في شكل عقارات أو آلات أو بضاعة، ويجب أن تكون محررة بالكامل، ولا يجوز تداولها قبل تقديرها، وتقويم الحصة العينية بالنقد، وعادة تخصص للمؤسسين.

-**أسهم مختلطة:** يدفع جزءا منها نقدا وجزءا عينيا.

-**حصص التأسيس:** هي صكوك قابلة للتداول بدون قيمة اسمية، ولا تمثل جزءا من رأس مال الشركة، تصدر مقابل بعض الخدمات التي قدمت للشركة، وتمنح صاحبها الحق في أرباح محددة ومحتملة.¹

ب-**حسب شكل ملكيتها وطريقة تداولها:** وتنقسم حسب هذا التصنيف إلى:

-**سهم لحامله:** يكون السهم لحامله عند إصدار شهادة لا تحمل اسم صاحبها أو مالكها، والهدف من ذلك تحقيق المرونة العالية في التداول في سوق الأوراق المالية، إذ تنتقل الملكية إلى المشتري بمجرد استلامه لشهادة السهم.

-**السهم الإسمي:** يتم إصدار هذا النوع من الأسهم باسم مالكة الذي يثبت على الشهادة بالإضافة إلى تسجيل اسمه بسجلات الشركة، ولذلك عند انتقال ملكية السهم من مستثمر إلى آخر يجب تسجيل هذا الانتقال بسجل المساهمين في الشركة المصدرة.²

-**السهم الأذني أو لأمر:** وهذا النوع من الإصدار يتم ذكر اسم مالكة في شهادة الإصدار مقترنا بشرط الأمر والإذن، والمقصود بذلك أن يتم انتقال ملكية السهم بواسطة تظهير الشهادة دون الحاجة للرجوع إلى الشركة المصدرة للسهم.³

ج-**حسب الحقوق المكفولة:** تنقسم الأسهم حسب هذا المعيار إلى:

-**الأسهم العادية:** هي أدوات ملكية قابلة للتداول وتحصل على الحقوق العادية لحامل السهم دون ميزة خاصة مقارنة بالأوراق المالية الأخرى سواء في الأرباح أو الأصول، وتصدر الأسهم العادية عادة بقيمة إسمية متساوية للحقوق والالتزامات، ويحصل حامله على نصيبه من الأرباح بنسبة مئوية تعلن سنويا من قبل

¹ محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص: 50.

² دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، الطبعة العربية 2009، ص ص : 245-246.

مجلس الإدارة، وقد يحصل على الأرباح نقداً أو في شكل أسهم جديدة، وفي حالة إفلاس الشركة أو تسييل أصولها يتقاضى حملة الأسهم العادية حقوقهم بعد تسديد الالتزامات كالدائنين أو حملة الأسهم الممتازة.

وتتمثل أهم حقوق حملة الأسهم التي يضمنها لهم قانون في:

- حق الحصول على نصيبه من الأرباح عند توزيعها، الحق في الأرباح المحتجزة.
- الحق في الحصول على نصيبه من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها.
- الحق في حضور اجتماعات الهيئة العاملة للمساهمين و في التصويت في القضايا المطروحة على هذه الهيئة.

- حق نقل الملكية عن طريق البيع وإهدائها أو توريثها.¹

- حق الأولوية في الاكتتاب للإصدارات الجديدة.

- حق الترشح والانتخاب لمجلس إدارة الشركة.

- حق الاطلاع على دفاتر الشركة.²

وتنقسم الأسهم العادية لعدة أنواع تتمثل أساساً في:

- **الأسهم المتميزة:** وهي أسهم الشركات العريقة الراسخة ذات التاريخ الطويل في تحقيق العائد وذات العائد المضمون وتحقيق معدلات عائد مقبولة ونمو مرتفع لفترات زمنية طويلة.
- **أسهم النمو:** هي تلك الأسهم التي تنمو مبيعاتها وعوائدها بنسبة تزيد عن نسبة النمو الاقتصادي على مستوى الاقتصاد القومي، أو مقارنة مع نسبة النمو المتحققة في القطاع الذي تنتسب إليه الشركة.
- **أسهم الدخل:** وهي تلك الأسهم التي تتميز بتوزيع الأرباح بصفة مستمرة وبمعدل أكثر من المتوسط مقارنة بالشركات الأخرى.³

¹متولي عبد القادر: مرجع سابق، ص: 147.

²محمد وجيه حنيني: مرجع سابق، ص: 51.

³دريد كامل آل شبيب: مرجع سابق، ص: 248-249.

- **الأسهم الدورية:** تتميز هذه الأسهم بارتفاع درجة العلاقة بين أرباحها وإيراداتها والدورات الاقتصادية من رواج وكساد التي يمر بها الاقتصاد وتقلبات الظروف فيه، فعندما يكون رواج اقتصادي ويرافقه نمو اقتصادي فإن هذه الأسهم تحقق ربح وعند الركود تحقق خسارة.
- **الأسهم الدفاعية:** تتميز الأسهم الدفاعية باستمرارية حصول حاملها على العوائد الجارية حتى لو دخل الاقتصاد في مرحلة الركود، فإن طبيعة منتجاتها لا تتأثر بالركود لأن الطلب عليها غير مرن مثل صناعة الأدوية، الأدوية، بعض الخدمات المهمة للمواطن، وعادة تكون هذه الأسهم قادرة على تحقيق عائد أفضل من المتوسط.

- **الأسهم الممتازة:** وهي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية. وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية في أنها تمثل شكلا للملكية في الشركة ويتلقى أصحابها حصصهم من العوائد بدلا من ان تضاف إلى التكاليف كالسندات، وفي المقابل تلتقى الأسهم الممتازة مع السندات في خصائص معينة.¹

حيث توجد مجموعة من الحقوق والالتزامات المترتبة على حاملي الأسهم تتمثل في:

- حق تراكم العوائد وذلك بتجميعها لفترات متتالية ثم استلامها بعد عدة سنوات ضمن الفترة المحددة لهذا السهم وإن هذا الحق كثيرا ما يحرم منه أصحاب الأسهم العادية.
- حق تحويل الاسهم الممتازة إلى الأسهم العادية، وذلك عندما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص الأسهم العادية من الأرباح الموزعة عالية نسبيا مقارنة بعوائد الأسهم التي يمتلكونها، وقد يجري هذا التحويل بنسبة محددة مسبقا مثلا حصتين للأسهم العادية مقابل حصة واحدة من الاسهم الممتازة.
- إن هناك التزاما هاما اتجاه الشركة والذي هو قابلية الاستدعاء، وقد يكون ذلك وفق شروط معينة مثلا بعد فترة محددة من تاريخ الإصدار وبعوائد يتخذ القرار بشأنها آنذاك.

تقسم الاسهم الممتازة إلى اربع أنواع اساسية وهي:

¹ هوشيار معروف: الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص ص: 100-101.

- **الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح:** وهي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحاً لكنها لم تعلن عن توزيعها بسبب من الأسباب، وذلك قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية.¹
- **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:** يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح وذلك بإعطائه أيضاً الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة اما بالكامل أو جزئياً وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولي.
- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** يعني أنها قابلة للتحويل إلى أسهم عادية وهذا طبعاً إذا كان ينص عليه قانون الشركة وفي حالة الشركات المزدهرة فإن الأسهم العادية تكون أكبر من الأسهم الممتازة، فيمكن لحملة هذه الأسهم الممتازة أن يحولونها إلى أسهم عادية.²
- **الأسهم القابلة للاستدعاء:** قابلية الأسهم الممتازة للاستدعاء تعطي للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار.³

ثانياً: السندات

تمثل السندات أوراق مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول يتم إصدارها من طرف شركات المساهمة العامة وتطرح للحصول على قروض.

1- مفهوم السندات: يعرف السند على أنه تعهد مكتوب بمبلغ الدين لحامله في تاريخ معين نظير فائدة، ولذلك فهو صك قابل للتداول يمنح للمكتب لقاء المبالغ التي اقترضها، ويخوله استعادة مبلغ القرض والفوائد المستحقة وذلك بحلول أجله.⁴

وتتميز السندات بمجموعة من الخصائص يمكن عرضها فيما يلي:

¹ زياد رمضان، مروان شموط: الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدان، جامعة القدس المفتوحة، 2008، ص: 102.

² متولي عبد القادر: مرجع سابق، ص: 149.

³ زياد رمضان: مرجع سابق، ص: 104.

⁴ عيسوي سهام: الأدوات المالية المشتقة، دار الحامد للنشر والتوزيع، 2017، عمان- الأردن، ص48.

- السند هو أداة دين ولذلك يكون لحامل السند الأولوية في الحصول على حقوقه سواء من الأرباح التي تحققها الشركة أو من أصولها في حالة الإفلاس.

-أداة استثمار ثابتة الدخل بقدر الفائدة السنوية المتفق عليها في شروط الإصدار.

- للسندات فترة إطفاء محددة إذ يتم إطفاء قيمة السند عند حلول موعد الاستحقاق المثبت صراحة في وثيقة الإصدار، ويرتبط معدل الفائدة على السند بفترة الإطفاء وسعر الفائدة السائد في السوق.¹

- يعد السند من الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق المالي ويسمح لحامله ببيعه ونقل ملكيته وتساوم خاصية التداول في توفير السيولة لحاملي السندات عند تداولها في السوق الثانوي.

2-أنواع السندات: يمكن تقسيم أنواع السندات حسب عدة معايير كالآتي:

أ-من حيث شكل الإصدار: يوجد نوعين من السندات:

- **سندات لحامله:** هذا السند يخلو من اسم المستثمر، وليس له سجل ملكية، فتنقل ملكيته بطريقة الاستلام، ولحامله حق الحصول على الفائدة عند استحقاقها، وتحصل بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك المعين، إضافة إلى قيمة إسمية عند حلول موعد الاستحقاق.

- **سندات اسمية أو مسجلة:** هذا السند يحمل اسم صاحبه وله سجل خاص بالملكية لدى الجهة المصدرة، وهذه السندات إما أن تسجل بقيمتها الاسمية مع الفائدة المستحقة، أو تسجل بقيمة أصل الدين، أما الفائدة فتؤخذ كما هو الحال في سندات لحامله.²

ب- من حيث المدة:

- **سندات قصيرة الأجل:** لا تتجاوز مدتها عاما واحدا، وتتداول في سوق النقد، وتتميز بدرجة سيولة عالية لانخفاض درجة المخاطرة، ومعدلات فائدتها منخفضة مثل سندات الخزينة وشهادات الخزينة.

- **سندات متوسطة الأجل:** مدتها بين عام ولا تتجاوز سبع أعوام، معدلات الفائدة عليها عالية بالنسبة لسابقتها.

¹ دريد كامل آل شبيب: مرجع سابق، ص: 265.

² أحمد السعد: مرجع سابق، ص: 63.

- **سندات طويلة الأجل:** يزيد أجلها عن سبعة أعوام وتتداول في أسواق رأس المال ومعدلات فائدتها أعلى من سابقتها، مثل السندات العقارية.

ج- من حيث جهة الإصدار:

- **سندات حكومية:** وهي صكوك متساوية القيمة تمثل ديناً مضموناً في ذمة الحكومة، وهي عائداً غالباً ما يكون ثابتاً ولها، أجل محدود ومعلومة ويتم طرحها للاكتتاب العام وتداولها بالطرق التجارية.

- **السندات الأهلية:** التي تصدر من القطاع الخاص من الشركات التجارية وشركات الخدمات.¹

د- من حيث قابليتها للتحويل:

- **السندات غير القابلة للتحويل:** فالأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل مصدرة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة للسندات قابلة للتحويل.

- **السندات القابلة للتحويل:** تصدر هذه السندات بنص صريح في عقد الإصدار يعطي لحاملها ضمن مهلة محددة الحق في تحويل سندات إلى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد.²

هـ- على أساس الضمان:

- **السندات المضمونة:** هي سندات يتميز بكونها مضمونة بضمان قد يكون شخصياً كالسندات المضمونة من أحد البنوك أو الحكومة، أو قد يكون عينياً كالسندات المضمونة برهن رسمي على عقارات وموجودات الشركة.³

- **السندات الغير مضمونة:** هذا النوع من السندات يكون غير مضمون بأصل ثابت معين، ولذلك إذا عجزت الشركة المصدرة لهذه السندات عن سداد قيمتها لأصحابها، فإنه يمكنهم حينئذ المطالبة بإفلاس الشركة لاستيفاء حقوقهم.

¹ عيسوي سهام: مرجع سابق، ص: 50-51.

² زياد رمضان: مرجع سابق، ص: 112.

³ عيد الكريم أحمد قندوز: مرجع سابق، ص: 45.

و- من حيث الجنسية.

- محلية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين.
- أجنبية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين أجانب ويتم التداول عليها أيضا في الداخل.
- دولية: تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين محليين كتلك التي يصدرها البنك الدولي.

ي- من حيث طبيعة معدلات الفائدة:

- فائدة ثابتة: تكون الفائدة عليها ثابتة طويلة المدة.
- فائدة متغيرة: تكون عليها متغيرة وتتغير نسبتها على ضوء تغيرات أسعار الفائدة السائدة في السوق.¹

¹ فيصل محمود، الشاورة: مرجع سابق، ص: 78.

الجدول رقم (1 - 1): الفرق بين السهم والسند

السند	السهم
1-صك يمثل جزء من القرض ولا تدخل قيمته في رأس المال.	1-صك يمثل جزء من رأس المال.
2-حامله دائن للشركة أو البنك.	2-حامله شريك.
3-يصدر دائما بعد تأسيس لتوسيع الأعمال ويكون إصداره بناء على قرار الجمعية العمومية للمساهمين، ويشترط ألا تزيد قيمة السندات على رأس المال للشركة المرفوع.	3-يصدر قبل التأسيس غالبا وكل شركة مساهمة لها أسهم وليس من الضروري أن يكون لها سندات.
4-حامله بعيد عن خطر المشاركة، وإذا أفلست الشركة تأذى حامله بإعسارها لأنه يشترك مع بقية الدائنين، إلا إذا كانت لديه تأمينات خاصة على كل أو بعض أعيان الشركة فيقتضي حقه منها بالأولوية كالمقرض برهن.	4-يتحمل المساهم خطر المشاركة فإذا أفلست الشركة أو البنك لا يأخذ نصيبه إلا بعد دفع كل ديون الشركة أو البنك، فإذا استغرقت الديون رأس المال فقد لمساهم حصته.
5-يتحمل صاحب السند على فائدة المقررة.	5-يتحصل صاحب السهم على ربح متغير حسب الأرباح، وقد لا يتحصل على شيء إذا لم تنتج أعمال الشركة ربحا.
6-يمكن أن يصدر السند بأقل من قيمته الإسمية.	6-لا يمكن إصدار السهم بأقل من قيمته الإسمية.
7-استهلاك السندات ضروري.	7-السهم لا يستهلك
8-دفع الفائدة على السندات في ميعاد معين ومعروف.	8-أرباح السهم لا يعرف ميعاد دفعها بالضبط إلا بعد مصادقة المساهمين في جمعيتهم العمومية على الحسابات المقدمة إليهم.

المصدر: سيد حسن عبد الله: الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر - المؤسسات المالية الإسلامية-، معالم الواقع وفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون وغرفة تجارة وصناعة دبي، دبي 15-17 ماي 2005، ص:38-39.

ثالثاً: المشتقات المالية

المشتقات من الأوراق المالية التي لا تنشأ من تلقاء نفسها بل تعتمد في وجودها على وجود أصل مالي أو مادي موجود بالفعل، ولذلك يطلق عليها أوراق مالية مشتقة.

1- مفهوم المشتقات المالية:

لقد عرفت المجموعة الاستشارية لنظام المحاسبة القومية بأنها: "أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، أو قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد.¹

2- أنواع المشتقات المالية.

تتعد المشتقات المالية وتشتمل على أنواع جديدة وهي:

أ- عقود الخيار: هي عبارة عن اتفاقيات تعاقدية يمنح بموجبها البائع (مصدر الخيار) الحق وليس الالتزام، للمشتري (المكاتب بالخيار) لبيع أو شراء عملة أو بضاعة أو أداة مالية بسعر محدد سلفاً في تاريخ مستقبلي محدد أو في أي وقت خلال الفترة الزمنية المنتهية في ذلك التاريخ.² وتنقسم عقود الخيار إلى:

- عقد خيار الشراء: يتيح هذا الخيار للمستثمر (مشتري حق الاختيار) الحق في بيع أصل معين بسعر محدد وفي تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها مشتري الخيار لمحضره مقابل ممارسة هذا الحق.

- عقد خيار البيع: يتيح هذا الخيار للمستثمر (مشتري حق الاختيار) الحق في بيع أصل معين بسعر محدد وفي تاريخ معين نظير مكافأة يدفعها مشتري الخيار لمحضره مقابل ممارسته لحقه.

- عقد خيار مزدوج: وهو عقد يشمل حق اختيار البيع والشراء.³

ب- العقود المستقبلية: هي عقود لشراء السلع أو أصول مالية يتم استلامها أو تسليمها في وقت محدد في المستقبل ويتيح لأحد أطراف العقد شراء أو بيع أصل معين إلى طرف آخر بسعر معين متفق عليه مسبقاً

¹ عيساوي سهام: مرجع سابق، ص: 59.

² إضاءات مالية مصرفية، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، دولة الكويت.

³ سرارة مريم: دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، قسنطينة 2012، ص ص: 50-51.

يسمى "السعر المستقبلي" على أن يتم تسليم أو تنفيذ الاتفاق في تاريخ لاحق هو تاريخ استحقاق العقد.¹
للعقود المستقبلية عدة أنواع:

- العقود المستقبلية على السلع: وهي العقود المستقبلية في سلع حقيقية نمطية لها سوق نشطة مثل الذهب والفضة.

- العقود المستقبلية المالية: وهي العقود المستقبلية على الأصول المالية كالسندات والأسهم أو أصول نقدية.

-العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم: وفيها يتم تداول مؤشرات لمجموعة من الأسهم والسندات التي يتم تداولها في السوق، وغالبا ما تتم تسوية هذه العقود نقدا لأنه من الصعب تسليم الأصل محل التعاقد.²

- العقود المستقبلية على العملات الأجنبية: وفيها يتم تداول العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية.

د- العقود الآجلة: العقود الآجلة هي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل معين بتاريخ مستقبلي بسعر متفق عليه يتحدد عند التعاقد، ولا يتم تداول العقد الأجل في البورصة.³

وللعقود الآجلة عدة أنواع من أهمها:

-العقود الآجلة لأسعار الفائدة: تستخدم هذه العقود في الحماية من تقلبات أسعار الفائدة، وهنا يتم الاتفاق على سعر الفائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق وحتى تاريخ التنفيذ.

- العقود الآجلة لأسعار الصرف: هي اتفاق بين طرفين لشراء او بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية، وذلك في تاريخ اجل، و بسعر يتم الاتفاق عليه عند إبرام العقد ويثبت حتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية.⁴

¹ دريد كامل آل شبيب: مرجع سابق، ص: 411.

² متولي عبد القادر: مرجع سابق، ص: 253.

³ عبد الكريم أحمد قندوز: مرجع سابق، ص: 213.

⁴ سرامة مريم: مرجع سابق، ص ص: 21-22.

هـ - عقود المبادلات: تعرف بأنها التزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر وبموجب شروط يتفق عليها حسب التعاقد،¹ ومن أهم أشكال المبادلات ما يلي:

- مبادلات سعر الفائدة **interst rate swaps**: ويتمثل في الاتفاق بين طرفين مقترضين، أحدهما يدفع فائدة متغيرة والآخر يدفع فائدة ثابتة، أو بين مقترضين أحدهما يقبض فائدة متغيرة، والآخر يقبض فائدة ثابتة على أن يدفع المقترض الأول للمقترض الآخر الفائدة السائدة عن ذلك المبلغ في تواريخ لاحقة محددة.

- مبادلات عوائد الأسهم: وهو العقد الذي يتم فيه الاتفاق بين طرفين على أن يدفع أحدهما للآخر معدل العائد للسهم في مقابل أن يدفع له الطرف الآخر معدل العائد لسهم آخر.²

¹ دريد كامل آل شبيب: مرجع سابق، ص: 417.

² متولي عبد القادر: مرجع سابق، ص: 262.

الفرع الثاني: الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية

يتمثل المتعاملون في سوق الأوراق المالية في ثلاثة فئات أساسية هي:

أولاً: فئة المقرضين أو المستثمرين

وهي تمثل مصدر الأموال في السوق المالي، وتشتمل هذه الفئة على الأفراد والمؤسسات التي تزيد دخولها النقدية عند احتياجاتها الاستهلاكية، فترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي، وذلك من خلال عمليات الإقراض المباشرة أو في المتاجرة بالأوراق المالية.¹

ثانياً: فئة المقرضين أو المصدرين

وتشمل الأفراد والمؤسسات المختلفة من كل القطاعات التي بحاجة إلى الأموال النقدية حيث تعاني من عجز نقدي في تمويل مشروعاتها وأصولها وفي هذه الحالة يتم الحصول على الأموال النقدية المطلوبة عن طريق الإصدارات المالية، في السوق الأولية أو عن طريق الاقتراض من المؤسسات المالية.

ثالثاً: فئة الوسطاء الماليين أو الوكلاء

هم الذين يقومون بدور الوسيط بين فئة المستثمرين أو المقرضين و فئة المقترضين أو المصدرين للأوراق المالية في السوق الأولية وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم المستثمرين في بيع أو شراء الأوراق المالية في السوق الثانوية، وفي كلتا الحالتين يحصلون على مبلغ عمولة محددة لهم في النظام الداخلي على حسب النشاط أو الخدمة التي يؤديها.²

ويقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخص له بموجب قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته، وتضم فئة الوسطاء ثلاث مجموعات هي: السماسرة وصانعا الأسواق ومتعهدو تغطية الإصدارات المالية.

ويمكن توضيح مهام الوسطاء الماليين حسب فئاتهم على النحو التالي:

- إذا كان وسيطاً بالعمولة، تتحدد مهمته في شراء أو بيع الأوراق المالية لصالح العميل وبناء لأوامر محددة منه وذلك مقابل عمولة محددة من قبل لجنة إدارة السوق.

¹ وليد صافي، انس البكري: الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص: 40.

² زياد رمضان، مروان شموط: مرجع سابق، ص ص: 133-136.

- إذا كان وسيطاً يشتري ويبيع لصالح محفظته بموجب ترخيص خاص فهو يقوم حينئذ بدور صانع السوق.
- ويمكن أن يقوم الوسيط بدور المغطى لإصدارات الأوراق المالية الجديدة، وبذلك تشكل حلقة وصل بين مصدري الأوراق المالية وبين الجمهور مقابل عمولة.
- كما يمكن للوسيط أيضاً خصوصاً إذا ما كان مؤهلاً لذلك أن يقوم بدور المستشار المالي للمستثمرين في الأوراق المالية، وتطلب على الوسيط الذي يقوم بهذا الدور أن يكون شركة.¹

الفرع الثالث: مقومات نجاح السوق المالية

يتطلب نجاح السوق المالية توفر عدة عوامل نذكر منها:

1- الشفافية في الإفصاح عن المعلومات:

يقصد بالشفافية أن يكون نشاط الشركة واضحاً ومعلناً، ذلك ليطمئن مستثمرين أمواله تدار بطريقة كفؤة ونزيهة.

ويتركز الإفصاح في نشر القوائم المالية في أوقات محددة من السنة، وكذلك تقارير محللين الإدارة، ومراقبي الحسابات - الأمر الذي يؤدي إلى ثقة الجمهور بعمليات السوق وإلى استقطاب مشاركة أوسع منهم وهذا الأمر يتطلب وجوداً فعالاً لكل مهنة المحاسبة والمراجعة.

2- الانفتاح على الجمهور وتنويع الأدوات المالية:

تتميز البورصات المالية الفعالة بالعدد الكبير من المتدخلين (عارضين أو طالبي الأوراق المالية) وكذلك انفتاحها على كل المستثمرين، إضافة إلى أن لا تتسم أصولها المالية بطابع التجانس وهو ما يمثل عنصر جذب للمدخرات، مما يتيح للمتعاملين القيام باختيارات عديدة وفق مصالحهم.

3- وجود جهاز مصرفي قادر و متمكن:

يختص الجهاز المصرفي بصفة الوساطة المالية فهو يعمل على تعبئة الإذخار وترقية وتوجيه الاستثمار، ويجب أن يكون قادراً على تفهم عمل السوق المالية، بحيث يكون على علم تام بمخاطر التداول بالأسهم وما ينتج عنها، إضافة إلى معرفته بأحوال الاقتصاد الوطني.¹

¹ زياد رمضان، مروان شموط: مرجع سابق، ص: 136.

4- توسيع قاعدة الانتاجية:

تزداد حركية السوق المالي وفاعليته بوجود أطراف العجز المالي الذي يعجز القطاع المصرفي لوحده عن تمويلهم، ولا يتحقق ذلك إلا بتوسيع النشاط الإنتاجي.

5- توفير نظام فعال للاتصال:

تساعد التجهيزات الحديثة المتوفرة في السوق المالية (أجهزة الحاسوب ووسائل الاتصال المتطورة) على تنفيذ عمليات السوق المالي والحذ من التذبذب في الأسعار وزيادة كفاءتها بتسجيل وتوثيق الأسهم ونقل ملكيتها وجمع البيانات ونشرها.

6- الجهود الترويجية:

يحتاج السوق المالي إلى الترويج للأدوات المتداولة فيه، والترويج له وهذا ما يتطلب:

- نشر الوعي المصرفي والاستثماري من خلال وسائل الإعلام والدعاية.
- تأسيس دائرة للمعلومات والبيانات عن أداء السوق المالي وحجم التداول اليومي، الشهري والسنوي.
- تنشيط المراكز البحثية المختصة بالشؤون المالية.
- فتح موقع على الانترنت خاص بالسوق المالي المزعم الترويج له.
- إقامة ندوات ومؤتمرات علمية حول أداء وأهمية البورصة.

7- وجود نظام اقتصادي رأسمالي يتميز بوجود حافز للربح الذي يشجع الأفراد على تشغيل أموالهم أملا في إنمائها والحصول على أكبر عائد ممكن.

8- الاستقرار السياسي والاقتصادي، وذلك من خلال توفر فلسفة اقتصادية واضحة المعالم تتبناها الدولة التي اسعى لتنظيم سوقها.

9- حرية الدخول والخروج من وإلى السوق دون مضايقات أو حواجز.

¹ قدوري نور الدين، القرني عبد الرحمان: مقومات نجاح سوق الأوراق المالية- دراسة تحليلية لبورصة الجزائر-، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الخامس، العدد: 02، أوت، 2019، ص ص: 7-8.

10- حرية انتقال رؤوس الأموال.

11- توافر الوعي الاستثماري وثقافة البورصة لدى المواطنين.¹

12- وجود مؤسسات متخصصة في أمور البورصة والتعامل فيها من شركات ومؤسسات مالية وسيطة مثل: بيوت الإصدار والسماسة التي تقوم بـ:

- استثمار أموال المشاركين نيابة عنهم.

- تسهيل وتسريع عمليات التداول.

- إيجاد سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية المطروحة للبيع والشراء وبكميات كبيرة.

13- وجود اطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات التي تجري في البورصة، ولحماية المتعاملين من المخاطر، ومحاسبة من يخرج عن ذلك الاطار القانوني.²

¹ دلال بن سميعة، جهاد بوضياف: مرجع سابق، 2018، ص ص: 217-218.

² زكريا سلامة، عيسى الشنطاوي: مرجع سابق، ص ص: 49-51.

المطلب الثالث: آليات التعامل في سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية سوق دورية خصصت لالتقاء المتعاملين ببيع وشراء أنواع معينة من القيم المالية وهي تخضع للأنظمة وقوانين خاصة بها وتتم المبادلات فيها بواسطة أشخاص رسميين وفق أشكال معينة يحددها القانون نفسه.

الفرع الأول: العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم العمليات التي تجري في سوق الأوراق المالية حسب الالتزامات الزمنية المترتبة عن الصفقات المبرمة فيما يلي:¹

أولاً: العمليات العاجلة

وتتعلق العمليات بالصفقات التي تنفذ في نفس يوم انعقادها وفي مدى زمني قصير جداً، فيجري دفع الثمن واستلام الأوراق المالية موضوع الصفقة أو خلال فترة وجيزة جداً، وتتميز هذه العمليات بإمكانية التعامل من خلالها في أي كمية من الأوراق المالية، كما نجد أن التعامل وفق هذه الطريقة يتم لمجموعة من الاعتبارات أهمها:

- ملائمة العمليات العاجلة للمشروعات الصغيرة لاعتبار المشروعات الصغيرة لها كم صغير من الأسهم والسيولة مما يساعدها على النشاط في السوق الفورية.

- نظام الحصص المقترن بالعمليات الأخرى بما يتناسب مع صغار المدخرين عدم توفر الأموال اللازمة كما يجب أن تتضمن أوامر سوق الأوراق المالية المتعلقة بالعمليات العاجلة للعناصر الموالية:

- بيان نوع الصفقة وصفة الورقة المالية المرغوب فيها.

- كمية الأوراق المتداولة.

- تحديد السعر الذي يرغب المتعامل في السوق أن تتم العملية بمقتضاه.

¹حسن وفاء محمد عبد الباسط: بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، 1996، ص ص: 31-32.

ثالثا: العمليات الآجلة

وتتعلق العمليات الآجلة في الصفقات التي يوجد مدى زمني بين إبرامها وتنفيذها، أي أن تسليم الأوراق ودفع ثمن الائتمان لدى عقد الصفقة بل بعد فترة لاحقة تسمى بيوم التصفية jour de liquidation وتتخذ العمليات الآجلة أحد الشكلين:

1-العمليات الآجلة الباتة او القطعية:

العمليات الآجلة الباتة وهي العمليات التي يلتزم فيها طرفا العقد أو الصفقة -بائع أو مشتري- بضرورة تنفيذ عقدهما حتى يحل اجله، وذلك بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة، ولا يمكن في أي حال من الأحوال الرجوع في تنفيذ العقد ولو تعرض المتعاملون لخسارة كبيرة.

2-العمليات الآجلة الشرطية:

وهي العمليات التي تخول للمتعاملين في سوق الاوراق المالية تنفيذ الصفقة في موعد التسليم المنقذ عليه مقابل أداء التزامات مالية معينة مما يجعل التنفيذ اختياريا.

3-العمليات الآجلة بشرط التعويض: وهي العمليات التي تخول للمتعاملين في سوق الأوراق المالية تنفيذ الصفقة في تاريخ التصفية أو الامتناع عن تنفيذها لقاء تعويض يعين مبلغه مسبقا ويسمى اليوم السابق لتاريخ التصفية يوم جواب الشرط.

4-العمليات الآجلة بشرط الزيادة: وهذه الصيغة تعطي الحق لكل المتعاقدين في إتمام الصفقة حين تاريخ التصفية أو إلغاء العقد بطلب من أحد الطرفين على أن يدفع تعويضا للطرف الآخر حتى يتمكن من كسب حق لاختيار البيع والشراء.

5-العمليات الآجلة بشرط الانتقاء: وتتميز هذه العمليات في كون المتعاملين لهذا الحق الخيار بموجب هذا الشرط في الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى.¹

6-المرابحة الوضعية: كما هو معلوم فإن هناك من البائعين والمشتريين من يريدون تأجيل موعد تسوية صفقاتهم حتى موعد التصفية المقبل، الاعتبارات تكمن في عدم تنفيذ الصفقة المرابحة أو سعيا للاستفادة من تطور الأسعار. لذلك فإن طلب التأجيل يأخذ شكلين هما:

¹وليد صافي: مرجع سابق، ص ص: 235-236.

أ-**المرابحة**: وهي الحالة التي يكون فيها عدد الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيته من قبل المشتريين يفوق بكثير الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيته من قبل البائعين، وتتم العملية لقاء دفع فائدة من طرف الشاري للممون تدعى فائدة التأجيل أي المرابحة.

ب-**الوضعية**: وهي الحالة التي يكون فيها عدد الأوراق المالية المؤجل في موعد تصفيته من قبل البائعين يفوق عدد الأوراق المؤجل في موعد تصفيته من قبل المشتريين، وتتم العملية بدفع فائدة من قبل البائع للمشتري تدعى بالوضعية.¹

الفرع الثاني: مؤشرات سوق الأوراق المالية

تحتل المؤشرات مكانة هامة عند الاقتصاديين أو المتعاملين في سوق الأوراق المالية باعتبارها تقيس مستوى الأسعار في السوق، بالاستناد على عينة الأسهم التي يتم تداولها فيه، وعادة ما يتم اختيار العينة بدقة وبطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق الأوراق المالية المستهدفة قياسها.

أولاً- **مفهوم المؤشر**: مؤشر السوق هو عبار عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية، ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء إلى الأعلى أو إلى الأسفل.

إذ يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاته وليس الورقة المالية، والذي بدوره يعطي مؤشرا واضحا للاقتصاد ككل.²

ثانياً-أنواع المؤشرات:

يوجد نوعين من المؤشرات التي تقيس الأداء داخل البورصة وهما:

1- **مؤشرات عامة**: تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية ولذلك تحاول أن تعكس الوضعية الاقتصادية للدولة المعنية.

¹ شمعون شمعون: البورصات وبورصة الجزائر، دار أطلس للنشر، الجزائر، 1993، ص: 155.

² عباس كاظم الدعيمي: السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 174.

2- مؤشرات قطاعية: حيث تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع النقل أو قطاع الخدمات ... الخ، مثل مؤشر داوجونز للصناعة، ومؤشر ستاندرد اند للخدمات العامة ... الخ.

ثالثاً- كيفية بناء المؤشرات: يمر بناء مؤشر الأوراق المالية بالخطوات التالية:

1-مدى ملائمة العينة: يقصد بالعينة في هذا الصدد مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، وهذه العينة ينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب هي:¹

أ-الحجم: يقصد به عدد الأوراق المالية التي يتكون منها المؤشر، فكلما زاد عدد الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً لحالة السوق.

ب-الاتساع: يقصد به ان تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق، فالمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل، ينبغي أن يتضمن أسهما لمنشآت في كل صناعة أو قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي، دون أن يكون هناك تحيز لفئة معين من الفئات في داخل الصناعة أو القطاع.

ج-المصدر: فيقصد به مصدر الحصول على أسعار الاسهم التي يقوم عليها المؤشر، إذ ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي التي تتداول فيه تلك الأوراق.²

2- تحديد الأوزان النسبية:

أ- مفهوم الأوزان النسبية:تعرف بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهناك ثلاثة مراحل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر وهذه المداخل هي:

- مدخل الوزن على أساس السعر: أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر.
- مدخل الأوزان المتساوية: وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات : مؤشر Ft30 الذي يجمع ثلاثين من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.

¹ منير ابراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق المال، مركز دلتا للطباعة، الاسكندرية، 2012، ص:249.

²منير ابراهيم هندي: مرجع سابق، ص: 249.

- **مدخل الأوزان حسب القيمة:** أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب ال الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، والمنشآت التي تساوي القيمة الإسمية لأسهمها العادية تساوي وزنها النسبي داخل المؤشر، بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة.

تتمثل طريقة حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة وفق الصيغة التالية:¹

$$index t = \frac{\sum ptQt}{\sum PdQd}$$

حيث:

Index t: هي قيمة المؤشر في الفترة t .

Pt: اقبال أسعار الأسهم في يوم الأساس.

Qt: عدد وحدات الأسهم في الفترة t .

Pd: اقبال اسعار الأسهم في يوم الأساس.

Qd: عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس.

رابعا: أنواع المؤشرات المالية في الأسواق المالية:

هناك مؤشرات عالمية لها أهميتها في عالم الأسواق أهمها:

1- مؤشرات داو جونز Dow Jonostndustrial:

وهو أول مؤشر مالي بدأ عام 1896 يتكون هذا المؤشر الأمريكي من 30 شركة رئيسية تشكل أسهمها حوالي 30% من أسهم بورصة نيويورك، وهو مؤشر يقيس حالة السوق كمتوسط الشركات الصناعية، من خلال استخدام مؤشر محسوب لمتوسط الشركات الصناعية الأمريكية، وهي تعكس أداء البورصة الأمريكية والشركات المدرجة في سوق المال الأمريكي، ويحتسب باستخدام أسلوب المتوسط المتحرك لأسعار أسهم هذه الشركات، فعندما نقول ضبط مؤشر داوجونز ب 30 نقطة مثلا فهذا يعني أن متوسط أسعار أسهم الثلاثين

¹متولي عيد القادر: مرجع سابق، ص ص: 196-197.

شركة قد انخفض 30 نقطة، وهو مؤشر يعبر عن طبيعة الوضع العام في السوق الأمريكي، ويمكن الاستفادة منه في اتخاذ قرارات البيع والشراء وتقييم أداء الأسواق واتجاهاته ومن ثم تقييم السهم محل البحث والاستثمار، وقد يكون مؤشر داوجونز لصناعة معينة: مثل: داو جونز لصناعة النقل.¹

2- مؤشر ستاندراندبوز Index 500 S £ P :

وهو المؤشر الذي يوصف بأنه المؤشر للشركات القيادية في الصناعات القائدة، ويقاس هذا المؤشر متوسط أسهم 500 شركة أمريكية ويعطي فكرة جيدة عن اتجاهات الأسعار في سوق رأس المال الأمريكي لحوالي ثلاثة إلى أربع أسواق مالية في الولايات المتحدة الأمريكية ومؤشر ستاندراندبوز لأنشطة الخدمات العامة مثل صناعة الكهرباء، الماء، الاتصالات ويحتوي المؤشر على عينة من اسهم الشركات التي يتم تداولها في سوق رأس المال المنظم وغير المنظم أو كليهما.

ويتكون من أربع مجموعات رئيسية كل مجموعة من 20 شركة صناعية و40 شركة خدمات وكهرباء وماء واتصالات وفي مجال شركات الخدمات المالية والبنوك والتأمين وتمثل هذه المجموعة 80% من اسهم بورصة نيويورك.²

3- مؤشر ناسداك NASDAQ المجمع:

وهو مؤشر للسوق المالي الوطني الأمريكي والذي يشمل أكثر من 5000 سهم للشركات الصناعية وشركات الخدمات الالكترونية ويتم تبادل هذا المؤشر عبر المنصات فقط وليس من خلال البورصة.³

4- مؤشر نيكاي N255 :

وهو من المؤشرات الرئيسية لسوق طوكيو ويحتوي على 225 شركة تمثل 70% من الشركات الكبرى، ويستخدم هذا المؤشر لقياس مدى التغير المحقق في حجم الأوراق المالية ومقياس للعوائد ومساعدة المستثمرين على تكوين محافظ أوراقهم الاستثمارية.⁴

¹ دريد كامل آل شايب: مرجع سابق، ص: 106.

² دريد كامل آل شايب: مرجع سابق، ص: 104-106.

³Société de gestion de la bourse des valeur la négation en bourse ouvrage collectifs la bourse algérienne publication, N :03, décembre 1998, p p: 22 – 25.

⁴سمية أحمد أبو موسى: الأسواق المالية والنقدية، المعتر للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 2018.

المبحث الثاني: الإطار النظري لصناديق الاستثمار الإسلامية

تعد صناديق الاستثمار الإسلامية إحدى الوحدات العاملة في مجال الأوراق المالية، وتمثل شكلا من الأشكال التنظيمية الحديثة التي تعمل على إدارة الأموال وفقا لرغبات جمهور المستثمرين واحتياجاتهم ودرجة تقبلهم للمخاطر.

المطلب الأول: عموميات حول صناديق الاستثمار التقليدية

تعتبر صناديق الاستثمار من أهم صيغ تعبئة المدخرات على الساحة الاقتصادية المعاصرة، وتمثل شكلا من الأشكال التنظيمية الحديثة التي تعمل على إدارة رؤوس الأموال الضخمة وانتقالها لغرض الاستثمار في أسواق العالم، وعليه سنتطرق في هذا المطلب الى مفهوم صناديق الاستثمار التقليدية وأهميتها البالغة في المجال الاقتصادي والمالي.

الفرع الأول: نشأة ومفهوم صناديق الاستثمار التقليدية

سنتطرق من خلال هذا الفرع الى نشأة وتعريف صناديق الاستثمار.

أولاً: نشأة صناديق الاستثمار التقليدية

اتفق أغلب الباحثين على ان صناديق الاستثمار بدأت منذ عهد بعيد في اوروبا ومنها انتقلت الى امريكا ثم الى باقي دول العالم، وقد نشأت في هولندا مطلع القرن التاسع عشر، وكان الملك وليم ملك هولندا هو أول من نسبت إليه فكرة صناديق الاستثمار 1822م، ومنا انتقلت إلى بريطانيا عام 1870م، ثم ساعدت الهجرة

الى أمريكا الشمالية الى انتقال الفكرة إليها وبدأيتها فيها بعد نهاية الحرب العالمية الأولى في 21 مارس 1924¹. حيث تم إنشاء أول صندوق استثماري في بوسطن، وتم تنظيم التعامل في وحدات هذه الصناديق عن طريق سوق الأوراق المالية، وكان الهدف من هذا التنظيم هو مد المستثمرين بيانات تفصيلية عن الاوضاع المالية والسياسات الاستثمارية لهذه الصناديق، ثم في فرنسا عام 1945م، ثم في ألمانيا عام 1950م².

ثانياً: مفهوم صناديق الاستثمار التقليدية

تعرف صناديق الاستثمار على أنها عبارة عن " أداة مالية، تكون مؤسسة مالية متخصصة، كالبنوك او شركة استثمار لها دراية وخبرة في مجال تسيير الاستثمارات، وذلك بهدف تجميع مدخرات الأفراد من أجل استخدامها في المجالات المختلفة، للاستثمار، تحقق للمشاركين في هذا الصندوق إيرادات، وفي حدود معقولة من المخاطرة"³.

كما تعرف أنها: " محافظ استثمارية غير تقليدية تعمل على تجميع المدخرات الفردية والاموال الفائضة على حاجة الافراد، المؤسسات المالية والشركات واستثمارها في الموجودات المالية، الامر الذي يؤدي الى تحويل اكبر قدر من الفوائض المالية المحصلة من وحدات الفائض الى وحدات العجز"⁴.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص التعريف التالي لصناديق الاستثمار:

" هي أوعية مالية تسعى إلى تجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من طرف مؤسسة مالية متخصصة تتميز بالخبرة والكفاءة في تسيير أموال المستثمرين وتوظيفها حسب رغباتهم واحتياجاتهم بهدف تقليل المخاطر وزيادة العائد".

ثالثاً: خصائص صناديق الاستثمار التقليدية

تتمتع صناديق الاستثمار في الاوراق المالية بمجموعة من الخصائص اهمها:

¹YasuyukiFuchita, Robertelitan : **pooling money : the future if matual funds**, Brookings intuition press, 2008, p: 02.

²عبد الرحمن بن عبد العزيزالنفيسة: **صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية والاحكام النظامية، دراسة تطبيقية مقارنة، دار النفائس للنشر والتوزيع - الأردن، 2010، ص: 7.**

¹خلفان حمد عيسى: **ادارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، الجنادرية للنشر والتوزيع، الأردن-عمان، 2016، ص: 63.**

⁴محمد علي ابراهيم العامري: **ادارة محافظ الاستثمار، اثناء للنشر والتوزيع، بغداد - العراق، 2013، ص: 329.**

1- الاستفادة بخبرات الادارة المحترفة: في حالة الاستثمار المباشر أي في حالة قيام المستثمر بشراء أسهم المنشآت منى السوق المنظم وغير المنظم، يصبح واجبا عليه الاضطلاع بنفسه بكافة متطلبات العملية، فهو يتخذ القرار الاستثماري بنفسه بما يتضمنه ذلك من بناء التشكيلة الملائمة...، ل هاته المهام يلقي بمسؤوليتها على الادارة المحترفة التي تتولى ادارة صندوق الاستثمار، وذلك إذا ما فضل المستثمر توجيه موارده المتاحة الى شراء أسهم احدى شركات الاستثمار.

2-التنوع الكفاء: في مقدمة مزايا شركات الاستثمار في قدرتها على تنويع التشكيلات التي تتكون منها صناديق الاستثمار، بطريقة تسهم في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها حملة أسهمها.

3-المرونة والملائمة: في صناديق الاستثمار النهائية المفتوحة، يحق للمستثمر أن يحول استثماراته من صندوق لآخر وذلك في مقابل رسوم ضئيلة هذه المرونة من شأنها أن تقدم خدمة متميزة لأولئك الذين قد تتغير أهدافهم الاستثمارية عبر الزمن، بل ونضيف ان تل الشركات تقف مستعدة على الدوام لاسترداد أسهمها اذ ما رغب المستثمر في التخلص منه كليا أو جزئيا.

4-تنشيط حركة أسواق راس المال: في دول العالم الثالث التي اتجهت الى انتاج اسواق من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين في تلك البلدان.

فخاصة التنويع التي تتم بها صناديق الاستثمار التي تديرها تلك الشركات وما يترتب عليها من تخفيض ماطر الاستثمار، من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلو الخبرة والمرونة بأسواق راس المال.¹

الفرع الثاني: أهمية صناديق الاستثمار:

تتمثل أهمية صناديق الاستثمار فيما يلي:

1. تساعد على خلق قوة شرائية كبيرة في سوق الأوراق المالية مما يساعد على تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية، حيث أن الأدوات الاستثمارية التي توفرها صناديق الاستثمار تناسب ظروف الكثيرين من المستثمرين واهدافهم.
2. تقوم صناديق الاستثمار بالحد من احتمالات الخسائر التي تنتج عن الاحتيال او الاختلاس من الادارة او الافلاس لإدارتها بواسطة شركات متخصصة. كما انه في حالة حدوث اية مشكلة مالية او

¹ عصام حسين: مرجع سابق ، ص: 214.

قانونية للشركة المديرة للصندوق فان ذلك لا يمس مالكي الصندوق لكونه كيان مستقل عن الشركة المديرة له.

3. تعتبر صناديق الاستثمار اداة تحفيز وتشجيع لصغار المستثمرين الذين يخشون من مخاطر الاستثمار في سوق الاوراق المالية.¹

4. خاصية التنوع: حيث تقوم استراتيجيات الاستثمار داخل صناديق الاستثمار على مبدأ تنوع الاستثمارات بين الاسهم والسندات وودائع البنوك وأذونات الخزينة وغيرها، وهو ما يتيح الفرصة للمستثمرين لخفض المخاطر من خلال التنوع.²

5. المساهمة في استقطاب مدخرات بالعملة الصعبة واستعمالها في استثمارات مجدية تحقق لصاحبها عائد وتعود بالنفع على الاقتصاد الوطني.

6. توفر أداة جذب للاستثمارات الاجنبية المباشرة وغير المباشرة التي تبحث عن فرص استثمارية آمنة.

7. تتيح للبنوك العاملة في الجهاز المصرفي من توظيف فائض السيولة لديهم والحصول على معدلات عائد مجزية مع درجة مخاطر أقل.

8. سهولة الاستثمار في صناديق الاستثمار حيث تضع معظم الصناديق حدود دين للاستثمار فيها لا تتجاوز مبالغ بسيطة تكون في متناول المستثمر ذي الإمكانيات المادية المحدودة.

9. لا يقتصر الاستثمار بواسطة هذه الصناديق على الاستثمار قصير الأجل بل يمكن لها من أن تقوم بالاستثمار متوسط وطويل الأجل مما ينعكس إيجاباً على الاقتصاد الوطني.³

الفرع الثالث: أنواع صناديق الاستثمار التقليدية

يمكن تصنيف أنواع صناديق الاستثمار التقليدية بالاعتماد على ثلاث معايير رئيسية كما يلي:

أولاً: من حيث رأس مالها

تتقسم صناديق الاستثمار حسب هذا المعيار الى نوعين:

¹صلاح الدين شريط: دور صناديق الاستثمار في سوق الاوراق المالية، أطروحة دكتوراه علوم في علوم الاقتصاد، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012، ص- ص 176، 177.

² الامام أحمد يوسف محمد وآخرون: دور المراجعة الداخلية في تحسين كفاءة وفعالية صناديق الاستثمار، غمار البحث العلمي، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة كسلا، السودان، 2015، ص: 287.

³عسان الطالب: صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق، المؤتمر الدولي والمصرفية الإسلامية، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، يومي 6-7 أوت، 2014، ص: 9.

1. **الصناديق المغلقة:** يكتسب هذا النوع من الصناديق تسميته من خاصية ثبات رأسماله وذلك بمجرد انتهاء فترة الاكتتاب فيه. بمعنى أنه وبمجرد انتهاء الاكتتاب الأولي في الصندوق، لا يجوز لإدارة الصندوق ان تطرح حصصا ا واسهما اضافية بقصد زيادة راس المال، كما لا يجوز لها بالمقابل تخفيض راس المال عن طريق اطفاء بعض لاسهم او الحصص وذلك بعدم السماح للمساهمين بالانسحاب منه الا عند تصفية الصندوق. لكن خاصية ثبات رأسمال الصندوق لا تمنع تداول اسهم او حصص الصندوق في السوق المالي.¹
2. **الصناديق المفتوحة:** وهي صناديق تفتح المجال امام المستثمرين للدخول والخروج منها دون التقيد باي شروط، وانها تقدم عروض مستمرة بلا انقطاع للأوراق المالية الجديدة للبيع لجمهورها، وتتميز صناديق الاستثمار المفتوحة ايضا بان عدد الاسهم التي تحتويها محفظة الصندوق غير ثابت وغير محدد وانما يتقلب نتيجة عمليات البيع والشراء والاستيراد، ويبقى الصندوق مفتوحا للدخول والخروج منه طالما ان نشاط الصندوق ظل قائما.²

ثانيا: من حيث مكونات الصندوق

وفق هذا المعيار تنقسم صناديق الاستثمار التقليدية الى ما يلي:

1. **صناديق الاسهم العادية:** وتتكون من الاسهم العادية فقط، الا اننا نميز فيها بين الصناديق التي تدار باستمرار ويقظة والصناديق التي لا تحظى سوى بقدر ضئيل من اهتمام الادارة، وهي تلك التي لا تبدل الادارة من جانبها مجهودا لاختيار التشكيلة لأنها تسعى الى تحقيق عائد مماثل لعائد السوق.³
2. **صناديق السندات:** يقوم هذا النوع من الصناديق باستثمار اموالها في السندات وتحصل على عائد استثماراتها من توزيعات الكوبونات من خلال ما تحققه من ارباح راس مالية على تعاملاتها على تلك السندات في البورصة.

¹ محمد مطر: إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2013، ص: 95.

² نزيه عبد المقصود محمد مبروك: صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2006، ص: 97.

³ ما جد أحمد عطا الله: إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 137.

3. **صناديق متوازنة:** تعتمد هذه الصناديق على تشكيل محافظ متوازنة من الاسهم والسندات وعادة ما يستثمر مديرو هذه الصناديق من 60، 50% من اموالها في الاسهم مع الاحتفاظ بالباقي في صورة سندات ونقدية.¹

4. **صناديق سوق النقد:** يقصد بها تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الاوراق المالية قصيرة الاجل، التي عادة ما تتداول في سوق النقد.²

ثالثاً: من حيث أهداف الصندوق

وتصنف ايضاً صناديق الاستثمار حسب أهداف الصندوق الى ما يلي:

1. **صناديق النمو:** وهي صناديق تكون بقصد تحقيق مكاسب رأسمالية تؤدي الى نمو رأسمال الصندوق. اي بعبارة اخرى لا يكون الهدف من انشائها الحصول على عائد منتظم بقدر ما هو المضاربة الهادفة الى الاستفادة من التقلبات الحادثة في اسعار الادوات الاستثمارية فيها والتي غالباً ما تكون اسهم ذات مخاطرة مرتفعة.³

2. **صناديق الدخل:** تتجه أهداف هذا النوع من الصناديق نحو الحصول على عائد مستمر للأدوات الاستثمارية في الصندوق. لذا تتجه ادارة الصندوق هنا نحو الاستثمار في اصدارات الشركات المستقرة ذات الجدوى الاقتصادية خصوصاً الاسهم الممتازة والسندات.⁴

3. **صناديق الدخل والنمو:** تهدف صناديق الدخل والنمو أولئك المستثمرين الذين يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم لتغطية أعباء المعيشة، ويرغبون في نفس الوقت في نفس الوقت في تحقيق قدر من النمو المضطرب لاستثماراتهم، مثل هذه الصناديق عادة ما تتكون في تشكيلة من الاسهم العادية والاوراق المالية ذات الدخل الثابت (الصناديق المتوازنة) وعادة ما تمثل الاسهم العادية بتشكيلة واسعة قد تتضمن اسهم منشآت الخدمة العامة (مياه، كهرباء...) في مناطق تتسم بمعدل مرتفع

¹ سيد سالم عرفة: إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009، ص- ص: 25-26.

² صبري مفتح: دور الصناديق الإسلامية في توطيد دعائم العمل المصرفي اللاربوي، الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الامير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، المنعقد يومي 05-06 ماي 2009، ص: 6.

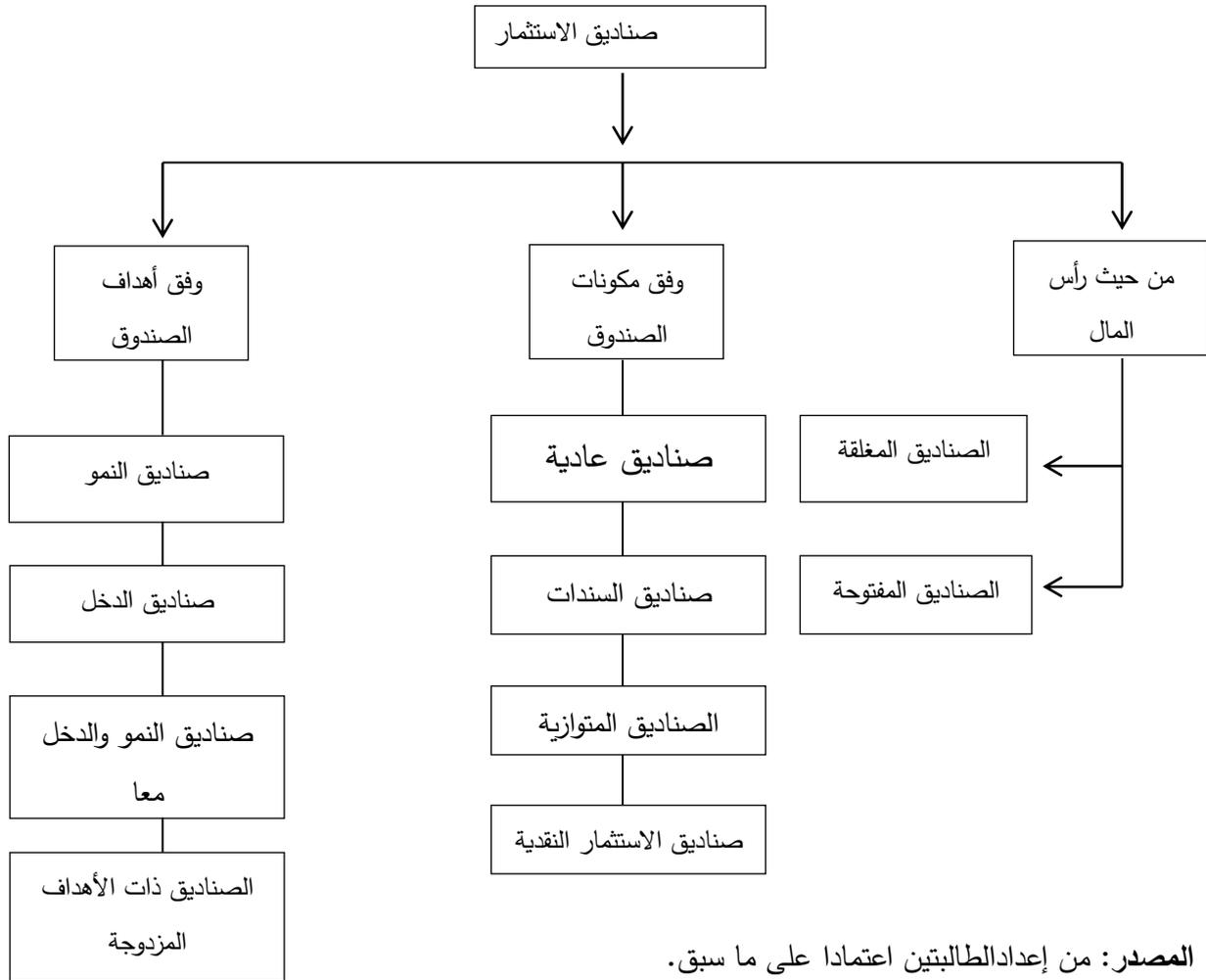
³ محمد مطر: مرجع سابق، ص: 98.

⁴ نفس المرجع، ص: 94.

لنمو السكاني ويمكن التمييز في هذا الصدد بين صناديق الدخل والنمو التي تعطى فيها الأولوية لهدفالدخل، وصناديق النمو والدخل التي تعطى فيها الأولوية لهدف النمو.¹

4. **الصناديق ذات الأهداف المزدوجة:** هي نوع خاص من الصناديق ذات النهاية المغلقة، التي يمكنها تلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين: المستثمرون الذين يهدفون الى الحصول على دخل من استثماراتهم، والمستثمرون الذين يهدفون الى تحقيق نمو مضطرد لاستثماراتهم.²

الشكل رقم (1 - 2): أنواع صناديق الاستثمار



¹نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص: 98.

²صبري مقمح ، مرجع سابق، ص: 547.

المطلب الثاني: ماهية صناديق الاستثمار الإسلامية

نظرا لأهمية دور صناديق الاستثمار التقليدية ونظرا لما يشوبها من مخالفات ظهرت صناديق تنشط بمحاذاتها ولكن في إطار تحكمه الضوابط والمبادئ الشرعية.

الفرع الأول: نشأة ومفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية حديثة النشأة مقارنة مع نظيرتها التقليدية، برزت كضرورة ملحة استدعتها مختلف التطورات الحاصلة لتؤدي هي الأخرى دورها الفعال من عدة نواحي كقناة استثمارية يحكمها الطابع الشرعي.

أولاً: نشأة صناديق الاستثمار الإسلامية

إن فكرة ظهور الصناديق الاستثمارية الإسلامية وانتشارها ونموها نابع من نفس الفكرة التي أدت لظهور البنك الإسلامي، إلا أن الصندوق يعتمد في استثماراته لأموال الآخرين بأن ميزانيته مستقلة تماما عن ميزانية البنك لأن الصناديق غير مضمونة على البنك، وما عدا ذلك فإن فلسفة تأسيس كل منهما واحدة. لأن العلاقات بين أطراف هذه الصناديق تعتمد على علاقة الصندوق بأرباب الاموال بعقود المضاربة، أو الوكالة بالاستثمار وفق الضوابط والاحكام الشرعية.

أما أول صندوق استثماري كان في الخليج وبالضبط في السعودية، وتم انشاؤه من طرف البنك الاهلي التجاري في عام 1979م، كان صندوقا استثماريا قصير الاجل بالدولار الامريكي ولم يكن وفق الضوابط الشرعية لأن البنك آن ذاك كان ربويا، ويتعامل وفق نظام الفائدة ولكنه تحول الى مصرف إسلامي، ثم تطور الوضع حتى بلغت الصناديق الاستثمارية في نهاية عام 1998م في السعودية فقط 114 صندوقا استثماريا ومبالغ الاستثمار فيها أكثر من أربعة وعشرين بليون ريال سعودي، وعدد المستثمرين فيها يزيد عن 70 ألف مستثمر، ثم تنامت الصناديق الاستثمارية بشكل مضطرد حتى بلغت اصدارات الصناديق الاستثمارية الإسلامية في منطقة الخليج وبعض الدول العربية حتى الربع الرابع لعام 2006م، 14 مليار دولار وبلغ متوسط النمو فيها في دول الخليج فقط حوالي 45% سنويا منذ عام 2001 حتى عام 2005م.¹

كما اهتمت البنوك التقليدية الغربية بإقامة صناديق استثمارية اسلامية تدار من قبلها وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية منذ منتصف العقد الثامن من القرن العشرين، وأول تجربة في هذا المجال كانت سنة 1988م بتأسيس "صندوق الاستثمار الإسلامي المحدود" the Islamicmanagmentfundlimited "في بيزنجرنسي، وفي عام 1995م تم تأسيس صندوق "الواحة الإسلامي" بإدارة المصرف الاستثماري البريطاني المعروف بـ "Robert Fleming" في لوكسمبورغ، وكان هذا الصندوق متخصصا في الاستثمار في أسهم الشركات الصناعية العالمية.

وفي عام 1996م أسس المصرف البريطاني ANZ في جنرسي صندوقا استثماريا إسلاميا تحت اسم "صندوق المضاربة الدولية الأول المحدود" صندوق متخصص في الادارة التمويلية وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، كما أسس سيتي بنك صندوقا استثماريا متخصصا في الأسهم العالمية في لوكسمبورغ باسم "CITI ISLAMIC PORT FOLIES" في عام 2001م وقع بنك باريبا الفرنسي مع بيت التمويل الكويتي مذكرة تفاهم لانشاء صندوق لسوق اسلامية بقيمة مليار دولار.

كما تم تطوير مؤشرات اسهم اسلامية من قبل مؤسسات دولية معروفة مثل " داو جونز " " Dow Jones Islamic Index " " فايننشال تايمز ".²

ثانيا: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية

¹ صلاح الدين شريط: مرجع سابق، صص: 163-164.

² زهرة مرجاوي، فتحية حلايمية: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل أداء البنوك الإسلامية- دراسة حالة شركة الراجحي المالية، مذكرة ماستر في العلوم التجارية، جامعة العربي التبسي، تبسة، 2015-2016، ص:10.

يمكن عرض أهم تعريفات صناديق الاستثمار الإسلامية كما يلي:

تعرف صناديق الاستثمار الإسلامية على أنها: " تلك الصناديق التي يتم الالتزام فيها بالضوابط الشرعية بالأسس التي يتم على أساسها تجميع الأموال واستثمارها، مثل ما يتعلق بتحريم الفائدة الربوية والاستثمار في أصول ممنوعة شرعا كأسهم شركات الخمر. وتظهر هذه الضوابط في نشرة الإصدار التي تمثل الإيجاب الذي بناء عليه يشترك المستثمر في ذلك الصندوق، وفي الأحكام والشروط التي يوقع عليها الطرفان عند الاكتتاب"¹.

كما يمكن تعريفها على أنها: " هي صناديق تحقق رغبة صغار المستثمرين فضلا عن اعتباره في توفير أدوات مالية اسلامية تتيح استثمار أموالهم شرعا وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية "².

وتعرف أيضا على أنها: " أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ويتعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص، لتوظيفها وفقا لصيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافي العائد فيما بينهم حسب الاتفاق، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات والتعليمات الحكومية واللوائح والنظم الداخلية"³.

من خلال التعاريف السابقة يمكن اعطاء تعريف شامل لصناديق الاستثمار الإسلامية:

"هي اوعية استثمارية تلبى احتياجات ومتطلبات المودعين، وتتولى تجميع اموالهم في شكل وحدات استثمارية لتقوم بتوظيفها في الادوات الاستثمارية المتوافقة مع احكام الشريعة الاسلامية، ويتم توزيع الارباح الناتجة عن الاستثمار في الصندوق حسب الشروط المتفق عليها".

ومما لا شك فيه أن للصناديق الاستثمارية الإسلامية أهمية بالغة في النظام الاقتصادي الإسلامي والتي سوف نستعرضها في النقاط التالية:

¹ أحمد معجب العتيبي: المحافظ الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2005، ص:54.
²أشرف محمد دواية:تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر، مدخل محاسبي كمي بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار في مصر بين الواقع والمستقبل، 21 مارس 1997، ص: 112.

³ محمد براق:أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي، "الواقع ورهانات المستقبل، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2011، ص:8.

- تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بان لها ميزانية خاصة بها وحسابات مستقلة عن البنوك التي تنشئها سواء كانت تقليدية او اسلامية، والقوانين تمنع الاختلاط بين اموالها واموال الشركة التي تنشئها وليس هناك حدود لنموها وحجمها، ولا تحتاج لتغيير هيكلها او نظام عملها، وبالتالي فان عملية الخلط التي يتخوف الكثير منها لا تقع فيا.
 - تساهم هذه الصناديق في نقل رؤوس الاموال بين المجتمعات الاسلامية حيث ان لهذه الصيغة من الاستثمار الفضل والدور الكبير في نقل رؤوس الاموال، وبالتالي فهي توغر آلية للاستثمار الاسلامي.
 - تساهم الصناديق الاستثمارية في التحول الى الاقتصاد الاسلامي بشكل اكثر سهولة، حيث ان انشاء بك اسلامي اليوم يحتاج الى سن قوانين جديدة اذا لم تكن القوانين موجودة، واصدار قوانين خاصة. الا ان انشاء صندوق استثماري هو امر ممكن في ظل القوانين المنظمة لهذه الصناديق في اي مكان من العالم، لان تلك القوانين اخدت باعتبارها ان الغرض الاساسي من الصناديق هو تلبية رغبات المستثمرين الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية وشركات الاستثمار.¹
 - تعتبر صناديق الاستثمار الاسلامية النافذة الوحيدة التي يستطيع البنك التقليدي من خلالها مزاوله العمل المصرفي الاسلامي، وبالتالي فيمكن لهذه النافذة ان تكون مرحلة اخرى ودافع وراء تحول بعض البنوك الى مزاوله الصيرفة الاسلامية.
 - تعتبر صناديق الاستثمار الاسلامية وسيلة سهلة لرفع آفة الربا عن المجتمعات الاسلامية.
 - تحمل أرباب الأموال لمخاطرة العمل الاستثماري المباشر، أي تحمل أصحاب الاموال مخاطر الاستخدام النهائي لأموالهم.²
- إضافة إلى ذلك تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بالعديد من الخصائص يمكن إيجازها فيما يلي:³
- يلتزم الصندوق في معاملاته وتصرفاته بأحكام ومبادئ الشريعة الاسلامية وكذلك بالفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات الفتوى في المسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق.

¹بوالشلاغم نور الدين:دراسة مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية والاسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة وهران، وهران، 2013، ص:98.

² فريد عبد المقصود مبروك: صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الاسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، مصر 2007، صص:120-121.

³بوجلال محمد، وزايد مريم: دور صناديق الاستثمار الاسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الاسلامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الاسلامية، اليات ترشيد الصناعة المالية الاسلامية، يومي8-9 ديسمبر 2013، ص: 3.

- يلتزم الصندوق بالقوانين والتعليمات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على هذه الصناديق مادامت لا تخالف احكام ومبادئ الشريعة الاسلامية، وان وجد تعارض يجب ازالته.
- تقوم على فكرة المضاربة الشرعية من قبل اصحاب الاموال الذين يمثلون من منظور عقد المضاربة رب المال ويمثل الصندوق كشخصية معنوية رب العمل، وهذه السمة تخضع لفقه عقد المضاربة.
- يحق للمشاركين في الصندوق استرداد قيمة اسهمهم وفق ضوابط وشروط معينة بما يتناسب مع الاستمرار لمدد مختلفة ويتناسب مع صغار المستثمرين، ويستلزم ذلك اعادة تقويم الوحدات الاستثمارية على فترات دورية حتى يسهل تخارج من يرغب من المشاركين.
- يتولى ادارة الصندوق جهة متخصصة يحكم علاقتها بالصندوق عقد وكالة او عقد عمل او اي عقود مستحدثة تعمل في إطار الأهداف الاستراتيجية والمرجعية الشرعية والقانونية والاستثمارية.
- تتعدد اطراف الصندوق (المؤسسين والمشاركين، المسوقين وابناء الاستثمار والادارة) ويحكم هؤلاء مجموعة من العقود الشرعية والقانونية، وتوزع العوائد بين هذه الاطراف وفقا لضوابط عقود المضاربة والوكالة والسمسرة.
- هي مؤسسة لها صفة قانونية بشكل تنظيمي واطار مالي ومحاسب مستقل كونها لها شخصية معنوية مستقلة عن اصحاب الوحدات الاستثمارية.

الفرع الثاني: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية وضوابط الاستثمار فيها

لصناديق الاستثمار الإسلامية العديد من الأنواع تكون مضبوطة ومحكومة بمبادئ شرعية، يجب أن تلتزم بها في مختلف أنشطتها وتعاملاتها.

أولاً: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية

تنقسم صناديق الاستثمار الإسلامية الى عدة أنواع ويمكن عرض هذه الأنواع وفقاً لما يلي:

1. صناديق الأسهم الإسلامية: ظهرت صناديق الاستثمار الإسلامية بالأسهم استجابة لرغبات المستثمرين ذوي الالتزام من المسلمين الذي يحرصون على المباح شرعاً من الدخل. ويمكن القول ان شركات المساهمة نوعين، تلك التي يكون نشاطها غير مباح مثل البوك الربوية، أو الشركات التي تعمل في بيع السلع غير الشرعية مثل الخمر... الخ، فهذه لايجوز المساهمة بها مطلقاً، وهذا ما نصت عليه قرارات المجامع الفقهية

والفتاوى، والنوع الثاني يتمثل في الشركات التي يكون أصل نشاطها مباح إلا أنها تمارس في عملها بعض النشاطات التي لا تجوز مثل الاقتراض بالفائدة أو ايداع الاموال لدى البنوك الربوية .

وقد اختلف نظر الفقهاء المعاصرين في هذا النوع من الشركات ، فمن قائل لا يجوز الاستثمار فيها اذ لا يختلف حكمها عن النوع الاول، ومن قائل لا باس من الاستثمار فيها بشرط تطهير عوائدها من الجزء الحرام.¹

2. صناديق السلع: هي صناديق يتمثل نشاطها الاساسي في شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، ففي هذا النوع من الصناديق يتم استخدام الاموال المكتتبه في شراء السلع المختلفة من أجل اعادة بيعها وتشكل أرباح هذا البيع دخل الصندوق والذي يوزع على المكتتبين بنظام النسب، ويتم استخدام عقود البيوع المختلفة في تداول السلع مثل بيع المرابحة، السلم والاستصناع.²

أ. صناديق المرابحة: المرابحة هي البيع برأس مال وربح معلوم، والربح في بيع المرابحة اما أن يكون مسمى على جملة الثمن أو مسمى بالنسبة لأجزاء الثمن، فصناديق المرابحة تعرف بأنها تلك الصناديق التي تقوم فكرتها على امكانية الاستفادة من الارباح التي تحقق من تجارة السلع، وذلك من خلال استثمار أموال المستثمرين في هذا المجال، حيث يقوم الصندوق بشراء كمية من السلع ويقوم ببيعها الى طرف آخر (غير من اشتراها منه) بأجل، ويكون الأجل قصير في الغالب يتراوح بين شهر وستة أشهر.³

ب . صناديق السلم: السلم بيع يؤجل فيه قبض المبيع ويعجل فيه قبض الثمن، ويمكن توليد الربح من بيوع السلع في الصناديق الاستثمارية عن طريق الدخول في عقد سلم محله بضاعة موصوفة في الذمة كالقمح أو الشعير أو الزيوت...⁴

3. صناديق التأجير: يعتمد عمل صناديق التأجير على امتلاك الصندوق للأصول المؤجرة مثل المعدات والسيارات والطائرات واحيانا العقارات، وتولد الدخل من الايرادات الإيجارية. وتختلف الصناديق باختلاف عقود الإيجار لأصول الصندوق، فبعضها يقوم على عقد الايجار المعتاد، وهنا يتحمل الصندوق مخاطرة

¹ صفية أحمد أبو بكر: صناديق الاستثمار الإسلامية - خصائصها وأنواعها، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر كلية التجارة، جامعة أسيوط ، 2009، ص: 844.

²نزبه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص: 109.

³ أشرف محمد دواية: صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلم، الإسكندرية، 2006، ص: 73.

⁴ عمر أبو بكر: صناديق الاستثمار الإسلامية مفهومها، أنواعها و خصائصها - دراسة تأصيلية، مجلة المدينة العالمية، السعودية، عدد12، أبريل 2015، ص: 203.

ثمن الأصول عند انتهاء العقود، وربما كان على صفة الايجار المنتهي بالتمليك وفي هذه الحالة تغطي الايرادات قيمة الاصل كاملاً.¹

4. صناديق الاستصناع: عقد الاستصناع هو ذلك الاتفاق الذي يتعهد بموجبه احد الاطراف بصناعة عين غير موجودة اصلاً ووفقاً للمواصفات التي يتم تحديدها بموجب مقابل دفع مبلغ معلوم ثمناً للعين المصنوعة، ويتم التعامل بهذا الاسلوب على نطاق واسع لما له من دور كبير في المساهمة في حل مشكلات المجتمع وما يتميز به من خصائص عدة غير متوفرة في غيره لذلك تتعامل صناديق الاستصناع بهذه الصيغة.

5. صناديق المضاربة: يقصد بعقد لمضاربة ذلك الاتفاق الذي يتم بموجبه اشتراك الطرفين يسهم احدهما بالمال والاخر بالعمل، وتكون أرباح ممارسة عمل أو نشاط المضاربة بينهما حسب اتفاقهما، ومنه صناديق المضاربة هي التي تقوم بتنظيم محفظة استثمارية لتفي باحتياجات عملائها الذين يرغبون في استثمار اموالهم عن طريق عقد المضاربة، لذلك فان الاساس الشرعي التعاقدى هنا يكمن في تلك الاتفاقية التي يكون فيها المستثمرون هم رب المال وإدارة الخدمات الإسلامية هي المضارب مع امكانية ان يقدم المستثمر الواحد رؤوس اموال متعددة تستخدم في مضاربات مستقلة.²

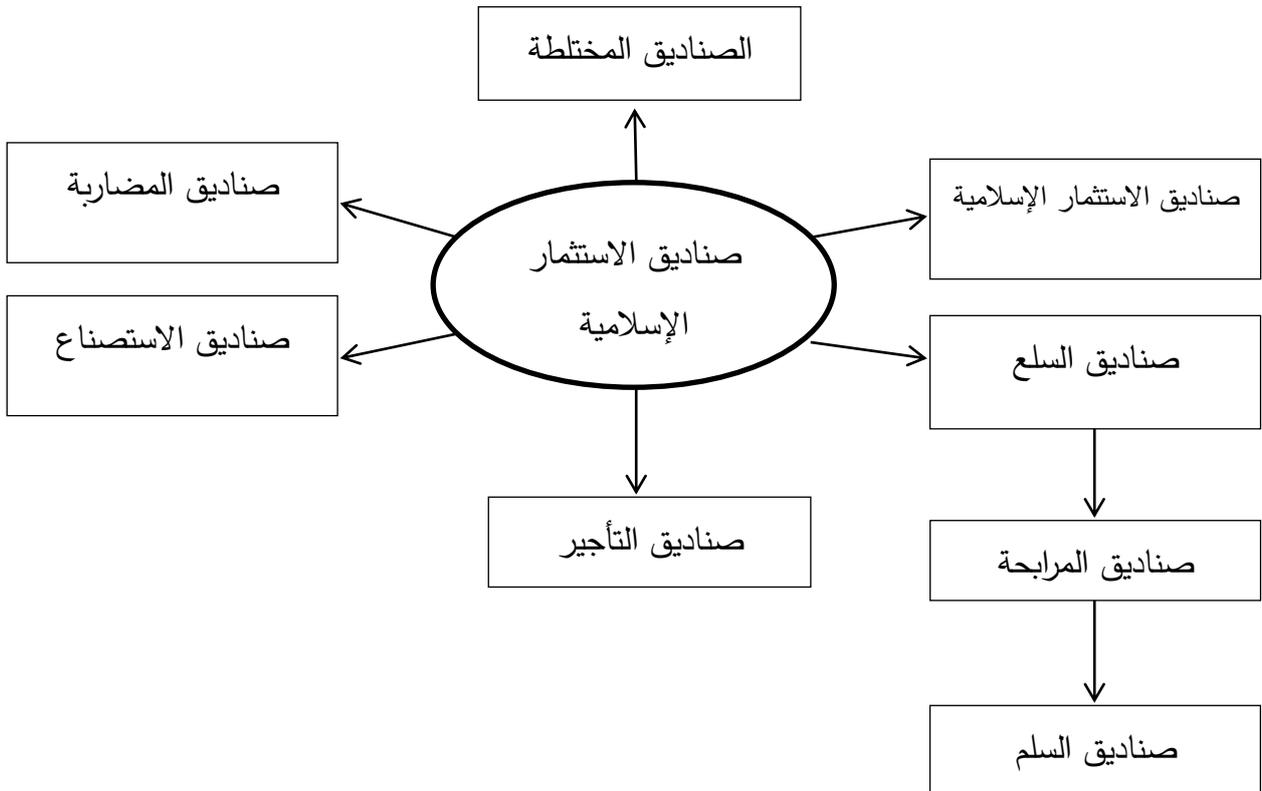
6. الصناديق المختلطة: هي تلك الصناديق التي توظف أموال الاكتتاب في أموال مختلفة من الاستثمارات مثل الاسهم، الاجارة والسلع وغيرها، وللإنجاز في الصناديق المختلطة يجب أن تكون الاسهم الملموسة أكثر من 51% حيث تقل الأصول السائلة والديون عن 50%.³

¹ محمد شراف، مصطفى قمان: أهمية الاستثمار المسؤول اجتماعياً والصناديق الإسلامية في تفعيل وتنشيط الاسواق المالية للبلدان النامية، الملتقى الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات حول نمو المؤسسات والاقتصاديات بين تحقيق الاداء المالي وتحديات الاداء البيئي، جامعة ورقلة، الجزائر، يومي 22-23 نوفمبر 2011، ص: 171.

² جهاد عموري: صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة فقهية -، مذكرة ماستر، في العلوم الإسلامية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، 2018، ص: 24.

³ زهرة مرحباوي، فتحية حلايمية: مرجع سابق، ص: 15.

الشكل رقم (1 - 3): أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية.



المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على ما سبق.

ثانيا: ضوابط الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية

يجب أن تتم أنشطة صناديق الاستثمار طبقا لمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، ولذلك يمكن توضيح الضوابط التي تحكم كل نوع منها كما يلي:¹

1. ضوابط الاستثمار في صناديق الأسهم الإسلامية:

هناك العديد من الضوابط التي يجب مراعاتها:

أ. **الاتجار بأسهم الشركات:** بما أن الأمر الأساسي المتعلق بالمعاملات هو طبيعة العمل، فإن انشاء شركة مساهمة ذات أنشطة محرمة غير مباحة شرعا، مما يحرم الاتجار بأسهم هذه الشركات، وحتى بالنسبة للشركات ذات النشاط المباح، فإنه لا يجب ان تتعدى مجموع الديون فيها نسبة 33% مع الحرص على تحويل هذه الديون الربوية الى استحقاقات متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

ب. **الاكتتاب:** هو عقد اتفاق يجري عند انشاء شركة بوجود من يضمن بيع الاسهم الصادرة أو قسما منها، وليس اعتراض في الشريعة على ذلك بشرط أن يكتب الملتزم بالأسهم القيمة الاسمية دون أي عوض.

ج. **الاسهم الممتازة:** لا يجوز اصدار اسهم ممتازة ذات خصائص مالية تتطوي على الدفع المضمون لراس مال أو لقسم محدد من الربح، أو تضمن الاسبقية على الاسهم الاخرى عند التصفية أو توزيع الارباح.

د. **الاقتراض بفائدة الاستثمار في الأسهم:** لايجوز شراء سهم بقرض ذي فائدة يقدمه الى المشتري سمسار او اي طرف آخر مقابل رهن السهم لان ذلك ينطوي على ربا، ولا يجوز بيع سهم لا يمتلكه البائع.

¹بوجلال محمد، زايدي مريم، مرجع سابق،ص:5.

2. ضوابط الاستثمار في صناديق السلم بالسلع:

تتمثل هذه الضوابط في:

- يجب ان يقتصر التعامل فيها على السلع المباحة والتي يجوز شراؤها بنقد وبيعها بالأجل،ويمكن ان تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل او المرابحة او السلم وكل هذه الصيغ قابلة للتطبيق في الاسواق العالمية.
- يجب ان تكون عمليات الشراء والبيع حقيقية لا تصورية.

3. ضوابط الاستثمار في صناديق الاجارة:

تتمثل أساسا في:¹

- يجب ان يكون الصندوق مالكا للأصول المؤجرة المولدة للدخل طوال مدة حصوله، وان تكون تلك الاصول مما يمكن بقاء توليده للمنافع طوال مدة العقد، كما يجب ان ينص العقد على الاجرة بطريقة واضحة.
- يجب ان تصاغ العقود بحيث تدل بوضوح على ان التأجير بيع لمنفعة الاصل المؤجر بحيث لو توقف الاصل عن توليد المنافع المعقود عليها انفسخ العقد ولا يجوز تضمين المستأجر الاجرة.
- يجب ان يتفق استخدام الاصول الإيجارية مع احكام الشريعة الاسلامية.

4. ضوابط الاستثمار في صناديق الاستصناع:

وتتمثل فيمايلي:

- يجب أن يدفع الثمن حسب الاتفاق عند التعاقد او بعد التسليم أو في أجل محدد.
- يجب ان يلتزم البائع بتقديم المبيع بأوصاف معينة بشكل يمنع اي مشكلة قد تحدث عند تسليم المبيع، والمبيع مصنوع بمواد يجب بان يقدمها البائع الصانع من عنده بان تكون مملوكة لديه او يشتريها ، لذلك من الطبيعي ان يحسب في ثمن المبيع تكلفة مواد الصنع المستخدمة بالإضافة الى جهده وعمله.

5. ضوابط الاستثمار في صناديق المرابحة:

وتتمثل فيما يلي:

- يجب ان تكون البضائع التي يتم التعامل فيها مباحا شرعا، كما يتم استبعاد التعامل في السلاح، الذهب والفضة والنقود لان التعامل فيها له شروط خاصة.

¹نفس المرجع ، ص:6.

- يطالب الصندوق من المشتري منه مرابحة ان يقدموا ضمانات لسداد ما يترتب في ذمتهم من ديون.
- الاشرط على الوكلاء الذين يعينون للشراء بالنيابة عنه بقبض السلع المشتراة قبل إعادة بيعها مرابحة للملاء، وذلك تحقيقا للمبدئ الشرعي القاضي بعدم جواز بيع ما لم يقبض.
- لا تستوفي من المتأخرين في السداد فوائد تأخير ولكن يتم التنفيذ على الضمانات التي بحوزة الصندوق.
- يجب أن يكون صندوق المرابحة صندوقا استثماريا مغلقا ولا يمكن تداول وحداته في السوق الثانوية.¹

6. ضوابط الاستثمار في صناديق المضاربة:

وتتمثل فيمايلي:²

- يجب تحديد رأس المال تحديدا واضحا ودقيقا، واعتبار كل مبلغ بعملة معينة يقدمه المستثمر لمدة محددة يمثل رأس مال مضاربة بذاتها، كما يجب تحديد الربح على اساس الحصة المشاعة للمضارب ولرب العمل.
 - فيما يخص العمل فان طبيعة المضاربة بين الطرفين هي مضاربة مقيدة، فالمضارب مقيد في ان يمارس عمله على اساس ان كل مبلغ يتلقاه من رب العمل هو رأس مال مضاربة مستقلة لها حسابات منفصلة وبموجب الاتفاقية يتم اعادة استثمار رأس المال والربح بعد انتهاء المدة المحددة مالم يشعره رب العمل بخلاف ذلك.
 - المضارب طبقا لشروط عقد المضاربة غير ضامن لرأس المال الا في حالات التعدي والتقصير.
- ومنه فان هناك بعض الضوابط العامة التي تحكم صناديق الاستثمار الاسلامية والمتمثلة في:
- تنظيم العلاقات بين اصحاب الاسهم او الوحدات والادارة والاطراف الاخرى ذات الصلة.
 - اختيار الموجودات التي تمثلها الاسهم او الوحدات.
 - انتقاء الضمان للأصل او الربح فيها بين المشاركين او بينهم وبين الادارة الا في حالة التعدي او التقصير.
 - استحقاق الارباح وتحميل الخسائر والاسترداد والتصفية وغير ذلك من التطبيقات.

¹ زهرة مرجبواوي، فتحية حلايمية: مرجع سابق، ص: 20.

² بوجلال محمد، زايدى مريم: مرجع سابق، ص: 7.

الفرع الثالث: مزايا ومخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية

تتمتع صناديق الاستثمار الإسلامية بالعديد من المزايا والصفات التي يستفيد منها المستثمر والجهاز المصرفي، وكذا الاقتصاد الوطني، إلا أن ذلك لا يمنع تعرضها لجملة من المخاطر.

أولاً: مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية

تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بعدة مزايا كما يلي:¹

1. دورها الهام في نقل رؤوس الاموال بين المجتمعات الإسلامية .
2. تعتبر بديلاً شرعياً للكثير من المستثمرين الذين يجدون حرجاً في التعامل مع البنوك التقليدية لما يشوبها من حرمة التعامل في أنشطة غير مشروعة.
3. سهولة انشاء صندوق استثمار اسلامي من حيث الاجراءات القانونية مقارنة بإنشاء بنك اسلامي.
4. توفر لأصحاب الاموال فرصة تحمل العمل الاستثماري مباشرة بدلاً من توسيط المصارف.
5. قبولها عالمياً خاصة بعد التغيرات الحادة اصابته الصناديق التقليدية جراء الازمة المالية سنة 2008.

ثانياً: مخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية:

تتمثل المخاطر التي تتعرض لها صناديق الاستثمار الإسلامية فيما يلي:²

1. ان كثيراً من هذه الصناديق لا يزال غير متوافق مع المتطلبات الأساسية الشرعية.
2. تساهم القيود الشرعية الواجب مراعاتها في هذه الصناديق في التأثير على جانب المنافسة في السوق المالي.
3. محاولة الكثير من صناديق الاستثمار الإسلامية تجاوز بعض الضوابط الشرعية باللجوء الى التعامل بالهامش الربحي او البيع على المكشوف.
4. مساهمتها السلبية في تمويل التنمية في الدول الإسلامية، لأنها تتوجه نحو أسواق المال في الدول المتقدمة وتحرم منها الدول الإسلامية.

¹ منى محمد الحسيني عمار، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير الأسواق المالية، مجلة علمية محكمة تصدر عن الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، المجلد الخامس، العدد الثالث عشر، 2014، ص ص: 97-98.

² نفس المرجع، ص 98.

المطلب الثالث: أسس ادارة صناديق الاستثمار الإسلامية

رغم ما تحققه صناديق الاستثمار من مزايا متنوعة إلا أنه في المقابل توجد العديد من المخاطر التي يواجهها ويمكن استخلاصها كما يلي:

الفرع الاول: آليات الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية

تقوم فكرة صناديق الاستثمار الإسلامية عند قيام جهة معينة بتجميع مدخرات المستثمرين لتوظيفها والحصول على عوائد وأرباح بأقل تكلفة ومخاطرة، وذلك وفق الشريعة الإسلامية. ولتحقيق الغرض من صناديق الاستثمار الإسلامية يمر الاستثمار فيها بسلسلة من الاجراءات يمكن توضيحها فيما يلي:¹

1. قيام جهة معينة والراغبة في انشاء صناديق الاستثمار الإسلامية بالبحث عن نشاط او مشروع معين، واعداد دراسة الجدوى الاقتصادية للاستثمار في هذا المجال، وقد يكون الاستثمار في اسهم الشركات المنضبطة بأحكام الشريعة الإسلامية او في العقارات او في قطاع تجاري او صناعي.
2. تقوم تلك الجهة المنشأة بتكوين صندوق استثماري وتحديد أغراضه وطبيعة نشاطه وأهدافه الاستثمارية، واعداد نشرة الإصدار او لائحة العمل للصندوق، بحيث تتضمن كافة التفاصيل عن نشاط الصندوق ومدته وشروط تصفيته والطريقة التي تتم بها، بالإضافة الى تحديد حقوق والتزامات مختلف الاطراف.
3. تقدم طلب للحصول على موافقة الجهة المشرفة على انشاء الصناديق الاستثمارية يتضمن المعلومات والوثائق والمستندات المطلوبة وخاصة: نسخة من لائحة العمل للصندوق ونسخة أخرى من الكتيبات والنشرات الدعائية الموجهة للمستثمرين، المعلومات الخاصة بمدير الصندوق وبقية الاطراف الاخرى ذات العلاقة.
4. يحقق المستثمر في صناديق الاستثمار المفتوحة استرداد كل أو بعض الوحدات الاستثمارية من أراد ذلك ، ويشترط في حالة الاسترداد الجزئي ان لا تقل قيمة الوحدات المتبقية عن حد معين، والا فانه يلتزم باسترداد كامل قيمة الوحدات الاستثمارية.

¹ شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف الجزائر، 2013-2014، صص: 300-302.

5. ينتهي عمر الصندوق بانتهاء الفترة الزمنية المحددة له، وإذا لم يكن له نهاية محددة فإنه يستمر ويظل باقيا حتى يقرر المدير انهاءها في الوقت الذي يراه مناسباً، وعندما يتم تصفية اموال الصندوق وتأدية التزاماته وتوزيع المتبقي من حصيلة التصفية على مالكي الوحدات الاستثمارية.

الفرع الثاني: إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية

هناك ثلاث صور لإدارة هذه الصناديق يمكن توضيحها فيما لي:

1. **الإدارة على أساس المضاربة:** وهي بحسب القانون اتفاق بين رب المال والمضارب، حيث يقدم الاول ماله والثاني عمله بهدف اقتسام الربح حسب الاتفاق وهي التي يحدد فيها المقابل للمدير، نسبة معلومة من ربح الصندوق، وفي حال تحقق الخسائر، يتحمل رب المال الخسارة ولا يستحق للمدير المضارب اي مقابل نتيجة لعمله او مجهوده.

أما في حالات تعدي المدير المضارب او تقصيره او مخالفته للشروط المتفق عليها فإنه يتحمل الخسائر كافة الناتجة عن عملية المضاربة.¹

2. **الإدارة على أساس الوكالة:** يحدد فيها نصيب المدير (الوكيل) بعمولة معينة او بنسبة من المساهمات شرط ان تؤول الى مبلغ مقطوع من صافي قيمة الموجودات، ويمكن عند الاقتضاء الجمع بين العمولة والربح على ان تكون العمولة هي الاصل، في حين يكون الربح مستحق في حال بلوغ هذا لربح نسبة محددة.

ومنه يتضح الفرق الأساسي بين الإدارة على أساس المضاربة والإدارة على أساس الوكالة، ففي الاولى ينحصر أساسا في المقابل الذي تأخذه الجهة المصدرة والمتمثل في حصة شائعة من الربح المتبقي. أما في الثانية فإنه مبلغ مقطوع سواء تحققت أرباح ام لا.

3. **الإدارة على أساس المشاركة:** وتختلف المشاركة عن المضاربة بوجود مساهمة المدير في راس مال المشاركة وحق الشركاء في الإدارة، ويحصل مدير الصندوق في مقابل ادارته على حصة من الأرباح.²

¹ أميشال بيار الشرتوني: الوجيز في الدراسات المصرفية والتجارية، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2010، ص 204.

² بوجلال محمد، زايدى مريم، مرجع سابق، صص: 7-8.

الفرع الثالث: المقارنة بين صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية

مما لا شك فيه أن هناك عدة فروق جوهرية بين صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية التي تتمثل أهمها فيما يلي:¹

أولاً: أن أساس عمل صندوق الاستثمار الإسلامي هو عدم التعامل بالفائدة أخذاً وعطاءً وذلك من خلال تجنب كل الأدوات المالية التي لها صلة الدين بالفائدة المالية.

في حين أن الاستثمار في صناديق الاستثمار التقليدية مبني اساساً على قيام فكرة الفائدة في تعاملات الصندوق، فالملاحظ أن هذه الصناديق تستثمر في جميع أدوات الدين باختلاف أنواعها والتي هي بدورها تقوم على فكرة الفائدة.

ثانياً: وجود هيئات شرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية تراقب أعمالها، وتقني فيما تحتاج الى الفتاوى والنظر الشرعي، فلا يستطيع القائمون على هذه الصناديق أن يتعاملوا لمجرد المصلحة التجارية والربح الفوري، بل هم ملزمون بما يصدر من الهيئات الشرعية.

بخلاف صناديق الاستثمار التقليدية فإنها تتعامل على المصلحة التجارية وحدها وبناءً على الربح الفوري دون النظر الى الوسيلة .

ثالثاً: إن صناديق الاستثمار الإسلامية مبنية على المضاربة، فهي لا تعطي فوائد ربوية ولا تضمن الأرباح الواقعية ومن غير ضمانات للربح فهذا تكون صناديق الاستثمار الإسلامية خرجت من الربا.

رابعاً: جميع معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية قائمة على موافقة الشريعة الإسلامية فيما أحل الله وحرّم، فالمرجعية هي أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، ولديها هيئة رقابة شرعية تتحقق من ذلك.

¹ عائشة حيمود، هاجر حيمورة: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الناشئة - دراسة حالة سوق الاسهم السعودي-، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2016، صص: 56، 57.

في حين لا تلتزم صناديق الاستثمار التقليدية بأحكام الشريعة الإسلامية ولكن بالقوانين الوضعية والاعراف المالية والاستثمارية التي قد تكون مخالفة للشريعة الإسلامية، وعليه فإنها تتعامل بالربا والغرر والتدليس إذا كان يحقق لها أرباحاً مادية ويعظم من ثروتها.

خامساً: تنظر صناديق الاستثمار الإسلامية إلى النقود على أنها وسيلة للتبادل ومعياريًا لتخزين السلع والبضائع والخدمات ومخزناً للقيمة ويجب عدم اكتنازها لتساهم في تنشيط المعاملات، كما يجوز تحويل العملات من بعضها البعض وفقاً لفقهاء الصرافة.

في حين تنظر صناديق الاستثمار التقليدية إلى النقود على أنها سلعة بذاتها تباع وتشتري نقداً أو بالأجل أو نحو ذلك، لقد حرمت الشريعة الإسلامية التعامل بالنقد في الأجل.

سادساً: تلتزم صناديق الاستثمار الإسلامية بفقهاء الدين على أنه مبلغ ثابت ولا يجوز زيادته مقابل الأجل، وعند عجز المدين عن السداد تعطى له ميسرة لقوله تعالى: "وان كان ذو عسرة فنظرة من ميسرة" (البقرة، 280)، وإذا ثبتت أن المدين مماتلاً فيوقع عليه العقوبة بمقدار الضرر الذي أصاب الدائن لقول رسول الله صلى الله عليه وسلم: "مطل النبي (الواحد) ظلم يحل عرضه وعقوبته".

في حين تنظر صناديق الاستثمار التقليدية إلى مبلغ الدين على أنه يزيد عند تأخر المدين عن السداد، وهذا ما يطلق عليه بجدولة الديون بزيادة ولقد حرمتها الشريعة الإسلامية.

سابعاً: جميع صيغ الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية قائمة على تطبيق مبدأ الغرم والمشاركة في الربح والخسارة مثل المضاربة، المشاركة، البيوع، والإجارة وبعيداً عن كافة صور الاستثمار بفائدة أو بنظام هامش المشتقات المالية.

في حين معظم استثمارات صناديق الاستثمار التقليدية في الأوراق المالية مثل: الأسهم، الصكوك، وفي البنوك بفائدة بغض النظر عن مسألة المشروعية.

المبحث الثالث: الدور الاقتصادي لصناديق الاستثمار الإسلامية في سوق الأوراق المالية

تكتسي صناديق الاستثمار الإسلامية أهمية بالغة وهذا من خلال فوائدها ومزاياها المتعددة التي تحظى بها على مستوى الاقتصاد ككل أو على مستوى سوق الأوراق المالية ويمكن تجسيدها كما يلي:

المطلب الأول: أثر صناديق الاستثمار الإسلامية على الاقتصاد ككل

تحقق صناديق الاستثمار الإسلامية شأنها شأن باقي الصناديق مزايا عديدة تتمثل في:

- تحظى هذه الصناديق بالقبول بصفة عامة في النشاط المصرفي نظرا لأنها تحقق رغبات أرباب الأموال في تحمل مخاطر العمل الاستثماري مباشرة وانصراف رغباتهم عن توسط المصاريف لعزل تلك المخاطر والجدير بالذكر أن المصارف الإسلامية كان دخل السبق والزيادة في توطيد هذا الاتجاه، فعقد المضاربة الذي اعتمد عليه عمل البنوك الإسلامية لا يجعل المصرف في مكان مدير الأموال ويتولد دخل المصرف بصفة أساسية من قدرته على إدارة هذه الأموال وتوجهها نحو أفضل الاستخدامات من حيث الربح والخسارة، ولكنه لا يتولد من تحمل المصارف للمخاطرة الائتمانية نيابة عن أصحاب الأموال، فإذا خسرت الاستثمارات خسر أصحاب الحسابات الاستثمارية، بخلاف البنوك التقليدية التي تضمن هذه الأموال لأصحابها.

- البساطة وسهولة التأسيس مما يساعد على انتشارها في المجتمعات الإسلامية فإثناء صندوق الاستثمار لا يحتاج إلى إصدار قانون جديد خلافا لما هو الحال عند إنشاء بنك إسلامي، بل هو أمر ممكن في ظل القوانين المنظمة لهذه الصناديق في أي مكان في العالم، لأن تلك القوانين أخذت في اعتبارها أن الغرض الأساسي من الصناديق في تلبية رغبات وتفضيلات المستثمرين الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية التقليدية وشركات الاستثمار وبذلك فإن هذه الصناديق تغدو وسيلة سهلة لرفع أفة الربا عن المجتمعات الإسلامية.¹

- منع الخلط بين أموال البنك وأموال الصندوق حيث تتميز صناديق الاستثمار في النظام الاقتصادي الإسلامي بأن الخلط بين أموال البنك والصندوق والذي يتخوف منه الكثير من المدخرين لا يقع فيها، لأن الصناديق لها ميزانية وحسابات مستقلة تماما عن البنك، والصندوق مع كونه شركة مالية لا تكاد تختلف عن البنك ولا حدود لنموها وحجمها وهي بخلاف النوافذ في البنوك التقليدية لا تحتاج إلى أن يغير البنك هيكله الإداري أو نظام عمله أو تعيين كادر جديد من الموظفين.

¹نزیه عبد المقصود محمد مبروك: مرجع سابق، 2007، ص122.

- تحقيق التكامل بين أهم مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية إذ انها يمكن أن تكون أداة ووسيلة لتحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين، وذلك بتسهيل نقل المدخرات من دول العجز وأن تكون توطئة لقيام البنوك الإسلامية وتوطيد دعائم العمل المصرفي اللاربوي في أي بلدان المسلمين ومما يؤكد ذلك انه في السعودية تسوق البنوك نحو 50 صندوقاً استثمارياً أكبرها حجماً وأكثرها ربحاً في الصناديق الإسلامية.¹

المطلب الثاني: أثر صناديق الاستثمار على سوق الأوراق المالية

تعتبر صناديق الاستثمار أداة من أدوات الاستثمار في السوق المالي، باعتبارها وعاء مالي يسمح بتجميع الأموال من المدخرين وتوجيهها لمجال استثماري غير بنكي يؤدي إلى زيادة نشاط وفعالية سوق الأوراق المالية وخاصة الفئات التي تملك مدخرات صغيرة، مما تسمح لهذه الفئات من تحقيق عوائد معتبرة مع إمكانية تخفيض مستوى المخاطر.

أولاً: معايير تقييم أداء صناديق الاستثمار

يمكن قياس أداء صناديق الاستثمار بأسلوبين اثنين هما: الأسلوب البسيط الذي يناسب المستثمر العادي والأسلوب المزدوج الذي يناسب المستثمر ذا المعرفة الواسعة بشؤون الاستثمار، حيث يتم الاعتماد على نموذج شارب، ترنيور وجنسن.

1- الأسلوب البسيط: وفقاً لهذا الأسلوب يتم تقييم أداء الصندوق بالتركز على العائد وإهمال المخاطر²، ويناسب هذا الأسلوب المستثمر الذي لا يملك دراية كافية باستثماراته وذلك لسهولة الأسلوب البسيط، إضافة إلى توفير البيانات المالية عن أداء الصناديق اللازمة لتطبيق الأسلوب البسيط، حيث تنتشر صناديق الاستثمار المفتوحة بيانات دورية عن قيمة الأصل الصافية للسهم، وكذلك الأرباح الموزعة لكل صندوق، وتعد هذه المعلومات كافية لحساب قيمة المعدل العائد على الاستثمار، في ظل هذا الأسلوب يحسب العائد وفقاً للمعادلة التالية:³

$$Tn = \frac{(p - p1) + Ri + R}{P}$$

¹نزیه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص 122.

² شفيقي نوري موسى: إدارة المشتقات المالية - الهندسة المالية -، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان - الأردن، ص: 196.

³ قاسم نايف علوان: إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2009، ص ص: 227 - 228.

حيث أن:

Tn = العائد على الاستثمار.

P = قيمة الأصل في بداية الفترة.

$P1$ = قيمة الأصل في نهاية الفترة.

Ri = الأرباح الإيرادية خلال الفترة.

R = الأرباح الرأسمالية خلال الفترة.

حيث تقوم هذه المعادلة على فرضيتين اثنتين هما:

أ_ يتم صرف التوزيعات النقدية على المستثمرين في نهاية الفترة الزمنية وليس خلالها.

ب_ عدم قيام المستثمرين بحب أو إيداع أية مبالغ نقدية من وإلى المحفظة إلا في نهاية الفترة وليس خلالها.

وتستبعد المسحوبات أو الإيداعات التي تكون قبل نهاية الفترة الزمنية من قيمة المحفظة في نهاية الفترة، وتضاف المسحوبات إلى قيمة المحفظة في نهاية الفترة وذلك من أجل الحصول على عائد قريب جدا من معدل العائد والصحيح للفترة.¹

يعاب هذا الأسلوب لأنه يركز على العوائد وإهمال المخاطر فقد يحقق الصندوق عائد أكبر من صندوق آخر، لكن هاته الزيادة لا تكفي لتغطية المخاطر التي قد ينطوي عليها الاستثمار فيه مقارنة بالصندوق الآخر.

2- **الأسلوب المزدوج:** يستخدم هذا الأسلوب بسبب العيوب التي ظهرت في الأسلوب البسيط لاعتماده على معدل العائد على مبلغ المستثمر فقط، بينما الأسلوب المزدوج يعتمد على معدل العائد ومعدل المخاطرة في تقييم أداء صناديق الاستثمار.²

¹ محمد علي ابراهيم العامري: إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2013، ص: 83.

² دريد كمال آل شايب: مرجع سابق، ص: 214.

ولذلك تم اقتراح عدة بدائل لقياس مستوى أداة صناديق الاستثمار والتي تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطرة، ومن أهم هذه النماذج:

- **نموذج شارب:** قدم وليام شارب عام 1966م، مقياس مركب لقياس أداء المحفظة الاستثمارية، حيث يطلق على مقياس شارب نسبة مكافأة إلى التقلب (عدم الاستقرار) ويقصد بالمكافأة الفرق بين عائد المحفظة و العائد الخالي من المخاطرة منسوبة هذه العلاوة إلى التقلب في عوائد أصول المحفظة الاستثمارية وهو عبارة عن الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية.¹

ويمكن حساب نسبة شارب وفقا للمعادلة التالية:

$$\text{Sharpe Measure} = \frac{TRP - RF}{SPF}$$

Sharpe measure = قيمة نموذج شارب.

TR = العائد المتوقع.

RF = معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

SPF = الانحراف المعياري للعائد على المحفظة.

ويقوم نموذج شارب على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة، وعلى ذلك فإن نموذج شارب يحدد في الواقع العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظيرة ك وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة، حيث كلما زاد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق نظيرة كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية يكون أداء المحفظة افضل.

رغم شيوع تطبيق هذا النظام إلا أنه يتضمن بعض العيوب من أهمها أن أسلوب نموذج شارب لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة، وتخضع لقيود مماثلة، كذلك تكون هذه المحفظة مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط، إضافة إلا أن النموذج يعتمد على فكرة التنوع، وإذا ما توفر التنوع الجيد داخل المحفظة فإن ذلك من شأنه القضاء على المخاطر غير المنتظمة التي تقاس من خلال بيتا وليس من خلال الانحراف المعياري.

¹توفيق عوض بشير: مرجع سابق، ص ص: 59 - 60.

- نموذج ترينور: قدم ترينور عام 1965 نموذج لقياس أداء المحفظة الاستثمارية يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر الغير منتظمة، ويرتكز على مخاطر السوق ومعامل بيتا معتمدا على منحني خط السوق، ولكن مبنيا على العلاقة ما بين العائد المتوقع للصندوق ومعامل بيتا، ويعتبر نموذج شارب لاعتماده في الدرجة الأولى على خصائص كل ورقة ومعامل بيتا لكل ورقة مع إيجاد معامل بيتا المرجح.¹

ويعبر عن هذا النموذج بالمعادلة التالية:

$$Tn = \frac{Rn - Rf}{Bn}$$

حيث أن:

TN = قيمة المؤشر (قيمة نموذج ترينور).

Rn = العائد المتوقع.

Rf = العائد الخالي من المخاطرة.

Bn = معامل بيتا (المخاطر المنتظمة).²

يعاب على هذا النموذج أن دقة الترتيب والتصنيف للمحافظ تعتمد على فرضية تقييم الاستثمارات من خلال التنوع المثالي للمحافظ والتي يمكن من خلالها القضاء على المخاطر غير المنتظمة والمتعلقة بالشركة نفسها وهذا غير دقيق من الناحية العلمية.

- نموذج جنسن: اقترح جنسن سنة 1968 لقياس أداء المحافظ الاستثمارية عرفه بمعامل ألفا، حيث يرى أن العائد المتوقع لمحفظة المستثمر قد يتجاوز ذلك الذي يتنبأ به نموذج capm.³

حيث يقوم هذا النموذج على أساس الفرق بين العائد الإضافي (الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر أو علاوة مخاطر السوق - حاصل ضرب معامل

¹ دريد كامل آل شيب: مرجع سابق، ص: 216.

² غازي فلاح المومني: إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2017، ص: 251.

³ لورين ابراهيم القاضي: اثر كفاءة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، عمان - الأردن، 2016، ص: 27.

بيتا في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر)، فإذا كانت ألفا موجبة فهذا يعني أن الأداء جيد، وإذا كانت سالبة هذا يعني أن الأداء منخفض، وإذا كان الناتج صفر فالعائد متوازن.

ويعبر على هذا النموذج بالمعادلة التالية:¹

$$X = (R_p - R_f) - b (R_m - R_f)$$

حيث أن:

$$X = \text{معامل ألفا.}$$

R

$$R_p = \text{عائد المحفظة الاستثمارية.}$$

$$R_f = \text{العائد الخالي من المخاطرة.}$$

$$R_m = \text{عائد محفظة السوق.}$$

$$B = \text{بيتا المحفظة الاستثمارية.}$$

- **نموذج بلاك:** قدم بلاك سنة 1972 نموذجا عرف بـ The black zero – beta CAPM يقوم على فرضيتين من فرضيات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

- **الافتراض الأول:** هو وجود أصول خالية من المخاطر وبالتالي هناك إمكانية الاقتراض والإقراض عند هذا المعدل.

- **الافتراض الثانية:** وجود معدل واحد للاقتراض والإقراض.

ويقوم هذا النموذج عند تقييم الأسهم أو المحافظ الاستثمارية باستبدال معدل العائد على المخاطرة بمعدل العائد للمحافظ الاستثمارية التي يكون معامل بيتا لها يساوي الصفر، ويمكن تحديد قيمة المؤشر لهذا النموذج من خلال معادلة التالية:

$$E(RP) - E(Rz) = Xp + Bp (E(Rm) - E(Rz))$$

¹ لورين إبراهيم القاضي: مرجع سابق، ص: 27.

حيث أن:

$$E(Rp) = \text{عائد المحفظة الاستثمارية.}$$

$$E(Rz) = \text{العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية في حال كانت بيتا تساوي الصفر.}$$

$$Xp = \text{معامل ألفا.}$$

$$E(Rm) = \text{عائد محفظة السوق (مؤشر السوق).}$$

$$Bp = \text{بيتا المحفظة الاستثمارية.}$$

ثانياً: دور صناديق الاستثمار التقليدية في تنشيط سوق الأوراق المالية

إن سوق تداول الأوراق المالية (السوق الثانوية) لا غنى عنها في مكونات سوق المال، حيث أن هذا السوق تعتبر حلقة وصل بين سوق الإصدار والمستثمرين ولكي تتجح عملية الإصدار فلا بد من وجود سوق يساعد على الربط بين المستثمر والجهة التي تصدر الأوراق المالية لإنجاح عملية التبادل وهذه السوق هي سوق الأوراق المالية، ولا شك أن صناديق الاستثمار بنوعها المفتوحة والمغلقة تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية وذلك من خلال:¹

- وجود خبرات إدارية محترفة تنتقي أفضل الأوراق المالية.
- المستثمرين المتعاملين مع صناديق الاستثمار لديهم القدرة على تحقيق أفضل أداء من أداء المحافظ السوقية.

فدول العالم الثالث اتجهت إلى استعمال صناديق الاستثمار للدور المتميز الذي تؤديه وذلك من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين، فخاصية التنوع التي تتسم بها صناديق الاستثمار وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار من شأنها أن تشبع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بسوق رأس المال، وكذلك المستثمرين محدودي المواد لأن يستثمروا مدخراتهم في شراء أسهم صناديق الاستثمار التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة بيع أسهمها في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال، وهذا يعني أن وظيفة صناديق الاستثمار هي الحصول على مصادر الأموال من المدخرين وإعادة

¹ فرحات سامي، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة سوق الكويت-، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، 2017، ص 109.

استخدامها في بناء محافظ الأوراق المالية متعددة الأهداف، بحيث تخدم الاهداف المختلفة والمتعددة للمتعاملين معها، ولا شك أن ذلك سوف يؤثر بالإيجاب وبطريقة مباشرة على أسواق الأوراق المالية، حيث تكون تلك الأسواق بؤرة اهتمام هذه الصناديق، لأن ما تقدمه هذه الأسواق من بضاعة (أسهم وسندات) هي ماتسعى إليه صناديق الاستثمار ومن ثم تنشيط تلك الأسواق.¹

المطلب الثالث: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية

يعتبر وجود صناديق الاستثمار الإسلامية وسيلة هامة تؤثر على أداء سوق الأوراق المالية، كونها تشجع على استقطاب شريحة لا يستهان بحجم مدخراتها تمنعها الاستثمارات الربوية من توظيف أموالها.

1- تنشيط وانتظام وتدويل سوق الأوراق المالية:

تؤدي صناديق الاستثمار الإسلامية دورا هاما بالنسبة لسوق الأوراق المالية كوسيلة فعالة لتجميع المدخرات، ومن ثم فهي تحقق العديد من المزايا:

أ- تنشيط سوق الأوراق المالية:

تبرز أهمية الدور المتميز الذي يمكن أن تؤديه صناديق الاستثمار من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين في تلك البلدان، فخاصية التنوع التي تتسم بها هذه الصناديق وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار من شأنها أن تشجع المستثمرين محدودي الموارد على استثمار مدخراتهم في الأوراق المالية أو وثائق صناديق الاستثمار الإسلامية التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة البيع في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في السوق، ويعتقد ان صناديق الاستثمار ذات النهاية المعلقة تلعب دورين منفصلين في هذا الصدد إذ أنها تبني تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة مما يسهم في تنشيط حركة تلك الأوراق كما أن أسهم تلك الصناديق على عكس أسهم الصناديق ذات النهاية المفتوحة تتداول في السوق مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المقيدة.²

ب- انتظام سوق الأوراق المالية:

¹ فرحات سامي، مرجع سابق ، ص: 110.

² منير ابراهيم هندي: أدوات الاستثمار في أسواق المال، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 2008، ص: 25.

فضلا عن كون صناديق الاستثمار الإسلامية تعمل على تنشيط واتساع سوق الأوراق المالية فإنما تضمن أيضا انتظام السوق بعدم تعرضها للتقلبات الفجائية، التي تحدث كثيرا بسبب المضاربات على الأوراق المالية، وبذلك فإن هذا النوع من الصناديق لا يغامر بهذه المضاربات بل يعمل على تكوين محافظ من الأوراق المالية الجيدة.¹

ت- تدويل سوق الاوراق المالية:

حيث تساهم هذه الصناديق في التحول نحو العالمية من خلال تدويل هذه السوق مستقبلا، فتنشيطها وتقويتها ما هو إلا خطوة مبدئية نحو تحقيق هدف أكبر وهو تدويلها.

2-المحافظة على توازن سوق الأوراق المالية:

حيث تساهم صناديق الاستثمار على المحافظة على توازن السوق وزيادة كفاءته إذ يتم ذلك من خلال:

- تتميز ردود الأفراد على توازن سوق الاوراق المالية عادة بالانفعال الزائد وحدة التصرفات مما يسبب اهتزازات في سوق المال بينما تكون تصرفات مديري الصناديق العقلانية إلى حد كبير تقوم على اساس علمي سليم، كما انها تقوم في بعض الأحيان بدور مشابه لصانع السوق لحفظ التوازن.
- تقوم إدارات الصناديق بتحليل المعلومات الداخلية بدقة والتصرف بالبيع أو الشراء وفقا لتلك المعلومات مما ينعكس على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة، مما يعني زيادة في كفاءة سوق الأوراق المالية.

3- امتصاص وتوفير السيولة اللازمة:

حيث تساهم صناديق الاستثمار في امتصاص السيولة من المجتمع وبالتالي خفض معدلات التضخم من جهة ومن جهة أخرى فإنما توفر السيولة اللازمة للشركات باعتبارها تمثل قوة شرائية في سوق الأوراق المالية مما يساعد الشركات على الاتجاه للسوق لتمويل نشاطها بدلا من اللجوء إلى البنوك للاقتراض.

4- حماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها للخارج:

حيث يؤدي هذه الصناديق إلى فتح مجالات جديدة امام المدخرين لاستثمار اموالهم بما يمكن من جذب المدخرات الذي قد يناسبهم الايداع في البنوك حتى لا تتسرب مدخراتهم المالية عن دورة النشاط

¹حيدر يونس الموسوي: المصارف الإسلامية اداؤها المالي واثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري، عمان، 2011، ص: 138.

الاقتصادي القومي، وكذلك فتح المجال أمام المدخرين وبخاصة المسلمين الذين يرغبون بالاستثمار في الأوراق المالية ولكن تنقصهم الخبرة أو المقدرة للقيام بذلك.¹

¹ محمد محمود عبد ربه محمد: طريقك إلى البورصة، دار الجامعة الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 46.

خاتمة:

تعد أسواق الأوراق المالية المحرك الأساسي للنشاط الاقتصادي في أي دولة نظرا لما تقوم به من توجيه المدخرات وتحقيق السيولة اللازمة، فهي تعتبر بمثابة القناة التي تتدفق من خلالها الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز المالي من خلال سمسرة ووسطاء ماليين لبيع وشراء الأوراق المالية بأنواعها بهدف تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها.

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية إحدى أهم الآليات الاستثمارية الراجعة في الأسواق المالية الدولية باعتبارها أوعية استثمارية وأداة مالية جديدة لها تأثيرها في جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار، حيث تتيح أمام صغار المدخرين الذين لا يملكون الخبرة الكافية على التعامل في البورصة الفرصة في إدارة أموالهم عن طريق خبراء من أهل الاختصاص. ونظرا للمزايا المتعددة التي توفرها هذه الصناديق فقد أصبح لها مكانة واسعة في الاقتصاد العالمي خاصة في المجتمع الإسلامي الذي يهتم بطرق التمويل الإسلامي والبعيدة عن النظام الربوي لكونها تخضع لمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية.

الفصل الثاني:

دور صناديق الاستثمار
الإسلامية في تفعيل سوق
الأسهم السعودية خلال الفترة

.2018-2017

تمهيد:

تلعب صناديق الاستثمار الإسلامية أدواراً عديدة فهي بالإضافة إلى أدوارها في استقطاب صغار المستثمرين وتمويل مدخراتهم إلى استثمارات بفضل الإدارة المحترفة لهذه الصناديق، فصناديق الاستثمار الإسلامية لها دور مهم في تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية وهي تمثل إحدى أهم ركائز النظام المالي، وهو ما برز بشكل واضح في توجه العديد من دول لإقامة مثل هذه الركائز وبذلك نجد المملكة العربية السعودية تسعى جاهدة إلى تنشيطها وتدويل سوق أوراقها المالية حيقت قامت باستخدام قنواتها الاستثمارية تساعد على استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية بإدخال تقنيات حديثة، ما ساهم في تحقيق نمو وتوسع ملحوظ من نشاط الأسهم السعودية.

وقد قسمنا هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: نشأة وتنظيم سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في رفع من أداء سوق الأسهم السعودية خلال الفترة

2017-2018.

المبحث الأول: نشأة وتنظيم سوق الأوراق المالية السعودية.

تعد سوق الأوراق المالية السعودية من الأسواق الحديثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة والأكثر نمو بين أسواق دول الخليج والشرق الأوسط.

المطلب الأول: نشأة وتطور الأوراق المالية السعودية.

لقد بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في منتصف الثلاثينات، عندما تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، وهي الشركة العربية للسيارات، ثم توالى فيما بعد انشاء شركات مساهمة أخرى حتى وصلت الى 14 شركة في عام 1975 برأسمال بلغ 1.7 مليون ريال، وقد أدى النمو الاقتصادي السريع في السبعينات الى تأسيس عدد ضخم من المصارف والشركات المساهمة، وتم طرح عدد كبير من الاسهم على الجمهور في هذه الفترة، وكان معظم تداول الاسهم في تلك الفترة يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري او عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة، لكن ومع زيادة موارد الدولة ازدهرت عمليات بيع وشراء الاسهم مما أدى الى زيادة كبيرة في عدد مكاتب الوساطة، وقد شهدت بداية الثمانينات ارتفاع حجم التداول وبلغت أسعار الاسهم مستويات عالية.¹

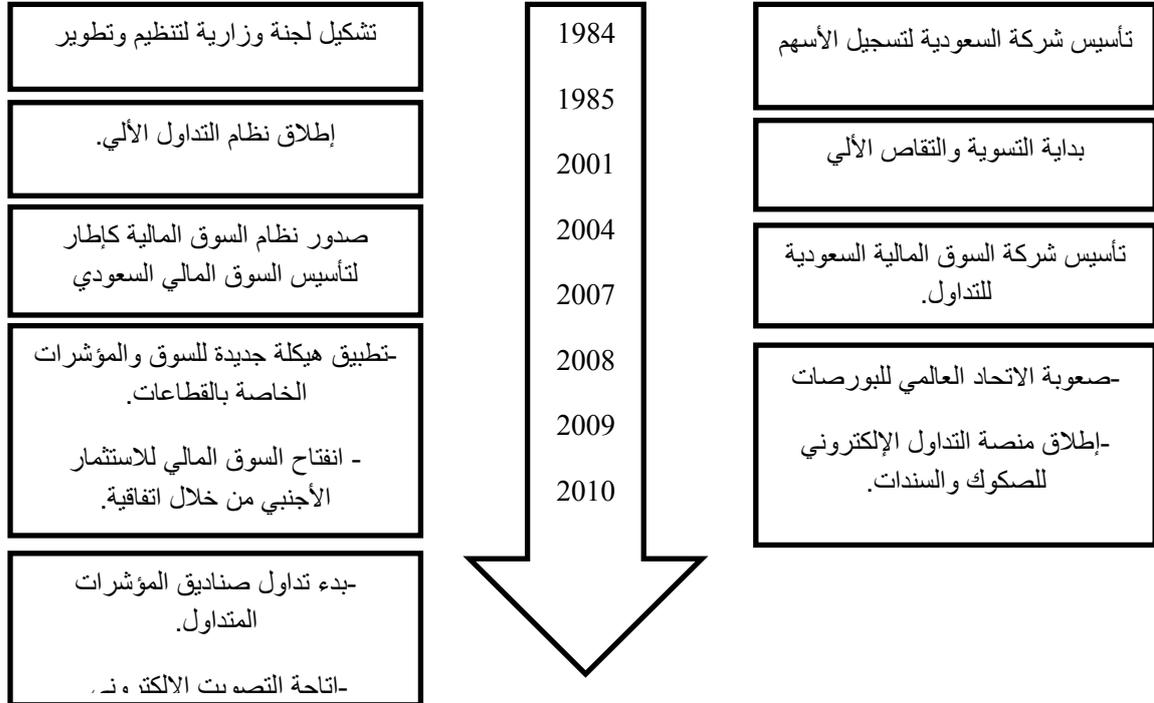
وقد بقيت السوق المالية السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينات، عندما ارتأت الحكومة النظر في ايجاد سوق منظم للتداول وایجاد الانظمة اللازمة لذلك، اذ تم في سنة 1984 صدور الامر السامي والقاضي بتنظيم تداول السهم للشركات المساهمة عن طريق المصارف المحلية، وذلك بتشكيل لجنة وزارية للإشراف على هذا السوق، وقد كانت مؤسسة النقد العربي السعودي هي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق، حيث أوكلت لإدارة الرقابة في هذه المؤسسة، مهمة الاشراف والمتابعة اليومية على نشاط السوق والتأكد من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول، وقد تم حصر الوساطة في تداول الاسهم عن طريق المصارف التجارية وشركة الراجحي المصرفية بهدف تحسين الاطار التنظيمي للتداول، ثم تم تأسيس لشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق المصارف التجارية، وتقدم هذه الشركة تسهيلات للتسجيل المركزي للشركات المساهمة وتقوم بتسوية وتقااضي جميع عمليات الأسهم.

¹ السوق المالية السعودية "نبذة حول تداول"، متوفر على الرابط التالي:

ومع بداية سنة 1990 بدأت السوق السعودية بالتطور بشكل أفضل حيث تم تطبيق نظام ESIS أو ما يعرف "بالنظام الآلي لمعلومات الاسهم"، وهو نظام الكتروني يختص بالتداول والقيام بعمليات المقاصة والتسوية، واستمر العمل به حتى أواخر سنة 2001 حيث بدأ العمل بنظام تداول جديد سمي باسم "تداول"، فقد تم استبدال الانظمة الالكترونية القديمة بأخرى أحدث منها وأكبر في قدراتها الاستيعابية، وتم تطبيقها والعمل بها لأول مرة في الأسواق المالية العربية.¹

ولقد انتقلت السوق المالية السعودية الى مرحلة جديدة، وذلك عندما صدر نظام السوق المالية وفقا للمرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 2003/07/31، والذي يقضي بإعادة هيكلة السوق المالية من الناحية التنظيمية والإشرافية، حيث تم انشاء السوق المالية وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلالية المالية والادارية، وتهدف الى تنظيم وتطوير السوق المالية وتقوم بوضع وفرض اللوائح والقواعد التي تهدف الى حماية المستثمرين، وضمان الكفاءة والعدالة في سوق الاوراق المالية.²

الشكل رقم (2 - 1): مراحل نشأة وتطور السوق المالي السعودي.



¹ شافية كتاف: دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية -دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف1، 2014، ص: 334 - 335.

² السوق المالية السعودية، "نبذة حول تداول"، مرجع سابق.

المصدر: بسام بن سليمان العبيد، أسواق المال - سوق الأسهم السعودية - هيئة السوق المالية، منتدى المتداول العربي، 2011، ص: 14.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لسوق الاوراق المالية السعودي.

من أجل تنظيم وتطوير السوق المالية السعودية تم اعداد هيكل تنظيمي متكامل لها تحت اشراف جهة مستقلة ماليا واداريا تعرف بهيئة السوق المالية.

أولاً: هيئة السوق المالية:

تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 2003/07/31 لتتولى الدور الاشرافي والرقابي على الاطراف الخاضعة لإشرافها، وتعد هيئة حكومية ذات استقلال مالي واداري ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتتولى الاشراف على تنظيم السوق المالية وتطويرها واصدار اللوائح والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية.¹

وتتمتع هيئة السوق المالية بالصلاحيات التالية:

- تنظيم وتطوير السوق المالية وتنمية وتطوير اساليب الاجهزة والجهات العاملة في تداول الاوراق المالية.
- حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة التي تتطوي على احتيال أو غش أو تلاعب أو التداول بناء على معلومات داخلية.
- العمل على تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية في معاملات الاوراق المالية.
- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الاوراق المالية.
- تنظيم ومراقبة أنشطة الجهات الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية.
- تنظيم ومراقبة الافصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.²
- تنظيم اصدار الاوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها.
- تنظيم طلبات التوكيل والشراء والعروض العامة للأسهم.

¹هيئة السوق المالية السعودية: التقرير السنوي 2012، ص: 20.

² اتحاد الشركات الاستثمارية: أهم البورصات وهيئات أسواق المال . نشأتها، أهميتها، وأهدافها: الاصدار الثالث، أوت 2008، ص:

• الترخيص بتأسيس منشأة ذات أغراض عامة، وتنظيم ومراقبة أعمالها واستعمالاتها وإصدارها للأوراق المالية، وتسجيلها في السجل الخاص بها الذي تصنعه الهيئة وأحكام نظام تأسيسها، وتنظيم أحكام تسجيل الاموال المنقولة اليها.¹

وقد عكفت هيئة السوق المالية بمجرد تأسيسها على تنفيذ نظام السوق المالية المتضمن انشاء الاجهزة والادارات المنظمة لعمل السوق والمتمثلة فيمايلي:

1. سوق الاسهم السعودي:

نص نظام السوق المالية على انشاء السوق المالية السعودية كشركة مساهمة وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الاوراق المالية في المملكة، ويمكن ان يتداول في هذه السوق اسهم الشركات القابلة للتحويل، أو أدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الشركات او الحكومة أو الهيئات العامة او المؤسسات العامة، الوحدات الاستثمارية الصادرة في صناديق الاستثمار واية ادوات تمثل حقوق أرباح المساهمة أو حقوق في توزيع الاصول.

ويدير السوق مجلس متكون من تسعة أعضاء يعين بقرار من مجلس الوزراء بترشيح من رئيس مجلس ادارة هيئة السوق المالية، ويعين من بينهم رئيس للمجلس ونائبه.²

2. مركز ايداع الاوراق المالية:

نص نظام السوق المالية على قيام السوق بإنشاء ادارة تسمى "بمركز ايداع الوراق المالية"، وهي تمثل الجهة الوحيدة في المملكة المصرح لها بمزاولة عمليات ايداع الاوراق المالية السعودية المتداولة في السوق ونقلها وتسويقها ومقاصتها وتسجيل ملكيتها.

ويمكن للمركز أن يحتفظ بحسابات نقدية لتسوية مقاصة المعاملات، وتعد القيود المدونة في السجلات النهائية للمركز دليلا قاطعا على ملكية الاوراق المالية المبينة فيها والاعباء والحقوق المتعلقة بها، وحتى يتم انشاء المركز فان وظائف مركز ايداع الاوراق المالية تتم عبر نظام الايداع في سوق الاوراق المالية "تداول".³

¹ هيئة السوق المالية السعودية، تداول، دليل الادراج 2019، ص: 16.

² أحمد سفر: المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص:

270.

³ هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 54، نظام السوق المالية، ص: 18.

3. لجان البورصة:

يوجد في سوق الأوراق المالية السعودية نوعين من اللجان وهي ممثلة فيما يلي:

أ- **لجنة الفصل في المنازعات:** هي لجنة تختص بالفصل في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام هذا النظام ولوائحه التنفيذية ولوائح الهيئة والسوق وقواعدها وتعليماتها في الحق العام والحق الخاص، ويكون لها جميع الصلاحيات الضرورية للتحقيق والفصل في الشكوى أو الدعوى بما في ذلك سلطة استدعاء الشهود وإصدار لقرارات وفرض العقوبات والأمر بتقديم الأدلة والوثائق.

وتتكون اللجنة من مستشارين قانونيين متخصصين في فقد المعاملات في الاسواق المالية يتمتعون بالخبرة في القضايا التجارية والمالية والأوراق المالية، ويعين أعضاء اللجنة بقرار من المجلس لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد.¹

ب- **لجنة الاستئناف:** نص نظام السوق المالية أيضا على انشاء لجنة الاستئناف يشكلها مجلس الوزراء للنظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، وتتكون هذه اللجنة من ثلاث اعضاء يمثلون وزارة المالية، ووزارة التجارة والصناعة وهيئة الخبراء بمجلس لوزراء لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وتتمتع لجنة الاستئناف بسلطة رفض النظر في القرارات أو اعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد، ويمكن الاستئناف ضد القرار الذي تصدره لجنة الفصل في المنازعات أما هيئة الاستئناف في غضون ثلاثين يوما من تاريخ ابلاغها.²

4. ادارة التراخيص والتفتيش:

هي تولى دراسة طلبات التراخيص لشركات الوساطة المالية وغيرها من الشركات التي تمارس عملها في السوق المالي السعودي بما في ذلك التعامل بالأوراق المالية وادارة المحافظ المالية وتقديم الاستشارات المالية وحفظ الاصول اضافة الى اي نشاط اخر تصنفه الهيئة على أنه من النشاطات الواجب الترخيص لها قبل مزاولتها، كما تتولى الادارة التأكد من التزام الجهات المرخص لها بنظام السوق المالية ولوائح الهيئة وقواعدها.

5. ادارة الاشراف والمتابعة:

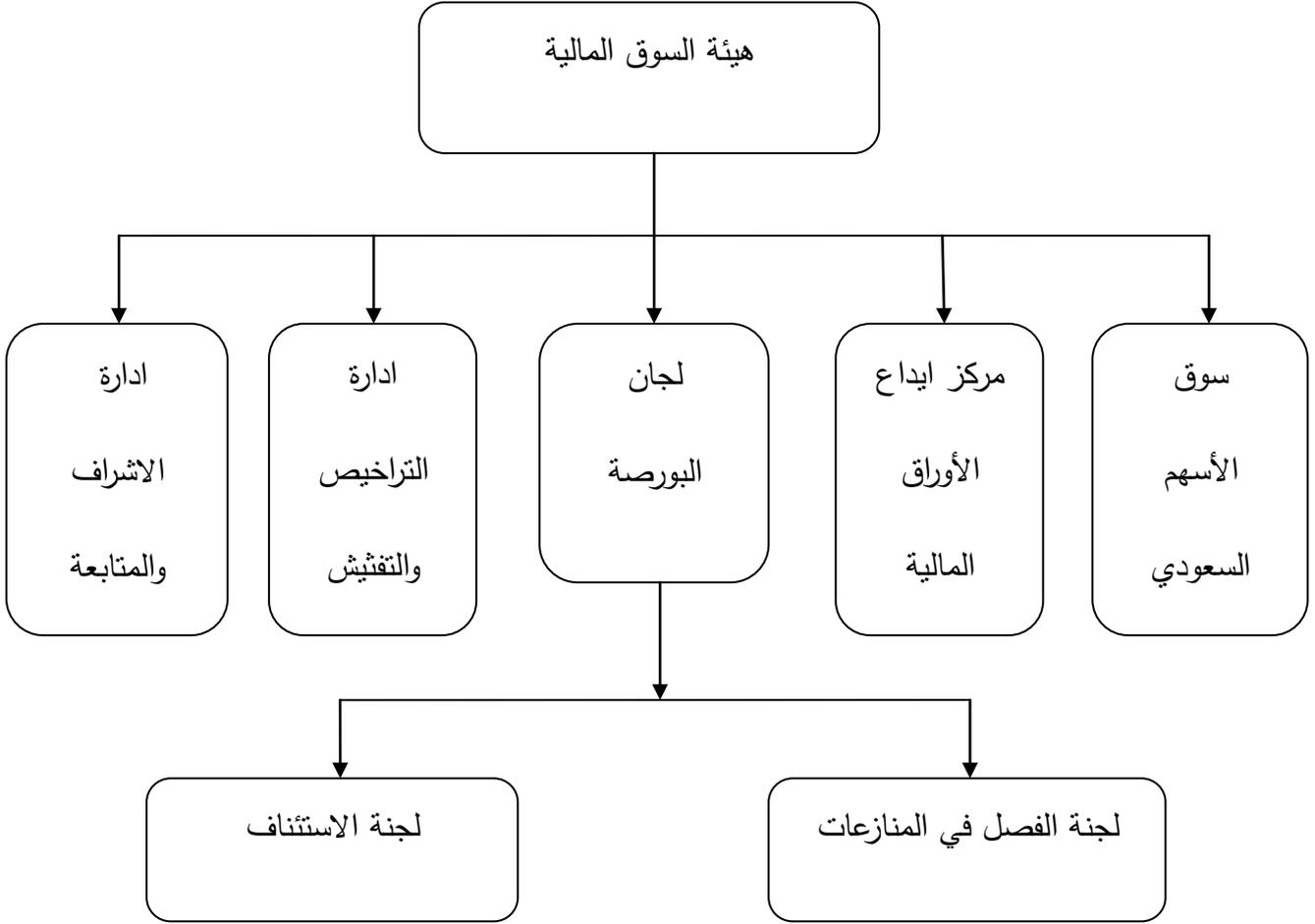
تقوم ادارة الاشراف والرقابة بمتابعة عمليات التداول للتأكد من التزام المشاركين في السوق باللوائح الصادرة عن هيئة السوق المالية، وتتولى كذلك التأكد من استيفاء

¹هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 54، مرجع سابق، ص 18.

² أحمد سفر: مرجع سابق، ص: 273.

الشركات المدرجة لشروط وضوابط الإفصاح المستمر، ومن مهام الإدارة كذلك مراقبة أعمال شركات الوساطة المالية للتأكد من قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية للمستثمرين.¹

الشكل (2 - 2): الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية.



المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على ما سبق.

¹هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 54، مرجع سابق، ص 18.

المطلب الثالث: تطور مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة 2017-2018.

أولاً: تطور المؤشر العام لسوق السعودية.

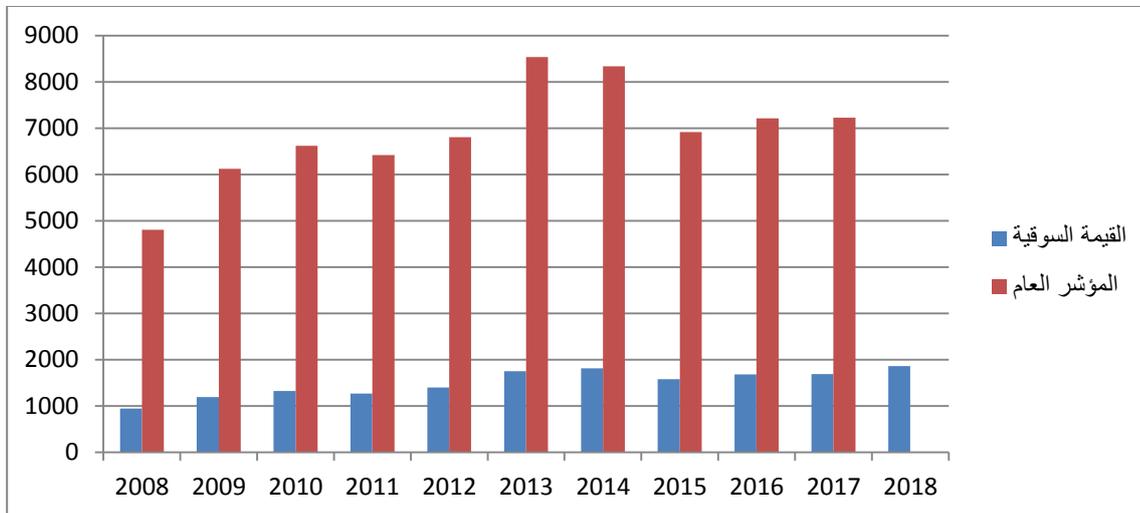
سنحاول دراسة حركة المؤشر العام لسوق السعودية خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى 2018 والجدول الموالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (2 - 1): تطور المؤشر العام لسوق السعودية للفترة 2008-2018.

العام	القيمة السوقية(مليار ريال)	التغيير %	المؤشر العام	التغيير %
2008	924.53	-52.50	4802.99	-56.49
2009	1195.51	29.31	6121.76	27.46
2010	1325.39	10.86	6620.75	08.15
2011	1270.84	-4.12	6417.73	-3.07
2012	1400.34	10.19	6801.22	5.98
2013	1752.86	25.17	8535.60	25.50
2014	1812.89	3.42	8333.20	-2.37
2015	1579.06	12.90	6911.76	-17.06
2016	1681.95	6.52	7210.43	4.32
2017	1689.60	0.45	7226.32	0.22
2018	1858.95	10.02	7826.73	8.31

المصدر: السوق المالية السعودية (تداول) التقرير الإحصائي السنوي 2018. ص17.

الشكل رقم (2-3): تطور المؤشر العام لسوق السعودية للفترة (2008-2018).



المصدر: السوق المالية السعودية (تداول) التقرير الإحصائي السنوي 2018. ص17.

من خلال الجدول و بقراءة التغيرات والتطورات التي تطرأ على قيمة المؤشرات أن منخفض انخفاض ملحوظا وذلك راجع إلى أثار أزمة الرهن العقاري سنة 2008، التي تعرض لها الدول المتقدمة فقد انتقلت اثارها السلبية بتتس الاقتصاد السعودي بحكم أنه منفتح على أسواق النفط العالمية وكذلك احتوائه على أنظمة مالية منفتحة على أسواق هذه الدول.

وابتداء من سنة 2009 نجد قيمة المؤشر بدأت تشهد تحسنا ملحوظا وذلك راجع إلى ارتفاع أسعار النفط واستمراره في هذا المنوال حيث نجد المؤشر خلال سنة 2012 قد سجلت ارتفاعا بنسبة 5.98% عن العام السابق، وسجلت ارتفاعا ب25.50% خلال سنة 2013 مقارنة بالنسبة التي سبقتها وذلك راجع لقيام الشركات بعمليات طرح جديدة لأسهمها مما نجم منه ارتفاع القيمة السوقية للأسهم بنسبة 10.19% و 25.17% على التوالي.

وفي سنة 2014 نجد مؤشر اسعار الأسهم بدأ ينخفض مقارنة بالعام السابق حيث بلغت قيمته 2.37%- وهذا راجع إلى انخفاض اسعار النفط في الأسواق العالمية بالرغم من استفادة القطاعات الغير نفطية من انفاق حكومي وكذا توفر القروض المصرفية، ولكن سرعان ما نجد أن هذا الانخفاض زادت حدته في عام 2015 مقارنة 2014 حيث نجد أن قيمة بلغت 17.06%- وهذا راجع إلى أن السعودية أحد أكبر الدول المنتجة للنفط، كما لاحظ سنة 2016 سجلت ارتفاعا ملحوظا حيث بلغ قيمة مؤشر 4.32% ليصل سنة 2018 إلى 8.31% وهذا راجع لارتفاع أسعار النفط في العالم.

ثانياً: حجم السوق السعودية قياساً بعدد الشركات المدرجة.

فيما يلي نستعرض حجم تداول الأسهم حسب القطاعات سنة 2008 في سوق الأوراق المالية السعودية.

الجدول رقم (2 - 2): حجم تداول الأسهم حسب القطاعات سنة 2018 في سوق الأوراق المالية السعودية

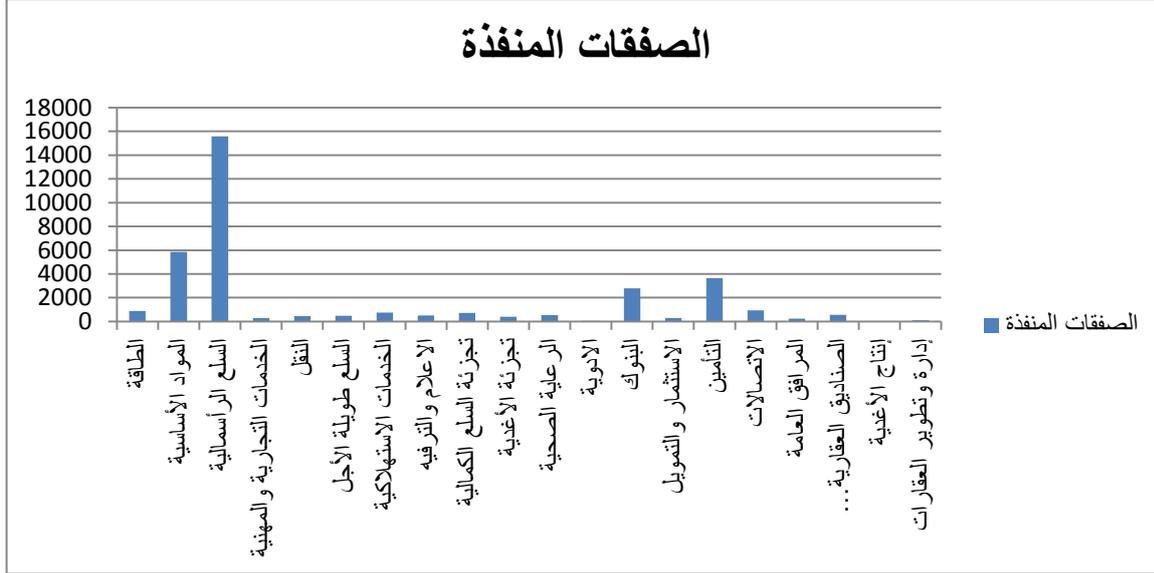
القطاعات	قيمة الاسهم المتداولة	النسبة الاجمالية%	الأسهم والسندات	النسبة الاجمالية%	الصفقات المنفذة	النسبة الاجمالية%
الطاقة	27.0	3.1	949.8	2.5	886.3	3.5
المواد الاساسية	273.5	31.4	9111.9	25.1	5864.0	23.4
السلع الرأسمالية	26.3	3.3	1374.7	3.6	1471.7	6.3
الخدمات التجارية	6.5	0.8	234.7	0.6	282.2	1.1
النقل	10.5	1.2	462.0	1.2	460.9	1.8
السلع طويلة الأجل	6.6	0.8	492.9	1.3	474.5	1.9
الخدمات الاستهلاكية	16.8	1.9	668.7	1.8	759.8	3.0
الاعلام والترفيه	10.6	1.2	173.8	0.5	505.1	2.0
تجزئة السلع الكمالية	16.6	1.9	504.8	1.3	730.3	2.9
تجزئة الاغذية	7.1	0.8	276.0	0.7	406.1	1.6
الرعاية الصحية	13.9	1.6	310.7	0.8	523.6	2.1
الأدوية	1.0	0.1	30.9	0.1	44.8	0.2
البنوك	221.7	25.5	8352.3	22.1	2791.5	11.2
الاستثمار والتمويل	4.4	0.5	312.4	0.8	304.1	1.2
التأمين	62.9	7.2	2740.5	7.3	3643.7	14.6
الاتصالات	26.71	3.0	1799.6	4.8	933.9	3.7
المرافق العامة	7.1	0.8	364.7	1.0	240.6	1.0
الصناديق العقارية المتداولة	0.0	0.8	717.9	1.9	560.9	2.4
إنتاج الأغذية	26.0	3.0	841.5	2.2	1211.2	4.8
إدارة وتطوير العقارات	98.9	11.4	8071.6	21.4	2786.8	11.1
الإجمالي	870	100.0	37791.5	100.0	25011.9	100.0

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على العديد من المراجع أهمها:

السوق المالية السعودية (التداول): التقرير الإحصائي السنوي 2018 من الموقع:

1- عدد الصفقات المنفذة حسب القطاعات خلال سنة 2018:

الشكل رقم (2 - 4): عدد الصفقات المنفذة حسب القطاعات خلال سنة 2018.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على العديد من المراجع أهمها:

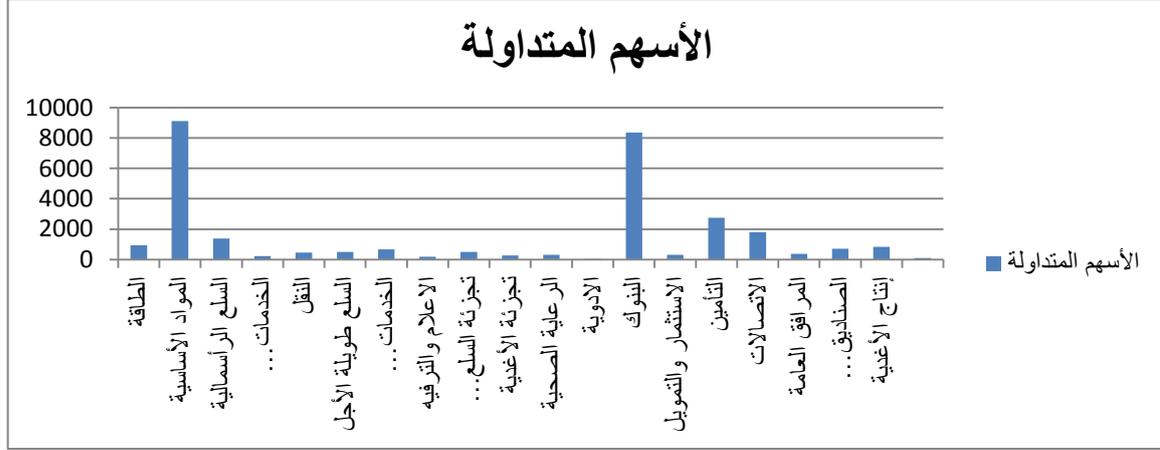
السوق المالية السعودية (التداول): التقرير الإحصائي السنوي 2018 من الموقع:

<http://www.tadauwl.com.sa/.date.02/06/2020>

من خلال الشكل يتضح انه سنة 2018، وبالنظر إلى أداء السوق الرئيسية حسب عدد الصفقات في عام 2018، كان لقطاع المواد الأساسية النصيب الأكبر بعد 5.9 مليون صفقة تمثل ما نسبته 23.4% من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال العام، يليه قطاع التأمين بعدد 3.6 مليون صفقة تمثل ما نسبته 14.6%، وحل في المرتبة الثالثة قطاع البنوك بنحو 2.8 مليون صفقة تمثل ما نسبته 11.2%.

2- عدد الأسهم المتداولة حسب القطاعات خلال سنة 2018:

الشكل رقم (2 - 5): عدد الأسهم المتداولة حسب القطاعات خلال سنة 2018.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على العديد من المراجع أهمها:

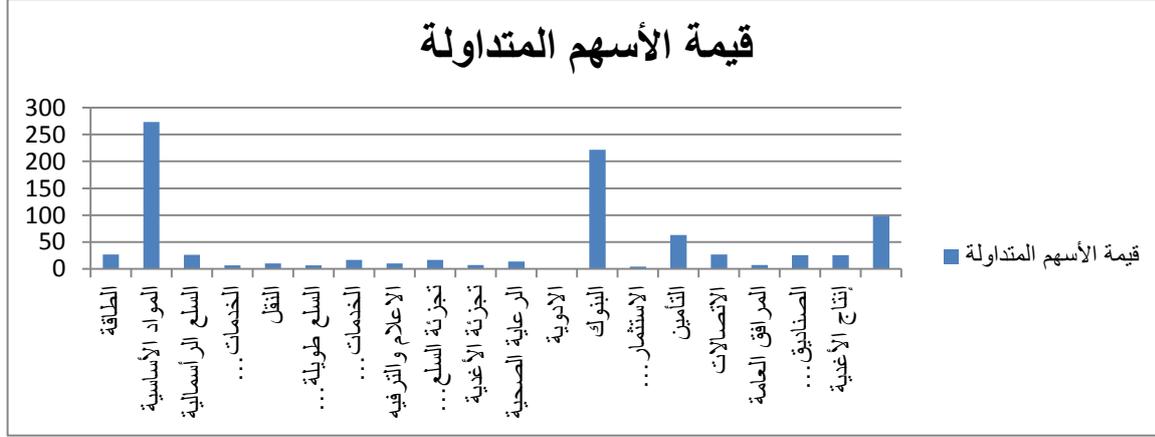
السوق المالية السعودية (التداول): التقرير الإحصائي السنوي 2018 من الموقع:

<http://www.tadauwl.com.sa/.date.02/06/2020>

من خلال الشكل أعلاه يتضح لنا أن نسبة نشاط القطاعات فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة في 2018، فقد كان قطاع المواد الأساسية أكثر القطاعات نشاطاً من حيث عدد الأسهم المتداولة إذا بلغ عدد الأسهم المتداولة في القطاع نحو 9.4 مليار سهم تمثل ما نسبته 24.1% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، وجاء قطاع البنوك في المرتبة الثالثة من حيث إجمالي عدد الأسهم المتداولة بنحو 8.4 مليار سهم تشكل ما نسبته 22.1% وحل في المرتبة الثالثة قطاع إدارة وتطوير العقارات بنحو 8.1 مليار سهم تشكل ما نسبته 21.4%.

3- قيمة الأسهم المتداولة حسب القطاعات خلال 2018:

الشكل رقم (2- 6): قيمة الأسهم المتداولة حسب القطاعات خلال 2018.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على العديد من المراجع أهمها:

السوق المالية السعودية (التداول): التقرير الإحصائي السنوي 2018 من الموقع:

<http://www.tadauwl.com.sa/.date.02/06/2020>

من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2018 فقد احتل قطاع المواد الأساسية المرتبة الأولى بقيمة بلغت نحو 27.85 مليار تمثل ما نسبته 31.4% من إجمالي قيمة الاسهم المتداولة، وحل قطاع البنوك المرتبة الثانية بقيمة بلغت حوالي 281.7 مليار ريال تمثل ما نسبته 25.5% فيما حل قطاع إدارة وتطور العقارات في المرتبة الثالثة بقيمة تعادل بنحو 98.9 مليار ريال تمثل ما نسبته 11.4%.

ثالثاً: دراسة مؤشر السيولة السوق.

يوضح الجدول التالي تطور مؤشر السوق السعودية كما يلي:

الجدول رقم (2 - 3): تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودية (2008-2018).

السنة	عدد الاسهم المتداولة	قيمة الاسهم المتداولة	القيمة للسهم	السوقية	معدل الاسهم	دوران
2008	62298.780	1962.945	924.000		212	
2009	60057.191	1264.011	1196.000		106	
2010	34772.998	759.184	1325.000		57	
2011	50920.541	1098.836	1270.000		86	
2012	84435.251	1929.318	1400.000		138	
2013	58469.832	1369.665	1753.000		78	
2014	70569.600	2146.511	1813.000		118	
2015	65995.948	1660.662	1579.000		105	
2016	67729.270	1156.987	1681.000		69	
2017	43969.269	836.275	1689.000		50	
2018	37791.306	870.869	1858.000		49	

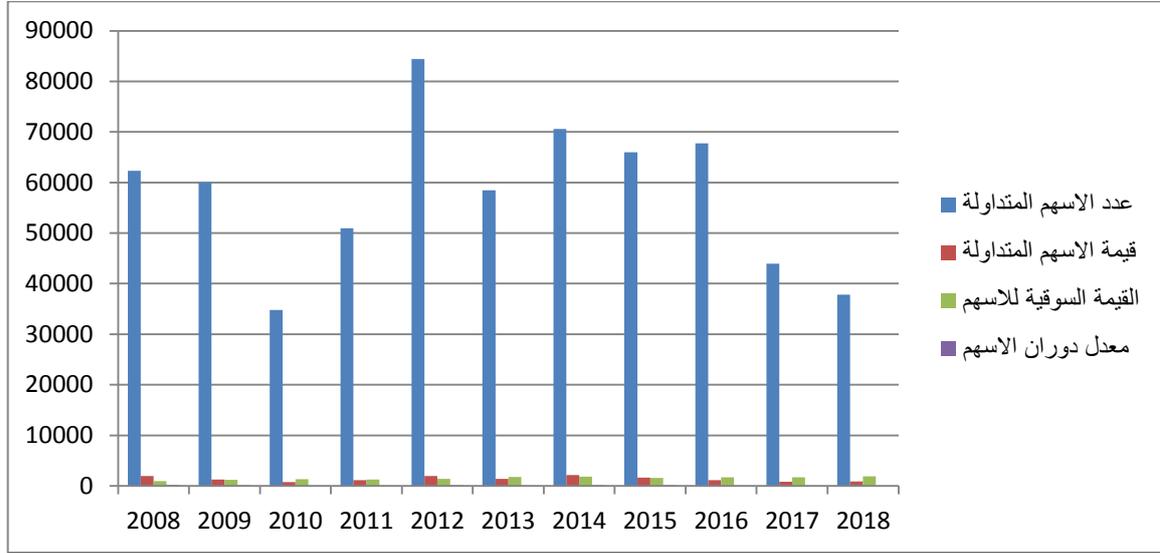
المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على العديد من المراجع أهمها:

السوق المالية السعودية (التداول): التقرير الإحصائي السنوي 2018 من الموقع:

<http://www.tadauwl.com.sa/.date.02/06/2020>

الشكل رقم (2 - 7): تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودية (2008 -

2018).



المصدر: من اعداد الطالبتين اعتمادا على الجدول.

انطلاقاً من الجدول أعلاه نلاحظ ان معدل الدوران في سوق الأسهم السعودية في تأرجح طوال مدة الدراسة حيث بلغ الذروة سنة 2008 بوصوله إلى ما يقدر ب 212%، ولكن مع انهيار سوق الاسهم في اواخر سنة 2009 (الازمة المالية العالمية) تراجع معدل الدوران لتلاشي عمليات اصدار الاسهم بسبب توقف الشركات المصدرة لهذه الاسهم لتخوفها من الحالة التي ال إليها السوق لينخفض إلى 106% وذلك راجع إلى جمود في إصدار الأسهم الأولية في السوق.

أما فيما يخص باقي السنوات حتى 2015 فقد شهدت تذبذباً صعوداً وهبوطاً حيث سجل معدل دوران الاسهم لعام 2010 ما يعادل 57% بينما سجل عام 2012 نسبة 138% وسرعان ما انخفض عام 2013 ليبلغ 86 ونجده سجل سنة 2015 نسبة 105% وهذا راجع إلى الضغط على اسهم السوق المالية السعودية، ليعود بانخفاض سنة 2016 إلى غاية 2018 سجل 43% وذلك راجع انخفاض اسعار العالمية للنفط.

و بناء على ما سبق يتضح لنا على انه برغم من المؤشرات الأداء الايجابية لسوق الاسهم السعودية إلا أن أوضاع السيولة لا تزال تؤثر عليها مشاركة عدد محدد من المستثمرين.

رابعاً: أداء نشاط الشركات في سوق الأوراق المالية السعودية خلال 2018.

يمكن قياس نشاط الشركات في سوق السعودية من خلال مجموعة من المؤشرات التي تبرز الشركات الأكثر نشاط في السوق السعودية كما يلي:

الجدول رقم (2-4):نشاط الشركات السعودية من خلال مجموعة من المؤشرات.

عدد الصفقات	عدد الاسهم المتداولة - مليار سهم-	قيمة الاسهم المتداولة - مليار ريال-	
1786.6	7	76.0	دار الأركان
1234.2	5.3	111.4	مصرف الانماء
916.7	2.7	130.4	سابك

المصدر: التقرير الخامس وخمسون لمؤسسة النقد العربي السعودي ص 116 السنوي.

من خلال الجدول رقم (2-4) والذي يبين الشركات المساهمة أو أكثر نشاطا خلال عام 2018 يتضح لنا انه بالنسبة للشركات المساهمة الثلاث الاكثر نشاط من حيث عدد الصفقات المنجزة (المنفذة) في عام 2018 جاء في مقدمتها دار الاركان بنحو 1.8 مليون صفقة يليها مصرف الانماء بحوالي 1.2 مليون صفقة، فيما جاءت شركة سابك في المرتبة الثالثة من حيث قيمة الأسهم المتداولة جاءت شركة سابك في المقدمة بنحو 130.4 مليار ريال يليها مصرف الانماء بنحو 111.4 مليار ثم شركة دار الامكان بنحو 76 مليار ريال، وأما من حيث عدد الاسهم المتداولة فقد جاءت في صدارتها شركات الاركان بنحو 7 مليار سهم يليها مصرف الانماء بنحو 5.3 مليار سهم ثم شركة كيان السعودية بنحو 2.7 مليار .

المبحث الثاني: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في الرفع من أداء سوق الأسهم السعودية خلال الفترة 2017-2018.

المطلب الأول: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية في سوق الأسهم السعودية.

الجدول رقم (2-5): أهم الصناديق المتداولة في سوق الاوراق المالية السعودي.

اسم الصندوق	مدير الصندوق	هدف الصندوق	سعر الوحدة	أصول الصندوق
صندوق الراجحي للأسهم السعودية	شركة الراجحي المالية	تنمية رأس المال	489.4230	293.111.582.77
صندوق الراجحي للاسهم الخليجية	شركة الراجحي المالية	تنمية رأس المال	116.8609	107.400.390.36
صندوق الأهلي للاسهم السعودية	شركة الاهلي المالية	تنمية رأس المال	10.1751	886.931.220
صندوق الرائد للأسهم السعودية	شركة سامبا للأصول وادارة الاستثمار	تنمية رأس المال	41.5291	1.775.701.320.73
صندوق الصفاء للمتاجرة بالاسهم السعودية	شركة السعودي الفرنسي كابيتال	تنمية رأس المال	12.7429	362.168.607
صندوق العطاء للأسهم السعودية	شركة سامبا للأصول وادارة الاستثمار	تنمية رأس المال	10.8599	110.136.666
صندوق البلاد للأسهم النقية	شركة البلاد المالية	تنمية رأس المال	0.5885	458.982.268.5
صندوق الجود للأسهم الخليجية	شركة سامبا للأصول وادارة الاستثمار	تنمية رأس المال	8.6867	35.423.739.84
صندوق الخير كابيتال للأسهم السعودية	شركة الخير كابيتال السعودية	تنمية رأس المال	11.4887	9.256.521.52
صندوق ثروات للطروحات الاولية	شركة ثروات للاوراق المالية	تنمية رأس المال	8.9392	1.835.844.68

1.021.630.492	8.0217	تتمية راس المال	شركة الرياض المالية	صندوق الرياض للدخل المتوازن
37.057.302	17.0265	نمو ودخل	شركة الرياض المالية	صندوق الرياض للدخل المتوازن
3.591.931.755.16	149.0247	المحافظة على راس المال	الجزيرة للأسواق المالية	صندوق الجزيرة للمرابحة بالريال السعودي
22.119.550.05	15.6494	تتمية راس المال	شركة الانماء للاستثمار	صندوق الانماء للأسهم السعودية
126.500.739.53	2.2711	تتمية راس المال	شركة فالك للخدمات المالية	صندوق فالك للأسهم السعودية
1.530.935.712.6	1.2732	الدخل	شركة فالك للخدمات المالية	صندوق فالك للمرابحة بالريال السعودية
23.354.878.69	11.2641	تتمية راس المال	شركة ألفا المالية	صندوق ألفا للأسهم السعودية
				المجموع

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الموقع الالكتروني لسوق الأسهم السعودي "تداول":

تاريخ الاطلاع 2020/08/10، <https://www.tadawul.com.sa>

المطلب الثاني: تطور مؤشرات صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودية خلال (2017-2018).

وافقت الهيئة خلال عام 2018 على طرح وحدات 17 صندوقاً استثمارياً طرحاً عاماً، منها 2 صندوق تستثمر في الأسهم و4 صندوق تستثمر في أسواق النقد، و6 صناديق عقارية متداولة، وكذلك شهد عام 2018 الموافقة على طرح العام الأول صندوق أوقاف المملكة، وتسلمت الهيئة خلال عام 2018 م 91 إخطاراً مكتملاً متعلقاً بطرح صناديق استثمارية طرحاً خاصاً، كما ارتفع إجمالي قيمة أصول قطاع صناديق الاستثمار في نهاية 2018 بنسبة 15.2% مقارنة بالعام السابق.

جدول رقم (2-6): مؤشرات قطاع صناديق الاستثمار.

العنصر	2018			2017			نسبة التغير الإجمالي
	الإجمالي	خاصة	عامة	الإجمالي	خاصة	عامة	
عدد الصناديق	542	293	249	543	270	273	-0.2%
عدد المشتركين	336.506	3.939	332.567	242.492	4.047	238.445	38.8%
قيمة الأصول (مليون ريال)	290.141.1	178.279.5	111.861.6	251.864.6	141.631.8	110.232.3	15.2%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على السوق المالية السعودية (تداول) التقرير السنوي 2018 من الموقع:

<http://www.tadawul.com.sa.date13/07/2020>

أولاً: الصناديق العامة.

الجدول رقم (2 - 7): مؤشرات الصناديق العامة مصنفة حسب نوع الاستثمار.

نوع الاستثمار	عدد الصناديق		عدد المشتركين		قيم الأصول	
	2017	2018	نسبة التغير	2017	2018	نسبة التغير
أسهم	161	141	12.4-%	162.697	155.278	4.6-%
أدوات دين	3	5	37.5%	181	114	37.0-%
أسواق نقد	44	43	2.3-%	39.817	38.867	2.4-%
عقاري	11	10	9.1-%	8.088	7.499	7.3-%
قابض	32	25	21.9-%	4784	4.984	4.2-%
متوازن	2	2	0.0%	326	305	6.4-%
أخرى	5	4	20.0%	339	372	9.7%
المؤشرات المتداولة	3	3	0.0%	292	368	26.0%
الاستثمار العقاري	7	16	128.6%	21.921	124.780	469.2%
الإجمالي	273	249	8.8-%	288.445	332.567	39.5%

المصدر: السوق السعودية للتداول التقرير السنوي 2018 من مواقع:

<http://www.tadawul.com.sa.date13/07/2020>

شكلت قيم أصول صناديق الاستثمار العامة التي تطرح وحداتها طرحاً عاماً ما نسبته 38.6% من إجمالي قيم أصول الصناديق بنهاية عام 2018 وارتفعت قيمتها نهاية العام نسبة 1.5% مقارنة بالعام السابق لتبلغ 111.9 مليار ريال، كذلك ارتفاع عدد المشتركين فيها بنسبة 39.5% إلى 332.6 ألف مشترك وهو الأعلى منذ عام 2010، وكان الارتفاع في الأصول وعدد المشتركين في صناديق الاستثمار العقارية المتداولة بنحو 352.3% و 469.2% على التوالي.

ثانياً: صناديق العامة المستثمرة في الأسهم.

جدول رقم (2 - 8): مؤشرات الصناديق العامة المستثمرة في أسهم المصنفة حسب النطاق الجغرافي.

النطاق الجغرافي	عدد صناديق			عدد المشتركين			قيم الاصول	
	نسبة التغير	2018	2017	نسبة التغير	2018	2017	2018	2017
أسهم محلية	8.6-%	85	93	4.0-%	143.107	149.066	15.575.4	14.951.0
أسهم خليجية	14.3-%	24	28	8.6-%	9.293	10.167	1.616.3	1.941.5
أسهم عربية	25.0-%	3	4	24.0-%	217	289	123.6	147.3
أسهم أسيوية	12.5-%	7	8	17.80-%	880	1.070	646.0	909.3
أسهم أمريكية	25.0-%	3	4	4.3%	241	231	920.3	842.4
أسهم أوربية	20.0-%	4	5	8.6-%	244	267	592.8	688.4
أسهم دولية أخرى	21.1-%	15	19	19.4-%	1.296	1.607	1200.9	1.499.9
إجمالي	12.4-%	141	161	4.6-%	155.273	162.697	20.675.4	20.980.1

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على السوق المالية السعودية (تداول) التقرير السنوي من الموقع 2018:

<http://www.tadawul.com.sa.date28/07/2020>

تراجعت قيم أصول الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم بنهاية عام 2018 إلى قرابة 20.7 مليار ريال بنسبة 1.5% عن العام السابق وارتفعت أصول صناديق الأسهم المحلية بنسبة 4.2% لتصل إلى 15.6 مليار ريال.

ثالثاً: الصناديق الخاصة.

الجدول (2 - 9): مؤشرات الصناديق الخاصة مصنفة حسب نوع الاستثمار.

نوع الاستثمار	عدد صناديق			عدد المشتركين			قيم الأصول	
	نسبة التغير	2018	2017	نسبة التغير	2018	2017	2018	2017
أسهم	-16.4%	46	55	71.5-%	109	383	9967.1	63.730
أسهم خاصة	38.0%	69	50	29.1%	1.214	940	12.636.0	12.126
أدوات دين	25.0-%	6	8	82.8%	106	58	4.847.0	4.600
أسواق نقدية	33.3-%	6	9	53.1-%	15	32	1.146.7	1.158
عقاري	4.3-%	110	115	9.9-%	2.315	2.569	58.321.4	57.687
سلع	0.0%	1	1	20.0-%	4	5	450.5	332
متعدد الأصول	64.3%	46	28	187.0%	66	23	7.027.8	816
تحوط ومشتقات مالية	66.7-%	1	3	20.0-%	8	10	578.5	666
مفد	-	1	0	-	0	0	0	0
تمويلي	600.0%	7	1	277.8%	102	27	1280.1	5.6
الإجمالي	8.5%	293	270	2.7-%	3.939	4.047	178.279.5	141.631.8

المصدر: السوق السعودية تداول التقرير السنوي 2018 من المواقع:

<http://www.tadawul.com.sa/pp:115.date13/07/2020>

ارتفعت قيم أصول الصناديق الخاصة (التي طرحت وحداتها طرحاً خاصاً) بنهاية عام 2018م بنسبة 25.9% رغم انخفاض في عدد المشاركين بنسبة 2.7% عن العام السابق مع ارتفاع عدد الصناديق بنسبة 8.5% إلى 293 صندوقاً، مقارنة بالعام السابق لتصل إلى 178.3 مليار ريال.

المطلب الثالث: مساهمة صناديق الاستثمار في الرفع من أداء السوق.

أولاً: معدل الرسملة السوقية.

حساب الرسملة السوقية لكل من الصناديق العامة والخاصة.

1-قطاع الصناديق:

جدول رقم (2 - 10): الرسملة السوقية لقطاع الصناديق.

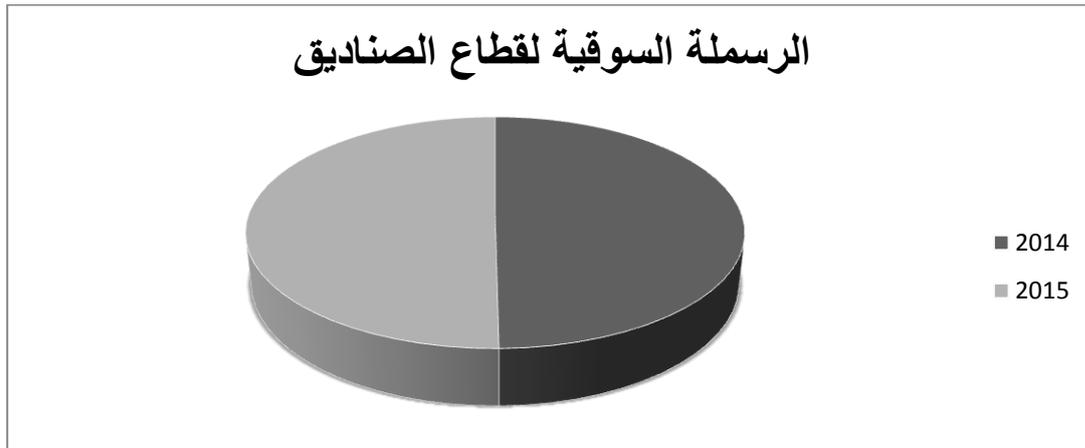
سنة	قيمة أصول الصندوق	النتاج المحلي الإجمالي	الرسملة السوقية
2014	251.864.6	2.582.198	9.75%
2015	290.141.1	29.494.57	9.83%

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على السوق المالية السعودية (تداول) التقرير السنوي من الموقع 2018:

<http://www.tadawul.com.sa.date28/07/2020>

نلاحظ ارتفاع مساهمة أصول الصندوق في الناتج المحلي الإجمالي عام 2018 بمقارنة بعام السابق حيث لغت 9.83% وذلك راجع لارتفاع كل من قيمة أصول الصندوق والناتج المحلي الإجمالي المقدر ب 2949457 بينما بلغت نسبتها سنة 2017 9.75%.

شكل رقم (2 - 8): الرسملة السوقية لقطاع الصناديق.



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على السوق المالية السعودية (تداول) التقرير السنوي من الموقع 2018:

<http://www.tadawul.com.sa.date28/07/2020>

2-الصناديق العامة.

جدول رقم (2 - 11): الرسملة السوقية للصناديق العامة.

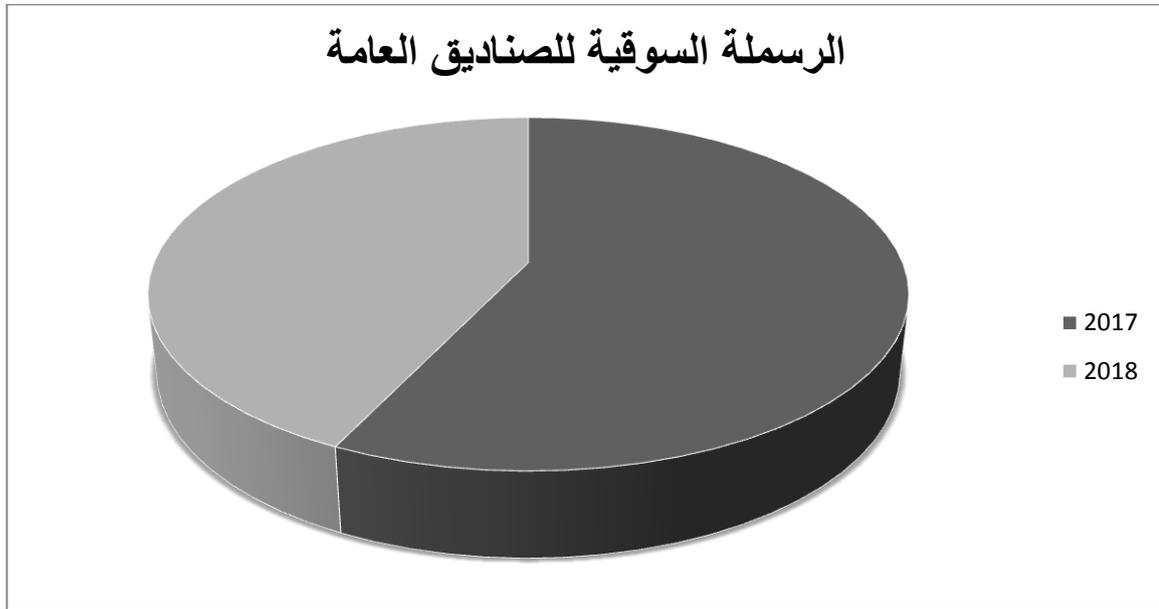
السنوات	قيمة أصول الصندوق	الناتج المحلي الإجمالي	الرسملة السوقية
2017	110.232.7	25.821.98	4.26%
2018	111.861.7	29.494.57	3.79%

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على السوق المالية السعودية (تداول) التقرير السنوي من الموقع 2018:

<http://www.tadawul.com.sa.date28/07/2020>

انخفضت مساهمة أصول صناديق الاستثمار سنة 2018 مقارنة بالعام السابق حيث بلغت 3.97% وهذا راجع لارتفاع حجم الناتج المحلي الإجمالي وارتفاع قيمة أصول الصناديق، بينما كانت تقدر سنة 2017 ب 4.26%.

شكل رقم (2 - 9): الرسملة السوقية للصناديق العامة.



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على السوق المالية السعودية (تداول) التقرير السنوي من الموقع 2018:

<http://www.tadawul.com.sa.date28/07/2020>

3- الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم.

جدول رقم (2 - 12): الرسملة السوقية للصناديق المستثمرة في الأسهم.

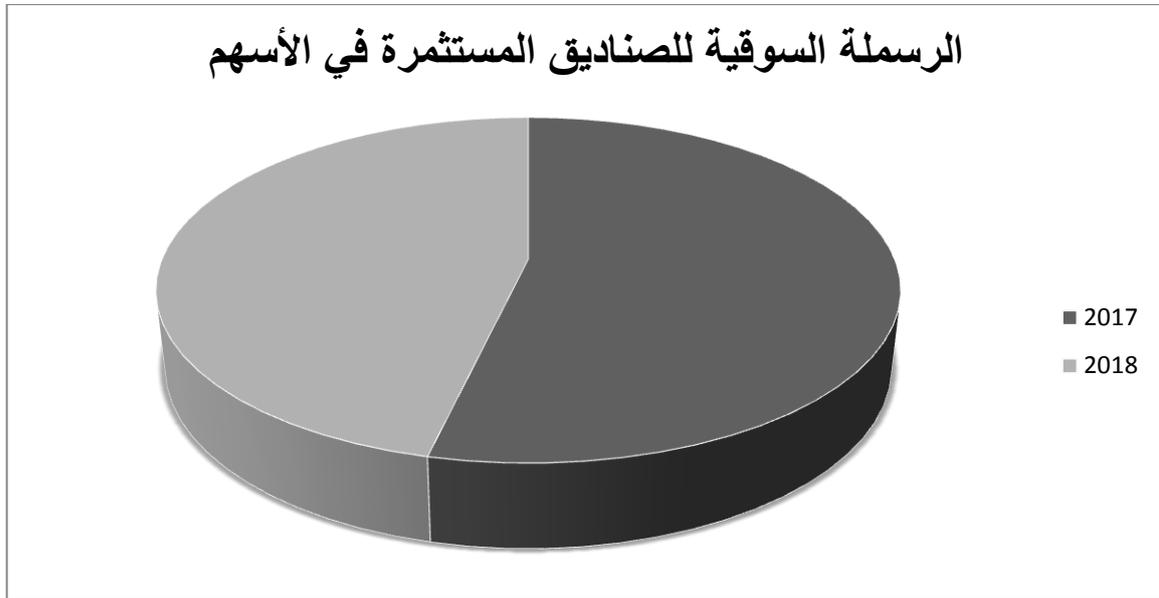
السنوات	قيمة أصول الصندوق	الناتج المحلي الإجمالي	الرسملة السوقية
2017	20.980.1	25.821.98	0.81%
2018	20.675.4	29.495.7	0.70%

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على السوق المالية السعودية (تداول) التقرير السنوي من الموقع 2018:

<http://www.tadawul.com.sa.date28/07/2020>

انخفاض مساهمة أصول الاستثمار لسنة 2018 مقارنة بعام السابق لتقدر ب 0.70% وهذا راجع إلى انخفاض الأصول التي قدرت ب 20.675.4 وكذا ارتفاع قيمة الناتج المحلي الإجمالي التي قدرت ب 29.795.7 بينما قدرت قيمتها سنة 2017 ب 0.81%.

شكل رقم (2 - 10): الرسملة السوقية للصناديق المستثمرة في الأسهم.



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على السوق المالية السعودية (تداول) التقرير السنوي من الموقع 2018:

<http://www.tadawul.com.sa.date28/07/2020>

ثانياً: درجة مساهمة صناديق الاستثمار.

1-قطاع الصناديق.

جدول رقم (2 - 13): درجة مساهمة قطاع الصناديق.

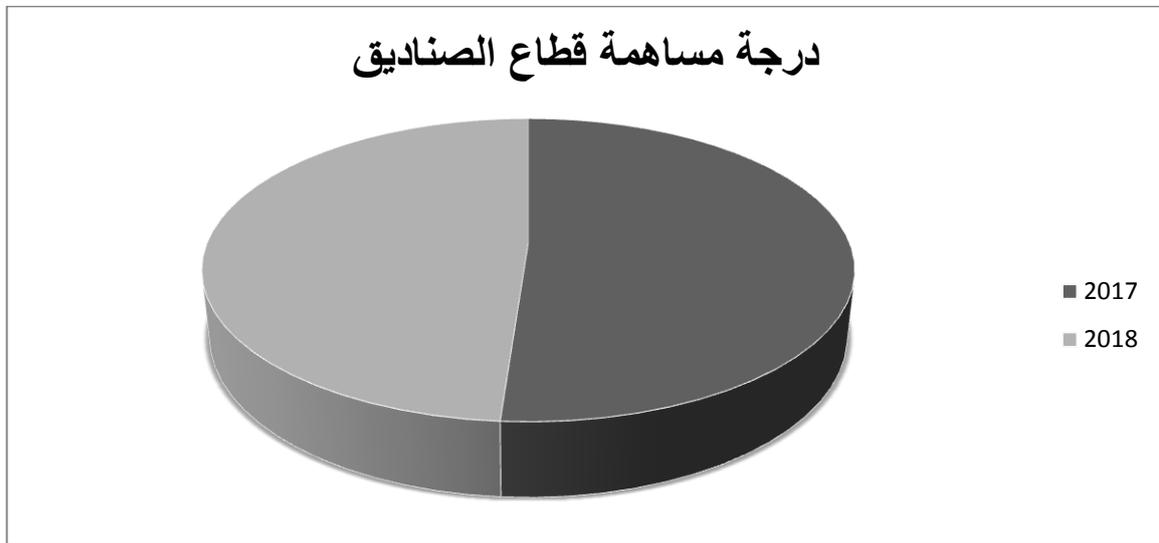
السنوات	قيمة أصول الصندوق	القيمة السوقية	درجة المساهمة
2017	251.864.6	1689.60	0.67%
2018	290.141.1	1858.95	0.64%

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على موقع:

<http://www.tadawul.com.sa.date07/08/2020>

شهدت نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في السوق انخفاض معتبر في سنة 2018 مقارنة بعام السابق والتي قدرت ب 0.64% بعدما بلغت 0.67% برغم من الارتفاع الذي وقع في كل من قيمة السوقية وقيمة أصول الصندوق من نفس السنة.

شكل رقم (2 - 11): درجة مساهمة قطاع الصناديق.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على السوق المالية السعودية (تداول) التقرير السنوي من الموقع 2018:

<http://www.tadawul.com.sa.date28/07/2020>

2-الصناديق العامة:

جدول رقم (2 - 14): درجة مساهمة الصناديق العامة.

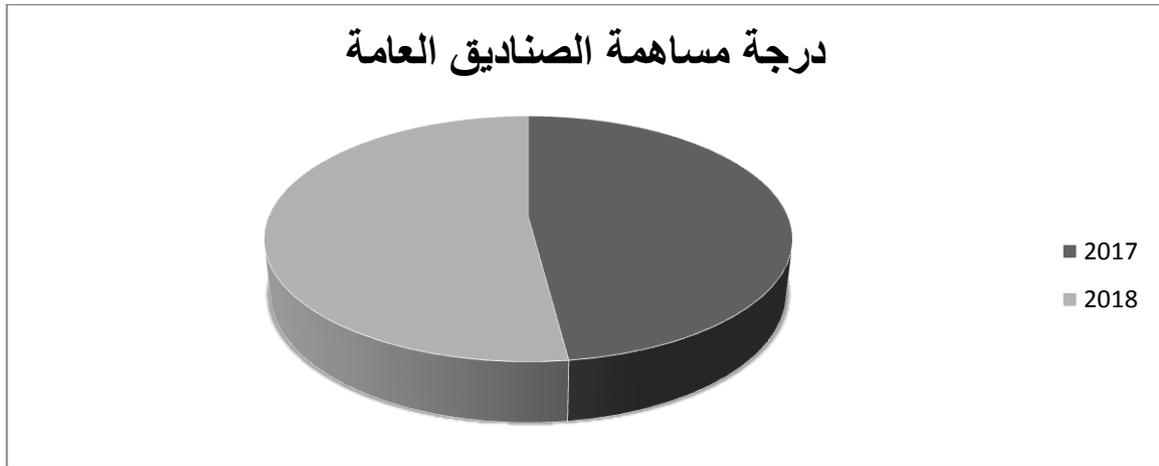
السنوات	قيمة أصول الصندوق	القيمة السوقية	درجة المساهمة
2017	110.232.7	1689.60	1.53%
2018	111.861.7	1858.95	1.66%

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على السوق المالية السعودية (تداول) التقرير السنوي من الموقع 2018:

<http://www.tadawul.com.sa.date28/07/2020>

نلاحظ ارتفاع طفيف في درجة مساهمة صناديق الاستثمار لسنة 2018 والتي بلغت نسبة 1.66% مقارنة بعام السابق والتي قدرت ب 1.53% وهذا راجع إلى ارتفاع قيمة أصول الصندوق وما يصاحبه من ارتفاع في القيمة السوقية.

شكل رقم (2 - 12): درجة مساهمة الصناديق العامة.



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على السوق المالية السعودية (تداول) التقرير السنوي من الموقع 2018:

<http://www.tadawul.com.sa.date28/07/2020>

3-الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم:

جدول رقم (2 - 15): درجة مساهمة الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم.

السنوات	قيمة أصول الصندوق	القيمة السوقية	درجة المساهمة
2017	20.980.1	1689.60	8.05%
2018	20.675.4	1858.95	8.99%

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الموقع:

<http://www.tadawul.com.sa.date07/08/2020>

إن انخفاض قيمة أصول الصندوق وما صحبه من ارتفاع في القيمة السوقية أثر بشكل غيبي على درجة مساهمة الصندوق في اتساع السوق، الأمر الذي أدى إلى ارتفاعها لتبلغ نسبة 8.99% سنة 2018 بمقارنة بعام السابق التي كانت تقدر ب 8.05%.

شكل رقم (2 - 13): درجة مساهمة الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم.



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على السوق المالية السعودية (تداول) التقرير السنوي من الموقع 2018:

<http://www.tadawul.com.sa.date28/07/2020>

4-الصناديق الخاصة:

جدول رقم (2 - 16): درجة مساهمة الصناديق الخاصة.

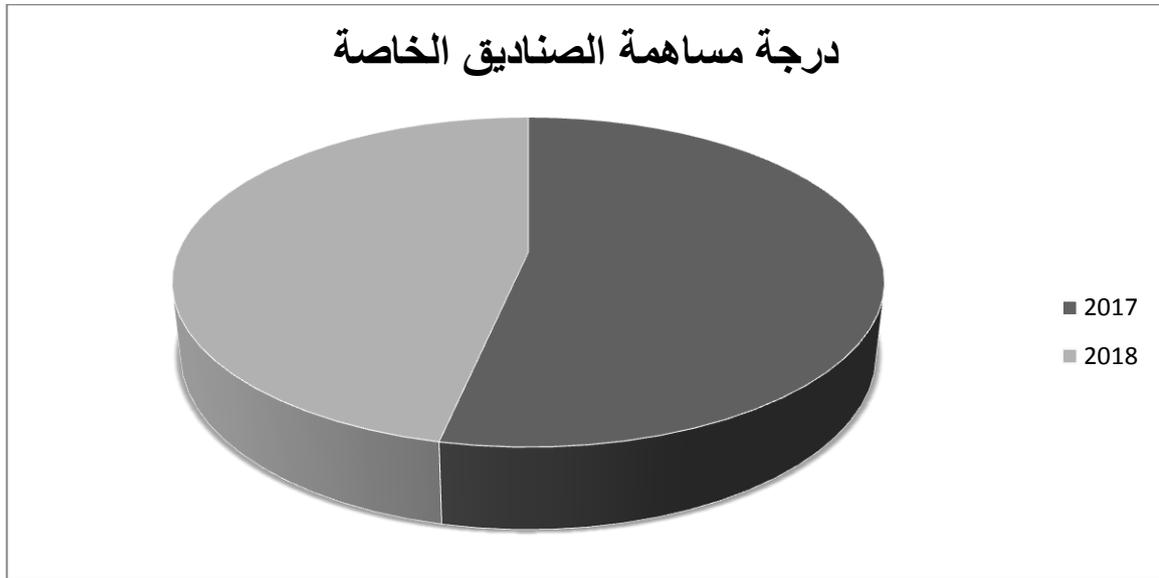
السنوات	قيمة أصول الصندوق	القيمة السوقية	درجة المساهمة
2017	141.631.3	1689.60	1.19%
2018	178.279.5	1858.95	1.04%

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على السوق المالية السعودية (تداول) التقرير السنوي من الموقع 2018:

<http://www.tadawul.com.sa.date28/07/2020>

ارتفعت أصول الصندوق سنة 2018 بقيمة 36648.2 مليون ريال وقد سحب هذا الارتفاع زيادة مقدرة في القيمة السوقية ب 169.38 مليون ريال، الامر الذي أدى إلى انخفاض في مسبة مساهمة الصناديق لتقدر ب 1.04 مقارنة بعام السابقة، بعد أن بلغت سنة 2017 نسبة 1.19%.

شكل رقم (2 - 14): درجة مساهمة الصناديق الخاصة.



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على السوق المالية السعودية (تداول) التقرير السنوي من الموقع 2018:

<http://www.tadawul.com.sa.date28/07/2020>

ثالثا: درجة التمركز.

فيما يلي سيتم التطرق الى تصنيف الشركات من حيث عدد الصناديق وعدد المشتركين فيها وكذلك من حيث حجم اصولها.

جدول رقم(2 - 17): تصنيف شركات الاستثمار.

عدد المشتركين	حجم أصول الصناديق			عدد الصناديق			شركات الاستثمار
	الاجمالي	أجنبية	محلية	الاجمالي	مفتوح	مغلق	
38.041	32.325	6.937	25.388	26	23	3	شركة الأهلي لمالية
24.991	12.229	2.823	9.406	19	19	0	شركة سامبا للاصول وادارة الاستثمار
75.447	11.592	1.608	9.984	30	29	1	شركة الرياض المالية
36.756	10.207	3.739	6.468	14	13	1	شركة الراجحي المالية
4.455	8.202	0	8.202	7	5	2	شركة الانماء للاستثمار
52	5.679	10	5.669	13	10	3	شركة السعودي الفرنسي كابيتال
3.679	4.623	3.428	1.195	13	10	3	شركة الجزيرة للأسواق المالية
693	1.294	0	1.294	5	5	0	شركة فالكم للخدمات المالية
23.666	1.055	33	1.022	8	8	0	شركة البلاد للاستثمار
28	112	0	112	2	2	0	شركة ألفا المالية
52	28	9	19	4	4	0	شركة الخير كابيتال السعودية
1	2	0	2	1	1	0	شركة ثروات للأوراق المالية
996.608	229.206	70.535	201.628	142	129	13	الاجمالي

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الخامس والخمسون، منالموقع: <https://www.sama.gov.sa> يوم

الاطلاع 2020/08/11.

من خلال تحليل تصنيف شركات الاستثمار وفقا لحجم أصول الصناديق التابعة لها نجد أن شركة الأهلي المالية تحتل المرتبة الأولى بحوالي 32.3 مليار ريال سعودي ما نسبته 14.09% من إجمالي أصول الاستثمار، أما المرتبة الثانية فقد حلتها شركة سامبا للأصول ودارة الاستثمار بحجم أصول قدر ب 12.2 مليار ريال سعودي أي بنسبة 5.32%، لتليها في المرتبة الثالثة شركة الرياض المالية بحجم أصول بلغ 11.6 مليار ريال سعودي ما يعادل نسبة 5.06%، ثم تليها شركة الراجحي المالية بمعدل 4.5% من إجمالي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية.

وبالنظر إلى ترتيب شركات الاستثمار من حيث إجمالي عدد الصناديق، فقد احتلت شركة الرياض المالية اد بلغ إجمالي عدد صناديقها 30 صندوقا، لتليها في المرتبة الثانية شركة الأهلي المالية بعدد 26 صندوقا، أما شركة سامبا للأصول ودارة الاستثمار فقد حلت في المرتبة الثالثة بحوالي 19 صندوقا جميعها مفتوحة، لتليها شركة الراجحي المالية بعدد 14 صندوقا.

أما فيما يتعلق بترتيب شركات الاستثمار من حيث عدد المشتركين فقد كان لشركة الرياض المالية العدد الأكبر من المشتركين فيها بحوالي 75.4 ألف مشترك، لتليها شركة الأهلي المالية في المرتبة الثانية ب 38.0 ألف مشترك، أما في المرتبة الثالثة فقد احتلتها شركة الراجحي المالية بحوالي 36.8 ألف مشترك لتليها شركة سامبا للأصول ودارة الاستثمار بعدد أقل من المشتركين بلغ 24.9 ألف مشترك.

أما فيما يخص شركة ثروات للأوراق المالية فقد احتلت المركز الأخير من حيث عدد الصناديق وعدد المشتركين وكذلك حجم أصول الصناديق.

خلاصة الفصل:

تعتبر السوق المالية السعودية من أكبر الأسواق الخليجية من حيث حجمها وعدد الأسهم المرجحة بها كما تعتبر سباقة إلى خوض تجربة صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم العربي، بالرغم من الأزمات التي ضربت الأسواق العالمية بصفة عامة والسوق المالية السعودية بصفة خاصة إلا أن صناديق الاستثمار الإسلامية بها شهد نموًا في عددها بالرغم من تذبذب حجم أصولها، حيث تلعب صناديق الاستثمار الإسلامية دورًا كبيرًا في تفعيل السوق المالي السعودي إذ أنها نجحت في استقطاب المستثمرين المحليين والأجانب والتوجه بمدخراتهم إلى سوق الأوراق المالية.

الخاتمة

تحتل أسواق الأوراق المالية مركزا مهما في النظام الاقتصادي باعتباره أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، حيث تلعب دور الوسيط بين المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية، وذلك من خلال تجميع مدخرات الوحدات الاقتصادية التي لها فوائض مالية وتوجيهها إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من العجز في مواردها المالية، بهدف الرفع من معدلات النمو والدعم الاقتصادي. وباعتبار أسواق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار، فإن ذلك يقتضي أن نتيح قدرًا كافيًا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها كالأسهم والسندات والمشتقات المالية بمختلف أنواعها، كما ينقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين فرعيين هما: السوق الأولي الذي تصدر فيه الأوراق المالية لأول مرة، والسوق الثانوي الذي تتداول فيه هذه الأوراق.

وقد شهدت الأسواق المالية العربية في الآونة الأخيرة اهتمامًا كبيرًا بإنشاء صناديق الاستثمار الإسلامية التي تعتبر أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين وإدارتها من طرف جهة من أهل الاختصاص بهدف مساعدة صغار المدخرين على تحقيق أعظم ربح بأقل مخاطرة. حيث يعتبر سوق الأوراق المالية السعودية من أكبر أسواق الأوراق المالية من كل الجوانب سواء القيمة السوقية، قيمة الأسهم المتداولة وعدد الأسهم المتداولة، كما تعتبر السعودية السبّاقة في إنشاء صناديق الاستثمار الإسلامية عربيًا فهي الآن تملك أكبر عدد من الصناديق على المستوى العربي.

وعليه فقد أثبتت صناديق الاستثمار الإسلامية نجاعتها في الرفع من أداء سوق الأسهم السعودية، من خلال تطور حجم أصولها وارتفاع قيم مؤشراتهما العامة.

ومن خلال هذه الدراسة توصلنا إلى النتائج والتوصيات التالية:

النتائج:

- تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية إحدى أهم الصيغ المهمة في مجال الاستثمار المالي الإسلامي وتحكم كافة معاملاته أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
- تعد صناديق الاستثمار الإسلامية من الأدوات الاستثمارية المستحدثة وأحد مصادر الأموال في المصارف الإسلامية، فهي تمثل أوعية استثمارية تلبي احتياجات ومتطلبات المودعين من استثمار أموالهم في المجالات التي تناسبهم سواء الداخلية أو الخارجية بما يحقق لهم عوائد مجزية.

- تقوم صناديق الاستثمار الإسلامية باستثمار مواردها المالية استثماراً حقيقياً في عمليات مباشرة مبنية على عقد المضاربة الشرعية.
- تلعب سوق الأوراق المالية دور أساسي في النشاط الاقتصادي من خلال ما تقوم به من المساعدة في تعبئة الفائض الاقتصادي وإعادة تحريكه وتوظيفه في الأنشطة الاقتصادية المختلفة.
- سوق الأوراق المالية هي آلية يتم بموجبها الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو أصل مالي معين، حيث يتمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق وذلك عن طريق الوسيط.
- وجود علاقة معنوية بين أصول صناديق الاستثمار وسوق الأسهم السعودية وهو ما يمكن تفسيره بالاستجابة القوية لأصول صناديق الاستثمار على القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي.

التوصيات:

- رفع كفاءة سوق الأوراق المالية السعودية من خلال تشجيع الاستثمار الأجنبي وذلك بإدخال تعديلات على قوانين الاستثمار وفتح المجال أمام الاستثمار الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها.
- نشر ثقافة الادخار في صناديق الاستثمار الإسلامية بين المستثمرين من خلال تعريفهم بمميزاتها وخصائصها، خاصة كونها تخضع لمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية، حيث يسمح هذا بجذب عدد كبير من المستثمرين مما يؤدي إلى زيادة مساهمة صناديق الاستثمار الإسلامية في رفع أداء سوق الأوراق المالية .
- لابد من تعزيز الشفافية والمصداقية في التعاملات التي تتم في سوق الأوراق المالية السعودية، وذلك من خلال الإفصاح عن القوائم المالية بصفة دورية ومنتظمة مع ضرورة توفير المعلومات الكافية للمستثمر .
- لابد من رفع كفاءة العاملين بالسوق من خلال تدريبهم وتأهيلهم لزيادة قدرتهم على المشاركة في اتخاذ القرارات الاستثمارية.
- مكنته أنظمة التداول باستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل تداول الأسهم، ورفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية.

- إنشاء المزيد من صناديق الاستثمار المتوافقة مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وخاصة الصناديق المغلقة لاستقطاب مدخرات المستثمرين الذين تمنعهم الاستثمارات الربوية من توظيف أموالهم سواء البنوك التقليدية أو الأسواق المالية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع :

أولاً: باللغة العربية.

1- الكتب:

- أحمد السعد: الأسواق المالية المعاصرة -دراسة فقهية-، دار الكتاب، الأردن عمان، 2016.
- أحمد سعد عبد اللطيف: بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- أحمد سفر: المصارف والأسواق المالية التقليدية والاسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006.
- أحمد معجب العتيبي: المحافظ الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2005.
- أشرف محمد دوابة: صناديق الاستثمار في البنوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلم، الاسكندرية، 2006.
- حسن وفاء محمد عبد الباسط: بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، 1996.
- حيدر يونس الموسوي: المصارف الاسلامية اداؤها المالي واثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري، عمان، 2011.
- خلفان حمد عيسى: ادارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، الجنادرية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2016.
- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة العربية 2009
- زكريا سلامة عيسى شطناوي: الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس، للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009 .
- زياد رمضان، مروان شموط: الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدان، جامعة القدس المفتوحة، 2008.
- سمية أحمد أبو موسى: الأسواق المالية والنقدية، طبعة أولى، المعتر للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010.

- سيد سالم عرفة: إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الريبة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009.
- شقيري نوري موسى: إدارة المشتقات المالية-الهندسة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2015.
- شمعون شمعون: البورصات وبورصة الجزائر، دار أطلس للنشر، الجزائر، 1993.
- عباس كاظم الدعي : السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى عمان، 2010.
- عبد الباسط كريم مولود: تداول الأوراق المالية -دراسة مقارنة-، منشورات حلب الحقوقية، لبنان 2009.
- عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة: صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية والأحكام النظامية، دراسة تطبيقية مقارنة، دار النفائس للنشر والتوزيع - الأردن، 2010.
- عبد الكريم أحمد قندوز: المشتقات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2014.
- عصام حسين: الأسواق: الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008
- عيساوي سهام: الأدوات المالية المشتقة، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى ، عمان الأردن، 2017.
- غازي فلاح المومني: إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- فريد عبد المقصود مبروك: صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الاسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، مصر 2007.
- فيصل محمود الشواورة: الاستثمار في بورصة الأوراق المالية(الأسس النظرية والعملية مع مدخل مقترح للأسهم العادية بالتطبيق على بورصة عمان)، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2008.
- قاسم نايف علوان: إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- ماجد أحمد عطا الله: إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- متولي عبد القادر: الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الطبعة الأولى: عمان، 2010.
- محمد الصيرفي: البورصات، دار الفكر الجامعي للنشر، مصر، الطبعة الأولى 2007.

- محمد علي ابراهيم العامري: ادارة محافظ الاستثمار، اثرء للنشر والتوزيع، بغداد - العراق، 2013.
- محمد علي ابراهيم العامري: إدارة محافظ الاستثمار، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- محمد محمود عبد ربه محمد: طريقك إلى البورصة، دار الجامعة الاسكندرية، مصر، 2000.
- محمد مطر: إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2013.
- محمد وجيه الحنيني: تحويل بورصة الأوراق المالية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
- منير ابراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق المال، مركز دلتا للطباعة، الاسكندرية، الطبعة الأولى، 2012.
- ميشال بيار الشرتوني: الوجيز في الدراسات المصرفية والتجارية، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2010.
- نزيه عبد المقصود محمد مبروك: صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2006.
- هوشيار معروف: الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
- وليد صافي، أنس البكري: الأسواق المالية والدولية، دار البداية والمستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 2- المذكرات والأطروحات الجامعية:**
- بوالشلاغم نور الدين: دراسة مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة وهران، وهران، 2013.
- جهاد عموري: صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة فقهية -، مذكرة ماستر، في العلوم الإسلامية، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، 2018.
- زهرة مرحباوي، فتحية حلايمية: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل أداء البنوك الإسلامية دراسة حالة شركة الراجحي مالية، مذكرة ماستر في العلوم التجارية، جامعة العربي التبسي، تبسة، 2015-2016.
- سرارمة مريم: دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في ازمة 2008، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، قسنطينة. 2012.

- شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف الجزائر، 2013-2014.
- صلاح الدين شريط: دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه علوم في علوم الاقتصاد، جامعة الجزائر 3 الجزائر 2012.
- عائشة حيمود، هاجر حيمورة: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الناشئة - دراسة حالة سوق الاسهم السعودي-، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2016.
- فرحات سامي، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة سوق الكويت-، مذكرة ماستر فالعلوم الاقتصادية، 2017.
- لورين إبراهيم القاضي: اثر كفاءة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية، رسالة ماجستير، جامع الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2016.
- نبيل خليل طه سمور: سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق -دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا-، أطروحة مقدمة للحصول على درجة الماجستير في إدارة أعمال، جامعة الإسلامية غزة، 2007.
- 3- الملتيقيات والمؤتمرات:**
- أشرف محمد دوابة: تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر، مدخل محاسبي كمي بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار في مصر بين الواقع والمستقبل، 21 مارس 1997.
- بن سليمان العبيد، أسواق المال- سوق الأسهم السعودية- هيئة السوق المالية، منتدى المتداول العربي، 2011.
- بوجلال محمد، وزايدى مريم: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، الملتيقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، اليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي 8-9 ديسمبر 2013
- سيد حسن عبد الله: الأسواق المالية والبورصات من المنظور الشرعي والقانوني، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر.

- صبري مقمح: دور الصناديق الإسلامية في توظيف دعائم العمل المصرفي اللاربيوي، بحوث وأوراق عمل الملتقى الاقتصادي الدولي الأول حول ازمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية ، جامعة الامير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، المنعقد يومي 05-06 ماي 2009،
- صفية أحمد أوبكر: صناديق الاستثمار الإسلامية - خصائصها وأنواعها، كلية التجارة، جامعة أسيوط ج. م. ع، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، 2009.
- غسان الطالب، صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق، المؤتمر الدولي والمصرفية الإسلامية، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، يومي 6-7 أوت، 2014.
- محمد براق: أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي، "الواقع ورهانات المستقبل، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011.
- محمد شراف، مصطفى قمان: أهمية الاستثمار المسؤول اجتماعيا والصناديق الإسلامية في تفعيل وتنشيط الاسواق المالية للبلدان النامية: الملتقى الثاني حول الاداء المتميز للمنظمات والحكومات حول نمو المؤسسات والاقتصاديات بين تحقيق الاداء المالي وتحديات الاداء البيئي، جامعة ورقلة، الجزائر، يومي 22-23 نوفمبر 2011 .

4- المجالات:

- الامام أحمد يوسف محمد وآخرون: دور المراجعة الداخلية في تحسين كفاءة وفعالية صناديق الاستثمار، غمار البحث العلمي، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة كسلا، السودان، 2015.
- بن سميحة، جهاد بوضياف: دور صناديق الاستثمار في تنشيط الأوراق المالية -دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة 2004-2005- ، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، العدد السادس، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2017-2018.
- عمر أبو بكر: صناديق الاستثمار الإسلامية مفهوما، أنواعها و خصائصها، دراسة تأصيلية، مجلة المدينة العالمية، السعودية، عدد12، أبريل 2015.
- قدوري نور الدين، القرني عبد الرحمان: مقومات نجاح سوق الأوراق المالية- دراسة تحليلية لبورصة الجزائر-، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الخامس، العدد: 02(أوت 2019).
- منى محمد الحسيني عمار، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير الأسواق المالية، مجلة علمية محكمة تصدر عن الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، المجلد الخامس، العدد الثالث عشر، 2014.

5-التقارير:

- اتحاد الشركات الاستثمارية: أهم البورصات وهيئات أسواق المال - نشأتها، أهميتها، وأهدافها: الإصدار الثالث، أوت 2008.

- التقرير الخامس وخمسون لمؤسسة النقد العربي السعودي ص 116 السنوي.

- السوق المالية السعودية (تداول): التقرير الإحصائي السنوي 2018 .

- السوق المالية السعودية (تداول): التقرير السنوي 2018 .

- هيئة السوق المالية السعودية (تداول): التقرير السنوي 2012.

- هيئة السوق المالية السعودية (تداول)، دليل الإدراج 2019.

- هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 54، نظام السوق المالية.

6- المواقع الإلكترونية:

<https://matina.yoo7.com.date14/03/2020.15.05->

<https://www.sama.gov.sa>

<http://www.tadawul.com.sa.date>

ثانيا: باللغة الأجنبية.

Société de gestion de la bourse des valeur la négation en bourse ouvrage collectifs la bourse algérienne publication, N :03, décembre 1998

Yasuyuki Fuchita, Robertelitan : **pooling money : the future if matual funds**, Brookings intuition press, 2008,