



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي -

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



الموضوع:

أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء سوق الأوراق المالية

دراسة حالة سوق الأسهم السعودي

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية وبنوك

إشراف الأستاذ:

أ. د الطيب لحيلح

من إعداد الطالبة:

حنان شريط

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
أ.د سماح طلحي	أستاذ التعليم العالي	جامعة أم البواقي	رئيسا
أ.د الطيب لحيلح	أستاذ التعليم العالي	جامعة أم البواقي	مشرفا
د. كميلية لوصيف	أستاذ محاضر - أ-	جامعة أم البواقي	عضوا
أ.د محمود سحنون	أستاذ التعليم العالي	جامعة قسنطينة 2	عضوا
أ.د عبد الله خبابة	أستاذ التعليم العالي	جامعة المسيلة	عضوا
د. رفيق شرياق	أستاذ محاضر - أ-	جامعة قالمة	عضوا

السنة الجامعية: 2021 / 2022



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة العربي بن مهيدي - أم البواقي -

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



الموضوع:

أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء سوق الأوراق المالية

دراسة حالة سوق الأسهم السعودي

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية

تخصص: مالية وبنوك

إشراف الأستاذ:

أ. د الطيب لحيلح

من إعداد الطالبة:

حنان شريط

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
أ.د سماح طلحي	أستاذ التعليم العالي	جامعة أم البواقي	رئيسا
أ.د الطيب لحيلح	أستاذ التعليم العالي	جامعة أم البواقي	مشرفا
د. كميلية لوصيف	أستاذ محاضر - أ-	جامعة أم البواقي	عضوا
أ.د محمود سحنون	أستاذ التعليم العالي	جامعة قسنطينة 2	عضوا
أ.د عبد الله خبابة	أستاذ التعليم العالي	جامعة المسيلة	عضوا
د. رفيق شرياق	أستاذ محاضر - أ-	جامعة قالمة	عضوا

السنة الجامعية: 2021 / 2022



شكر وتقدير

قبل كل شيء أن أقف وقفة شكر لله عزّ وجلّ الذي يسّر لي سبيل العلم ووفقني في إتمامها وأمدني بالصبر والرعاية الإلهية ، فالحمد لله حمدا كثيرا وله الشكر حتى يرضى وله الشكر بعد الرضا.

ثم كامل الشكر والتقدير للأستاذ المشرف " الطيب لحيلح " الذي تفضل بقبول الإشراف على هذا العمل، وكذا على توجيهاته وملاحظاته ونصائحه القيّمة والتي كان لها الفضل الكبير في إتمام هذا العمل، فلك أستاذي الكريم كل الشكر والامتنان والتقدير وجازاك الله ألف خير.

كما أتقدم بالشكر إلى الأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على تفضّلهم بقبول مناقشة هذا العمل وتخصيص جزء من وقتهم الثمين لمناقشة هذا العمل وإثرائه بملاحظاتهم القيّمة.

الإهداء

إلى الوالدين الكريمين، الذين بذلا الغالي والنفيس لكي أتم مشواري الدراسي،
لولاهما لما وصلت إلى ما أنا عليه الآن، أمد الله في عمريهما بالصالحات وألبسهما
ثوب الصحة والعافية وتمعني ببرهما وردّ جميلهما...

إلى أخواتي: شيماء، فاطمة الزهراء

إلى أخي عمار أدامه الله نعم السند والأخ

إلى أختي غنية وزوجها عبد السلام

إلى كل أفراد العائلة كبيرا وصغيرا

إلى كل زميلاتي وزملائي

إلى كل من علّمني حرفا

إلى كل من سخرهم الله لي عوناً وسنداً ولو بكلمة طيبة....

أهدي هذا العمل

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات



الصفحة	الموضوع
	البسمة
	شكر وتقدير
	الإهداء
I	فهرس المحتويات
VIII	فهرس الجداول
XI	فهرس الأشكال البيانية
XIV	فهرس الملاحق
أ - ط	مقدمة عامة
01	الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية
02	تمهيد
03	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
03	المطلب الأول: مفهوم ونشأة سوق الأوراق المالية
03	الفرع الأول: تعريف وخصائص سوق الأوراق المالية
05	الفرع الثاني: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية
07	المطلب الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية
07	الفرع الأول: تصنيف سوق الأوراق المالية حسب فترة تنفيذ التعاقد
08	الفرع الثاني: تصنيف سوق الأوراق المالية حسب طبيعة عمل السوق
10	الفرع الثالث: تصنيف سوق الأوراق المالية حسب درجة تنظيمها
11	الفرع الرابع: تصنيف الأسواق الثانوية غير المنظمة
12	المطلب الثالث: شروط قيام سوق فعال للأوراق المالية
14	المطلب الرابع: أهمية ووظائف سوق الأوراق المالية
14	الفرع الأول: أهمية سوق الأوراق المالية
14	الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية
17	المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال
17	المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم)

فهرس المحتويات

17	الفرع الأول: مفهوم الأسهم
19	الفرع الثاني: قيم تداول الأسهم
20	الفرع الثالث: أنواع الأسهم
24	المطلب الثاني: أدوات المديونية(السندات)
24	الفرع الأول: مفهوم السندات
25	الفرع الثاني: أنواع السندات
30	الفرع الثالث: أوجه الاختلاف بين الأسهم والسندات
31	المطلب الثالث: المشتقات المالية
31	الفرع الأول: مفهوم المشتقات المالية
34	الفرع الثاني: أنواع المشتقات المالية
44	المبحث الثالث: الإطار التنظيمي لسوق الأوراق المالية
44	المطلب الأول: آليات التعامل في سوق الأوراق المالية
44	الفرع الأول: أعضاء سوق الأوراق المالية
47	الفرع الثاني: عمليات سوق الأوراق المالية
50	الفرع الثالث: أوامر سوق الأوراق المالية
53	الفرع الرابع: التسعير في سوق الأوراق المالية
55	المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية
55	الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
56	الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية
57	الفرع الثالث: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
58	الفرع الرابع: مستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية
59	المطلب الثالث: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية
59	الفرع الأول: تعريف مؤشر السوق
60	الفرع الثاني: الوظائف الأساسية لمؤشرات سوق الأوراق المالية
62	الفرع الثالث: كيفية بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية
63	الفرع الرابع: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية
67	خلاصة
68	الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية
79	تمهيد

فهرس المحتويات

70	المبحث الأول: ماهية الاستثمار الإسلامي
70	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار الإسلامي
70	الفرع الأول: تعريف الاستثمار الإسلامي
72	الفرع الثاني: خصائص الاستثمار في المنهج الإسلامي
73	الفرع الثالث: الأدلة الشرعية لوجوب الاستثمار
74	المطلب الثاني: ضوابط الاستثمار الإسلامي
74	الفرع الأول: الضوابط العقائدية
75	الفرع الثاني: الضوابط الأخلاقية
75	الفرع الثالث: الضوابط الاجتماعية
76	الفرع الرابع: الضوابط الاقتصادية
77	المطلب الثالث: أهداف الاستثمار الإسلامي في ضوء مقاصد الشريعة
78	المطلب الرابع: عوامل نجاح الاستثمار الإسلامي
80	المبحث الثاني: ماهية صناديق الاستثمار الإسلامية
80	المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار الإسلامية وتطورها التاريخي
80	الفرع الأول: نشأة وتطور صناديق الاستثمار التقليدية عالمياً
81	الفرع الثاني: نشأة وتطور صناديق الاستثمار التقليدية في الدول العربية
82	الفرع الثالث: نشأة وتطور صناديق الاستثمار الإسلامية
84	المطلب الثاني: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية
84	الفرع الأول: تعريف صناديق الاستثمار التقليدية
86	الفرع الثاني: تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية
88	الفرع الثالث: خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية
91	الفرع الرابع: الفرق بين صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار التقليدية
92	المطلب الثالث: أهمية وأهداف صناديق الاستثمار الإسلامية
92	الفرع الأول: أهمية صناديق الاستثمار الإسلامية
94	الفرع الثاني: أهداف صناديق الاستثمار الإسلامية
96	المطلب الرابع: العوامل المؤثرة على اختيار صناديق الاستثمار الإسلامية
98	المبحث الثالث: تصنيفات وأنواع صناديق الاستثمار الإسلامية
98	المطلب الأول: تصنيف صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث هيكل رأس المال

فهرس المحتويات

98	الفرع الأول: صناديق الاستثمار الإسلامية ذات النهاية المغلقة
99	الفرع الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية ذات النهاية المفتوحة
100	المطلب الثاني: تصنيف صناديق الاستثمار الإسلامية حسب نوع النشاط الاستثماري
100	الفرع الأول: صناديق الأسهم الإسلامية
101	الفرع الثاني: صناديق السلع
102	المطلب الثالث: تصنيف صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث أهدافها
102	الفرع الأول: صناديق النمو
102	الفرع الثاني: صناديق الدخل
102	الفرع الثالث: صناديق الدخل والنمو
103	المطلب الرابع: تصنيف صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث شكل التعاقد
103	الفرع الأول: صناديق الاستثمار الإسلامية القائمة على المشاركة
105	الفرع الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية القائمة على الوكالة
112	خلاصة
113	الفصل الثالث: الإطار العملي لصناديق الاستثمار الإسلامية ودورها على مستوى سوق الأوراق المالية
114	تمهيد
115	المبحث الأول: نظام تشغيل صناديق الاستثمار الإسلامية
115	المطلب الأول: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية وكيفية إدارتها
115	الفرع الأول: الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار الإسلامي
121	الفرع الثاني: العلاقات التعاقدية بين أطراف الصندوق
124	الفرع الثالث: كيفية إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية
125	الفرع الرابع: الفرق بين الإدارة عن طريق المضاربة والإدارة عن طريق الوكالة بأجر
126	المطلب الثاني: آلية استثمار الأموال في صناديق الاستثمار الإسلامية
128	المطلب الثالث: عمليات صناديق الاستثمار الإسلامية
128	الفرع الأول: تسعير الوحدات الاستثمارية
129	الفرع الثاني: الرسوم على المشتركين
130	الفرع الثالث: أتعاب الإدارة
130	الفرع الرابع: الاسترداد والتداول

فهرس المحتويات

131	الفرع الخامس: أحكام تداول الوحدات الاستثمارية
131	الفرع السادس: الاحتياطات
132	الفرع السابع: التقويم أو التنضيف الحكمي
133	الفرع الثامن: توزيع الأرباح والخسائر
133	المطلب الرابع: كيفية قياس أداء صناديق الاستثمار الإسلامية
133	الفرع الأول: أسس تقييم الوحدات الاستثمارية للصندوق
134	الفرع الثاني: طرق قياس أداء صناديق الاستثمار
140	المبحث الثاني: مخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية وآلية تطبيق الرقابة عليها
140	المطلب الأول: مفهوم المخاطر في صناديق الاستثمار الإسلامية
141	المطلب الثاني: أنواع المخاطر التي تواجه صناديق الاستثمار الإسلامية
141	الفرع الأول: المخاطر المباشرة
143	الفرع الثاني: المخاطر غير المباشرة
143	الفرع الثالث: مخاطر صيغ الاستثمار المطبقة في الصندوق
145	المطلب الثالث: آلية تطبيق الرقابة الشرعية على معاملات الصناديق الاستثمارية
145	الفرع الأول: مفهوم الرقابة الشرعية
146	الفرع الثاني: أهمية الرقابة الشرعية والمالية على معاملات الصناديق
147	الفرع الثالث: مجالات الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية
148	الفرع الرابع: مخاطر الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية
149	المطلب الرابع: التحديات التي تواجه عمل صناديق الاستثمار الإسلامية
150	المبحث الثالث: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية والاقتصاد ككل
150	المطلب الأول: المزايا التي تقدمها صناديق الاستثمار الإسلامية للمستثمرين الأفراد
152	المطلب الثاني: المزايا التي تقدمها صناديق الاستثمار الإسلامية للمؤسسين
153	المطلب الثالث: دور صناديق الاستثمار الإسلامية بالنسبة لسوق الأوراق المالية
155	المطلب الرابع: دور صناديق الاستثمار الإسلامية بالنسبة للاقتصاد الكلي
157	خلاصة
158	الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

فهرس المحتويات

159	تمهيد
160	المبحث الأول: الملامح الرئيسية لسوق الأسهم السعودي
160	المطلب الأول: المؤسسات المشكلة للنظام المالي السعودي
160	الفرع الأول: مؤسسة النقد العربي السعودي
161	الفرع الثاني: المصارف التجارية
163	الفرع الثالث: مؤسسات الإقراض المتخصصة
163	الفرع الرابع: سوق رأس المال
164	المطلب الثاني: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي
164	الفرع الأول: نشأة سوق الأسهم السعودي ومراحل تطوره
166	الفرع الثاني: مراحل التطور التقني والبنية الفنية لأنظمة التداول في سوق الأسهم السعودي
169	الفرع الثالث: أهداف سوق الأسهم السعودي
169	المطلب الثالث: الإطار القانوني والتنظيمي لسوق الأسهم السعودي
169	الفرع الأول: نظام السوق
174	الفرع الثاني: اللوائح التنفيذية لسوق الأسهم السعودي
177	المطلب الرابع: تطور مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي للفترة (2009-2019)
177	الفرع الأول: المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي
181	الفرع الثاني: تطور حجم السوق السعودي قياساً برسمة السوق وعدد الشركات المدرجة
186	الفرع الثالث: مؤشر سيولة السوق
191	المبحث الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية في سوق الأسهم السعودي
191	المطلب الأول: إنشاء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية وتطورها
191	الفرع الأول: نشأة وتطور صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية
194	الفرع الثاني: تطور عدد الصناديق المفتوحة والمغلقة خلال الفترة (2009-2019)
196	الفرع الثالث: أصول صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي موزعة حسب نوع الاستثمار خلال الفترة (2009-2019)
199	المطلب الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية في المملكة العربية السعودية
199	الفرع الأول: نشأة وتطور صناديق الاستثمار الإسلامية في المملكة العربية السعودية

فهرس المحتويات

200	الفرع الثاني: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية في سوق الأسهم السعودي
205	المطلب الثالث: الوزن النسبي لصناديق الاستثمار الإسلامية في سوق الأسهم السعودي
208	المبحث الثالث: تحليل وقياس أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء مؤشرات سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)
208	المطلب الأول: منهجية الدراسة
208	الفرع الأول: النموذج القياسي المستخدم
208	الفرع الثاني: عينة وفترة الدراسة
216	الفرع الثالث: متغيرات الدراسة
219	المطلب الثاني: قياس أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء المؤشر العام للسوق
223	المطلب الثالث: قياس أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على حجم التداول في سوق الأسهم السعودي
226	المطلب الرابع: قياس أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على رسةمة السوق السعودي
230	خلاصة
231	خاتمة عامة
236	قائمة المراجع
252	الملاحق
278	المستخلص

فهرس الجداول

فهرس الجداول

فهرس الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
30	مقارنة بين خصائص السهم والسند	1
37	الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية	2
39	عناصر عقد الخيار	3
138	أبرز الأساليب المزدوجة لقياس أداء صناديق الاستثمار	4
161	المصارف السعودية وفروع المصارف الأجنبية المرخص لها حتى سنة 2019	5
179	المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)	6
181	عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)	7
183	الشركات الخمس الأكثر نشاطا من حيث عدد الأسهم المتداولة سنة 2019	8
183	الشركات الخمس الأكثر نشاطا من حيث قيمة الأسهم المتداولة سنة 2019	9
184	رسملة سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)	10
187	حجم التداول في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)	11
189	معدل الدوران في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)	12
192	تطور عدد صناديق الاستثمار السعودية مع حجم الأصول المستثمرة، وعدد المشتركين فيها خلال الفترة (2009-2019)	13
194	تطور عدد صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة في السعودية خلال الفترة (2009-2019)	14
197	أصول صناديق الاستثمار موزعة حسب نوع الاستثمار (2009-2019)	15

فهرس الجداول

205	الوزن النسبي لصناديق الاستثمار الاسلامية من إجمالي قطاع الصناديق في السوق السعودي خلال سنة 2019	16
209	ملخص بيانات صندوق الراجحي للأسهم المحلية	17
210	ملخص بيانات صندوق الراجحي للأسهم الخليجية	18
212	ملخص بيانات صندوق الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية	19
213	ملخص بيانات صندوق البلاد للأسهم السعودية النقية	20
214	ملخص بيانات صندوق البلاد للأسهم العقارية الخليجية	21
215	ملخص بيانات صندوق الجزيرة للأسهم السعودية (الطيبات)	22
216	ملخص بيانات صندوق أصول وبخيت للمتاجرة بالأسهم السعودية	23
218	المتغيرات المستقلة	24
219	المتغيرات التابعة	25
219	النمذجة القياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على المؤشر العام للسوق	26
222	نتائج اختبارات جودة النماذج لمتغير المؤشر العام للسوق	27
223	النمذجة القياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على حجم التداول في سوق الأسهم السعودي	28
225	نتائج اختبارات جودة النماذج لمتغير حجم التداول	29
226	النمذجة القياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على رسملة السوق	30
228	نتائج اختبارات جودة النماذج لمتغير رسملة السوق	31

فهرس الأشكال البيانية

فهرس الأشكال البيانية

فهرس الأشكال البيانية

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
23	أنواع الأسهم	1
29	أنواع السندات	2
77	ضوابط الاستثمار الإسلامي	3
83	نمو وتطور صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم خلال الفترة (2005-2010)	4
111	أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية	5
121	أطراف صندوق الاستثمار الإسلامي	6
122	علاقة الصندوق بالأطراف المكونة له	7
124	العلاقات التعاقدية بين أطراف الصندوق	8
127	آلية استثمار الأموال في صندوق الاستثمار الإسلامي	9
133	عمليات صناديق الاستثمار الإسلامية	10
180	تطور المؤشر العام للأسعار لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)	11
182	تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)	12
185	القيمة السوقية للأسهم في السوق السعودي خلال الفترة (2009-2019)	13
186	تطور معدل رسملة سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)	14
187	قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)	15
188	معدل التداول في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)	16
190	معدل الدوران في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)	17

فهرس الأشكال البيانية

195	تطور عدد الصناديق الاستثمارية المفتوحة والمغلقة خلال الفترة (2009-2019)	18
200	التركيز الجغرافي لأصول صناديق الاستثمار الإسلامية حسب الدول بنهاية 2019	19
207	توزيع أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في السعودية خلال سنة 2019	20

فهرس الملاحق

رقم الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
255	بيانات صناديق الاستثمار الإسلامية محل الدراسة	1
256	مؤشرات سوق الأسهم السعودي المعتمدة في الدراسة (المتغيرات التابعة)	2
257	النمذجة القياسية لأثر صندوق الراجحي للأسهم المحلية على المؤشر العام للسوق TASI	3
258	النمذجة القياسية لأثر صندوق الراجحي للأسهم الخليجية على المؤشر العام للسوق TASI	4
259	النمذجة القياسية لأثر صندوق الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية على المؤشر العام للسوق TASI	5
260	النمذجة القياسية لأثر صندوق الأسهم السعودية النقية على المؤشر العام للسوق TASI	6
261	النمذجة القياسية لأثر صندوق الأسهم العقارية الخليجية على المؤشر العام للسوق TASI	7
262	النمذجة القياسية لأثر صندوق الجزيرة للأسهم السعودية على المؤشر العام للسوق TASI	8
263	النمذجة القياسية لأثر صندوق أصول وبخيت للأسهم السعودية على المؤشر العام للسوق TASI	9
264	النمذجة القياسية لأثر صندوق الراجحي للأسهم المحلية على حجم التداول في سوق الأسهم السعودي	10
265	النمذجة القياسية لأثر صندوق الراجحي للأسهم الخليجية على حجم التداول في سوق الأسهم السعودي	11
266	النمذجة القياسية لأثر صندوق الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية على حجم التداول في سوق الأسهم السعودي	12
267	النمذجة القياسية لأثر صندوق الأسهم السعودية النقية على حجم التداول في سوق الأسهم السعودي	13

فهرس الملاحق

268	النمذجة القياسية لأثر صندوق الأسهم العقارية الخليجية على حجم التداول في سوق الأسهم السعودي	14
269	النمذجة القياسية لأثر صندوق الجزيرة للأسهم السعودية على حجم التداول في سوق الأسهم السعودي	15
270	النمذجة القياسية لأثر صندوق أصول وبخيت للأسهم السعودية على حجم التداول في سوق الأسهم السعودي	16
271	النمذجة القياسية لأثر صندوق الراجحي للأسهم المحلية على رسملة سوق الأسهم السعودي	17
272	النمذجة القياسية لأثر صندوق الراجحي للأسهم الخليجية على رسملة سوق الأسهم السعودي	18
273	النمذجة القياسية لأثر صندوق الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية على رسملة سوق الأسهم السعودي	19
274	النمذجة القياسية لأثر صندوق الأسهم السعودية النقية على رسملة سوق الأسهم السعودي	20
275	النمذجة القياسية لأثر صندوق الأسهم العقارية الخليجية على رسملة سوق الأسهم السعودي	21
276	النمذجة القياسية لأثر صندوق الجزيرة للأسهم السعودية على رسملة سوق الأسهم السعودي	22
277	النمذجة القياسية لأثر صندوق أصول وبخيت للأسهم السعودية على رسملة سوق الأسهم السعودي	23

مقدمة عامة

تمهيد:

اهتمت الدول، منذ القديم، بالاقتصاد اهتماماً كبيراً؛ باعتباره عصب الحياة والمؤشر الرئيسي لتطور وازدهار الدول، حيث اهتمت بالادخار المحلي وتجميع المدخرات وتشجيع الاستثمار وغيرها، وهو ما ساهم في بروز أسواق الأوراق المالية كمؤسسات مالية تتولى مهمة استقطاب الأموال ودعم الاستثمارات وتسريعها وبالتالي النهوض بالاقتصاد الوطني وتحقيق التنمية الاقتصادية المرجوة.

تعدّ سوق الأوراق المالية المرآة الحقيقية العاكسة لاقتصاد أي دولة، وتعتبر إحدى الآليات الهامة لحشد وتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المختلفة، من خلال عملها كقناة تربط بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي. ويتطلب تطور أداء السوق وقيامها بالدور المنوط بها على أكمل وجه توفر العديد من المقومات أبرزها المناخ الملائم: من تشريعات وقوانين وأدوات مالية ومؤسسات مالية نشطة .

إن صناديق الاستثمار الإسلامية هي أحد أهم المؤسسات المالية الإسلامية الناشطة في أسواق الأوراق المالية في الوقت الحاضر، حيث اكتسبت مكانة مهمة في الأسواق بفضل المهام التي تقوم بها والمتمثلة أساساً في تجميع المدخرات- خاصة من صغار المدخرين- وتوجيهها نحو الاستثمارات المختلفة بأساليب متنوعة تتوافق مع الأحكام الشرعية. وأيضاً بفضل الميزات التي توفرها هذه الصناديق من اختصار للوقت والجهد للمستثمر؛ حيث أن المستثمر الصغير بإمكانه ولوج عالم الاستثمار من خلال إتاحة الفرصة له بشراء وثائق الصناديق بمبالغ صغيرة وملائمة له، كما تتوفر صناديق الاستثمار الإسلامية على العديد من المزايا الأخرى أهمها؛ تنوع آليات الاستثمار فيها وإمكانية تسهيل وثائقها بسهولة. كل هذه الخصائص التي تتمتع بها صناديق الاستثمار الإسلامية ساهمت في انتشارها وجعلتها قبلة للمستثمرين المسلمين وغير المسلمين.

وتعد المملكة العربية السعودية السبّاقة، عربياً، لخوض تجربة صناديق الاستثمار؛ حيث أنشئ أول صندوق استثماري سنة 1979م، ثم تنامت صناعة صناديق الاستثمار من سنة لأخرى، وتنامى بالموازاة مع ذلك الطلب على صناديق استثمارية تتوافق أنشطتها مع أحكام الشريعة الإسلامية، تسمح بجذب أموال المدخرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم بطرق شرعية؛ مما شجع الكثير من شركات الاستثمار والمصارف الإسلامية على تلبية الطلب وإنشاء المزيد من الصناديق الجديدة الموافقة للشريعة الإسلامية أو تحويل صناديق قائمة فعلاً لتعمل وفق الضوابط الشرعية.

الإشكالية الرئيسية:

في ضوء ما سبق؛ ونظراً لأهمية صناديق الاستثمار الإسلامية في الاقتصاد بصفة عامة والدور الذي تؤديه على مستوى سوق الأوراق المالية بصفة خاصة، تتبلور إشكالية هذا البحث في التساؤل الرئيسي الآتي:

إلى أي مدى يمكن لصناديق الاستثمار الإسلامية المساهمة في تطوير ورفع أداء سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية؟
الأسئلة الفرعية:

تتدرج تحت الإشكالية الرئيسية الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو الدور التمويلي لسوق الأوراق المالية؟ وما هي المزايا التي تحققها للمستثمر؟
- فيم تتمثل أهم الأنشطة والأساليب الاستثمارية لصناديق الاستثمار الإسلامية؟
- ما هو الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار الإسلامية على مستوى سوق الأوراق المالية؟
- ما هو واقع صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية في المملكة العربية السعودية؟
- هل توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين صناديق الاستثمار الإسلامية- معبراً عنها بإجمالي الموجودات وعدد الوحدات المصدرة والأداء- و مؤشرات سوق الأسهم السعودي؟

فرضيات الدراسة:

- من أجل حصر الموضوع، ويهدف الإجابة على الأسئلة السابقة، تمت صياغة فرضيات البحث كالتالي:
- تلعب سوق الأوراق المالية دوراً تمويلياً مهماً من خلال عملها كقناة تربط أصحاب العجز المالي بأصحاب الفائض المالي.
 - تقوم صناديق الاستثمار الإسلامية بجذب وتعبئة المدخرات من أصحابها وتوجيهها نحو استثمارات مختلفة وفق أحكام الشريعة الإسلامية.
 - تساعد صناديق الاستثمار الإسلامية على استقطاب مستثمرين جدد، وإضافة أدوات مالية جديدة للسوق، وبالتالي المساهمة في تنشيط سوق الأوراق المالية.
 - تعدّ السعودية تجربة رائدة في مجال صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية، حيث يعتبر سوق الأسهم السعودي بيئة جد مناسبة لنشاط هذه الصناديق.
 - توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين صناديق الاستثمار الإسلامية- معبراً عنها بإجمالي الموجودات وعدد الوحدات المصدرة والأداء- ومؤشرات سوق الأسهم السعودي.

أهمية الدراسة:

يكتسي البحث أهميته من الأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار الإسلامية باعتبارها تمثل فرصة مناسبة للراغبين في استثمار أموالهم وفق أساليب شرعية مباحة بعيداً عن كل المعاملات غير المشروعة، هذا من جهة، ومن جهة أخرى؛ توفر صناديق الاستثمار الإسلامية للمستثمرين أصحاب المدخرات الصغيرة - والذين لا يملكون الخبرة الكافية- فرصاً استثمارية ملائمة للاستفادة من مدخراتهم وتوظيفها في الاستثمارات المختلفة. وبالتالي فإن تطور ونجاح هذه الصناعة وقيامها بوظائفها على أكمل وجه؛ يعتبر عاملاً أساسياً للنهوض بالاستثمار الإسلامي ورافداً مهماً لتعزيز الصناعة المالية الإسلامية.

كما تزداد هذه الدراسة أهمية، من خلال محاولات إبراز أهمية ودور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية والتأثير على أدائها وتطورها، وذلك من خلال دراسة تجربة نشاط الصناديق الاستثمارية الإسلامية في سوق الأسهم السعودي باعتبارها تجربة رائدة في الدول العربية.

أسباب اختيار الموضوع:

هناك مجموعة من الاعتبارات والأسباب التي دفعتنا لاختيار موضوع البحث المتمثل في: "أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء سوق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الأسهم السعودي"- نذكر منها:

- دوافع ذاتية تتمثل في الرغبة في التعمق في المواضيع الحديثة للاقتصاد والتمويل الإسلامي؛
- حداثة موضوع صناديق الاستثمار الإسلامية نسبياً وقلة الدراسات والأبحاث التي تناولته؛
- الأهمية الكبيرة والمتزايدة التي أصبح يحظى بها كل من التمويل الإسلامي والصناعة المالية الإسلامية على كل الأصعدة، خاصة بعد أزمة 2008؛ وهو ما ساهم في لفت النظر لوجوب دراسة هذه المواضيع والتعمق فيها؛
- تنامي نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية بشكل ملحوظ في السنوات الأخيرة - خاصة في العالم الإسلامي والدول العربية- وزيادة إقبال المستثمرين عليها بشكل كبير جداً بفضل دورها في استقطاب المدخرات من صغار المدخرين وتوجيهها نحو الاستثمارات المختلفة، وهو ما دفع العديد من الاقتصاديين للتنبؤ بمستقبل واعد لهذه الصناديق إذا ما توفر لها مناخ مناسب يساعدها على التقدم للأمام.
- الرغبة في تقديم رؤية معمقة حول الدور الذي يمكن أن تلعبه صناديق الاستثمار الإسلامية، ومدى قدرتها على تحريك وتنشيط سوق الأوراق المالية، و منه محاولة إثراء هذا الموضوع من مختلف جوانبه

مقدمة عامة

النظرية والتطبيقية. وبالتالي فالدافع الرئيس لهذه الدراسة هو معرفة وتحليل أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء مؤشرات سوق الأوراق المالية؛

- تم التركيز في هذه الدراسة على سوق الأسهم السعودي؛ كونه يعدّ من أكبر أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، كما تعدّ المملكة العربية السعودية رائدة - عربياً - في مجال صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية.

أهداف الدراسة:

- تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف يمكن ذكر أهمها فيما يلي:
- التعريف بسوق الأوراق المالية والأدوات المتداولة فيها وآليات عملها، بالإضافة لأهميتها والدور الذي تلعبه في الحياة الاقتصادية بشكل عام؛
 - محاولة إعطاء فكرة شاملة عن صناديق الاستثمار الإسلامية وآلية عملها، وإبراز أهمية وجود هذه المؤسسات؛ سواء بالنسبة للاقتصاد الوطني أو المستثمرين الأفراد أو أسواق الأوراق المالية؛
 - توضيح أهم جوانب تأثير نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على سوق الأوراق المالية؛
 - تسليط الضوء على أداء سوق الأسهم السعودي من خلال إبراز وتحليل مؤشرات تطوره، باعتباره من أكبر وأهم الأسواق العربية؛
 - الوقوف على واقع صناديق الاستثمار الإسلامية في المملكة العربية السعودية؛
 - إبراز العلاقة بين نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية وأداء مؤشرات سوق الأسهم السعودي، ومحاولة تحليل العلاقة بينهما والتعبير عنها كمياً من خلال استخدام الأساليب الإحصائية وأدوات القياس الاقتصادي المناسبة.

الدراسات السابقة:

من أهم الدراسات التي تم الاطلاع عليها، والتي تصب في نفس سياق بحثنا، نذكر:

1- دراسة فتيحة كحلي، "تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية- دراسة تجارب بعض الدول العربية"-، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2010-2011، هدفت الدراسة إلى معالجة إشكالية مدى فعالية صناديق الاستثمار الإسلامية مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية على مستوى الدول العربية خاصة في ظل الأزمة المالية العالمية.

مقدمة عامة

وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: تفوق الصناديق الإسلامية في أدائها على نظيرتها التقليدية في فترات هبوط الأسواق وفي فترة الأزمة المالية، وهذا بنظر الباحثة دليل كافٍ على أن الصناديق الإسلامية تقدم للمستثمرين تحوطاً جيداً في فترات الركود الاقتصادي بسبب القواعد التي يفرضها الاستثمار الإسلامي على اختيار أصول الصناديق.

أما الدراسة الحالية ومع أنها تتقاطع مع الدراسة السابقة في جانبها النظري، إلا أنها تختلف عليها في الجانب التطبيقي، حيث تناولنا في الجانب التطبيقي واقع قطاع صناديق الاستثمار الإسلامية في المملكة العربية السعودية، وحاولنا - من خلال هذه الدراسة - الاهتمام بالجانب النظري بالإضافة إلى الجانب التحليلي، وذلك من خلال الاعتماد على التحليل القياسي في إيجاد أثر نشاط الصناديق الإسلامية على أداء مؤشرات سوق الأسهم السعودي.

2- دراسة وداد بوحلاسة، "صناديق الاستثمار الإسلامية ودور المصارف الإسلامية في تفعيلها لتمويل التنمية"، مذكرة ماجستير في الاقتصاد والإدارة، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة، 2013-2014، هدفت هذه الدراسة إلى معالجة إشكالية مدى قدرة صناديق الاستثمار الإسلامية على تمويل عمليات التنمية في البلدان الإسلامية، ودور المصارف الإسلامية في تفعيل الصناديق وتمكينها من القيام بالوظيفة التي كانت ترجى من وجودها.

وقد خلُصت هذه الدراسة إلى أن صناديق الاستثمار الإسلامية وبالإضافة لدور الوساطة المالية الذي تقوم به بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي، فإنها كذلك تتخصص بتقديم خدمات مهمة أخرى من بينها: توفير قنوات استثمارية ملائمة للشريعة، التنوع، توفير السيولة، المحافظة على رؤوس الأموال داخل البلدان الإسلامية وهو ما يساهم في عمليات التنمية فيها.

أما الدراسة الحالية فالإضافة إلى التطرق للدور الاقتصادي الذي تقوم به صناديق الاستثمار الإسلامية ووظائفها المختلفة، إلا أنها لم تكتف بالمعالجة النظرية للموضوع بل حاولت التركيز على الجانب النظري مع تطبيق عملي وإظهار الدور الاقتصادي للصناديق الإسلامية بصفة خاصة في سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال دراسة تحليلية وقياسية لأثر نشاط الصناديق الإسلامية في سوق الأسهم السعودي.

3- دراسة رفيق شرياق، "دراسة الأساليب الاستثمارية للبنوك الإسلامية وأثرها على سوق الأوراق المالية- دراسة حالة-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باجي مختار عنابة، 2014/2015. هدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تبيان الأثر الذي تحدثه استثمارات البنوك

مقدمة عامة

الإسلامية على مختلف مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، حيث شمل الجانب التطبيقي دراسة تأثير نشاط عينة من صناديق الاستثمار التي تديرها البنوك الإسلامية على أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة من 2009 إلى 2014. وقد توصلت الدراسة التطبيقية إلى وجود ارتباط قوي في معظم الحالات بين صناديق الاستثمار الإسلامية ومؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي.

أما الدراسة الحالية فقد تميزت عن الدراسة السابقة بتركيز كل اهتمامها حول صناديق الاستثمار الإسلامية من كل جوانبها، سواء النظرية أو العملية، ورغم تقاطعها مع الدراسة السابقة في الجانب التطبيقي، إلا أن ما يميز الدراسة الحالية أيضاً أنها تناولت فترة زمنية مهمة (2009-2019).

4-دراسة أحمد حسن محمود عربيات، "أثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات السوق المالي السعودي"، أطروحة دكتوراه في المصارف الإسلامية، جامعة العلوم الإسلامية العالمية عمان، 2017. هدف الباحث من خلال دراسته إلى إبراز الدور الاقتصادي الذي تؤديه صناديق الاستثمار الإسلامية من خلال تأثيرها على مؤشرات السوق المالي السعودي وشملت فترة الدراسة السنوات من 2011 إلى 2015. ومن أهم النتائج التي توصل إليها الباحث: أن صناديق الاستثمار الإسلامية من فئة المتاجرة بالأسهم المحلية تلعب دوراً هاماً في السوق المالي السعودي لاستحواذها على 38% من المجموع الكلي للصناديق الاستثمارية العاملة في السوق خلال الفترة، كما توصلت الدراسة إلى وجود أثر معنوي لصناديق الاستثمار الإسلامية (صافي الموجودات، عدد الوحدات المصدرة، الأرباح) على مؤشرات السوق المالي السعودي (القيمة السوقية للأسهم المتداولة، حجم التداول، المؤشر العام)، وهو ما يؤكد - حسب الباحث - الدور الفعال لصناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات السوق المالي السعودي.

تميزت الدراسة الحالية عن الدراسة السابقة بالآتي:

- تطرقت الدراسة الحالية بأكثر تفصيل لأنواع المختلفة لصناديق الاستثمار الإسلامية وكيفيات الاستثمار فيها وآلية عملها، بالإضافة لعمليات الرقابة فيها والتحديات التي تواجهها، مع التركيز على دورها الاقتصادي على جميع الأصعدة.
- الفترة الزمنية التي غطتها الدراسة الحالية أشمل من الدراسة السابقة (2009 - 2019).
- شملت الدراسة السابقة عينة من الصناديق من فئة المتاجرة بالأسهم المحلية، في حين شملت الدراسة الحالية مجموعة من الصناديق الإسلامية متنوعة الأصول.

حدود الدراسة:

يتمثل الإطار الزمني للدراسة في كونها تغطي الفترة الممتدة من سنة 2009 إلى غاية سنة 2019، أما الإطار المكاني فهو يشمل سوق الأسهم السعودي.

المنهج المتبع:

بالنظر إلى طبيعة الموضوع ومن أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة وتحقيق أهداف الدراسة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي عند التعرض إلى الأطر النظرية للدراسة، من خلال عرض مختلف المفاهيم المتعلقة بصناديق الاستثمار الإسلامية من جهة وسوق الأوراق المالية من جهة أخرى وكل ما له علاقة بالجانب النظري للموضوع، وكذلك في تحليل البيانات والإحصائيات الخاصة بصناديق الاستثمار الإسلامية السعودية ومؤشرات سوق الأسهم السعودي في الفترة الممتدة بين سنوات 2009-2019.

كما تم الاعتماد على المنهج القياسي من خلال استخدام نماذج الانحدار الخطي المتعدد لقياس العلاقة واختبار أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة، وذلك من خلال الاعتماد على برنامج Eviews12.

صعوبات الدراسة:

لا أحد ينكر ما يواجهه الطالب أو الباحث الجامعي من صعوبات وعراقيل في سبيل إنجاز بحثه، ويمكن إنجاز أهم الصعوبات التي واجهتنا في إعداد هذا العمل فيما يأتي:

- قلة الدراسات السابقة ذات الصلة المباشرة بموضوع بحثنا وتركيز أغلب الدراسات التطبيقية على موضوع صناديق الاستثمار التقليدية؛
- تباين الإحصائيات والبيانات من مصدر لآخر؛ وتضارب الأرقام بين التقارير السنوية من سنة لأخرى.
- استحالة الحصول على بعض الإحصائيات والبيانات المهمة في دراستنا، نذكر منها الإحصائيات الخاصة بقطاع صناديق الاستثمار الإسلامية في المملكة العربية السعودية (تطور عدد صناديق الاستثمار الإسلامية من سنة لأخرى، عدد المشتركين في هذه الصناديق، حجم الأصول المستثمرة فيها)، حيث أن الإحصائيات المتوفرة في التقارير السنوية تخص إجمالي قطاع الصناديق الاستثمارية العاملة في السعودية ولا تفصل الصناديق الإسلامية عن غير الإسلامية، وكان للدراسة أن تكون أفضل لو كانت الإحصائيات متوفرة أو حصلنا على إحصائيات لمتغيرات أخرى.

هيكل الدراسة:

بغية الإجابة على إشكالية الدراسة والوصول إلى تحقيق الأهداف المرجوة منها، سيتم تقسيم هذا البحث إلى أربعة فصول كما يلي:

الفصل الأول يتناول: **أساسيات سوق الأوراق المالية**، تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث؛ نتطرق في المبحث الأول بالتفصيل إلى ماهية سوق الأوراق المالية، ويتناول المبحث الثاني مختلف الأدوات المتداولة في سوق رأس المال، أما المبحث الثالث فيُفصّل في الإطار التنظيمي لسوق الأوراق المالية بدءاً بآليات التعامل في السوق ثم مفهوم كفاءة السوق وأخيراً ماهية مؤشرات سوق الأوراق المالية.

الفصل الثاني المعنون بـ: **الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية**، وقبل الخوض في مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية ارتأينا تخصيص المبحث الأول من هذا الفصل لماهية الاستثمار الإسلامي من أجل التعرف على خصائصه والضوابط التي تحكمه وأهم أهدافه، أما المبحث الثاني فيتناول ماهية صناديق الاستثمار الإسلامية، في حين نستعرض من خلال المبحث الثالث مختلف تصنيفات وأنواع صناديق الاستثمار الإسلامية.

الفصل الثالث بعنوان: **الإطار العملي لصناديق الاستثمار الإسلامية ودورها على مستوى سوق الأوراق المالية**، نحاول من خلال هذا الفصل التفصيل في الجانب العملي والتشغيلي لصناديق الاستثمار الإسلامية؛ فتم التطرق في المبحث الأول لنظام تشغيل صناديق الاستثمار الإسلامية حيث حاولنا تسليط الضوء على الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية وكيفية إدارتها وآلية استثمار الأموال فيها ومختلف العمليات التي تتخلّل نشاط هذه الصناديق وكذلك طرق قياس أدائها، أما المبحث الثاني فتم تخصيصه لمخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية وآلية تطبيق الرقابة عليها، وفيه يتم التعريف بالمخاطر التي تواجه عمل الصناديق مهما كان نوعها وأهمية تطبيق الرقابة الشرعية على معاملات الصندوق باعتبارها إحدى آليات مواجهة المخاطر إضافة على التحديات التي تواجه صناديق الاستثمار الإسلامية في القيام بعملها، أما المبحث الثالث والأخير فنتناول فيه المزايا التي تقدّمها صناديق الاستثمار الإسلامية سواء للمستثمرين أو المؤسسين ودورها في تنشيط الاقتصاد بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة.

الفصل الرابع بعنوان: **دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)**، وتم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث؛ المبحث الأول: لمحة عن سوق الأسهم السعودي، أما المبحث الثاني فتناول: صناديق الاستثمار الإسلامية في سوق

مقدمة عامة

الأسهم السعودي، وخصّص المبحث الثالث لتحليل وقياس أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء مؤشرات سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)، من خلال الاعتماد على برنامج Eviews12.

وقد أنهينا دراستنا بخاتمة، استعرضنا فيها نتائج الدراسة، اختبار الفرضيات، وتقديم اقتراحات وآفاق للبحث.

الفصل الأول:

أساسيات سوق الأوراق المالية

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

تمهيد:

تعتبر سوق الأوراق المالية أحد العناصر المهمة في القطاع المالي نظرا لدورها الرئيسي في انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي التي تبحث عن مجالات لاستثمار أموالها إلى الوحدات ذات العجز المالي التي تبحث عن التمويل اللازم والذي يتماشى مع إمكانياتها، وبالتالي المساهمة بشكل فعال في زيادة الاستثمارات من خلال حشد المدخرات وتوجيهها لمجالات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني.

ونظرا لأهمية ودور سوق الأوراق المالية سعت الدول المتقدمة والنامية على حد سواء إلى تطوير أسواقها المالية بما يخدم مصالحها الاقتصادية وما يضمن الاستفادة من رؤوس الأموال بأفضل وجه ممكن.

وعلى هذا الأساس نهدف من خلال هذا الفصل إلى تعميق المعرفة بالجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية، إبراز أهم الأدوات المتداولة فيها وتسلط الضوء على آلية عملها، وذلك وفق الترتيب التالي:

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث: الإطار التنظيمي لسوق الأوراق المالية

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية المرآة العاكسة لاقتصاد أي دولة والقلب النابض له كونها مصدر مهم من مصادر التمويل للاقتصاد وموقع لالتقاء تيارى الطلب والعرض على رؤوس الأموال، فهي تعمل على انتقال الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز المالي وحشد المدخرات الوطنية وتوجيهها للاستثمارات المختلفة.

المطلب الأول: مفهوم ونشأة سوق الأوراق المالية

ساهمت التطورات الصناعية المختلفة التي شهدتها العالم في تشكيل أسواق الأوراق المالية والتي نمت وتطورت بسرعة وأصبحت في العصر الحالي القلب النابض لتمويل كل اقتصاديات العالم، وهو ما يدفع للبحث في تعريف هذا السوق وأبرز الخصائص التي تميزه.

الفرع الأول: تعريف وخصائص سوق الأوراق المالية

لا بد أولاً من تعريف سوق الأوراق المالية والذي بدوره مركب من كلمتين: سوق والأوراق المالية، لذلك نبين معنى جزأيه، ثم نبين المراد من هذا التركيب اللفظي في الميدان الاقتصادي.

السوق: كلمة السوق تطلق على موضع البيع والشراء ولذلك فقد استعملت اقتصادياً في معنى أوسع بكثير، وبذلك فهي تعني المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون لسلمة معينة، غير أن وحدة المكان ليست شرطاً أساسياً لقيام السوق، كما يعني بالسوق في **التعريف الاقتصادي** "مجموع الباعين والمشتريين لسلمة معينة أو لعناصر الإنتاج في فترة زمنية معينة ومنطقة معينة، وعلى اتصال وثيق"¹.

الأوراق المالية: الوثائق التي تصدرها الشركات والبنوك والهيئات العامة وغيرها، وتتمثل عادة في الأسهم والسندات... وهي تتداول في سوق الأوراق المالية².

أما سوق الأوراق المالية ففيما يلي أهم ما تناوله الباحثون من تعريفات لها:

تعرف سوق الأوراق المالية على أنها: "سوق مستمرة ثابتة في المكان تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل في الأوراق

¹ زكريا سلامة عيسى شطناوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، ط1، دار النفائس، الأردن، 2009، ص26.

² صلاح حسن، "البنوك ومخاطر الأسواق المالية العالمية"، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2011، ص156.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

المالية وفقاً لنظم ثابتة ولوائح محددة، ويتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل العرض والطلب بشأنها في ذلك شأن أي سلعة أخرى¹.

كما تعرّف على أنها: "سوق منظمة تقام في مكان ثابت يتولى إدارتها والأشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد يؤمها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار والناشدون الاستفادة من تقلبات الأسعار، تتعقد جلساتها في المقصورة يوميا حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين"².

وعرّفت أيضا كما يلي: "تمثل سوق الأوراق المالية موقع (جغرافي أو لا جغرافي) لعرض وطلب الأوراق المالية، وهي سوق ثانوية للأوراق المالية تجري خلالها عملية التداول بيئاً وشراءً بعد أن تم إصدار الأوراق المالية في السوق الأولى"³.

كما يمكن تعريفها بأنها: "عبارة عن سوق منظمة للتعامل في الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات وكذا السندات الحكومية القابلة للتداول، وتتحدد فيها الأسعار وفقاً لمقتضيات العرض والطلب"⁴. وعليه يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي مكان لالتقاء طالبي وعارضي الأموال سواء كانوا مستثمرين أو مضاربين، يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية المختلفة بيئاً وشراءً وفقاً لقوانين ونظم ثابتة ولوائح محددة ويتحدد سعر الورقة المالية وفق عوامل العرض والطلب.

انطلاقاً مما سبق يمكن إعطاء تعريف شامل لسوق الأوراق المالية: هو إطار منظم تحكمه قواعد وقوانين وأحكام ثابتة، يتم فيه التعامل بالأوراق المالية بيئاً وشراءً على نحو يسمح بانتقال الأموال بين قوى

¹ صلاح الدين حسن السيسى، "البورصات والأسواق المالية - دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية"، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2014، ص 129.

² عبد الله غالم وعبد الحفيظ خزان، "أسواق الأوراق المالية (نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها وأقسامها)"، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد 8، العدد 11، كلية الحقوق والعلوم السياسية جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، مارس 2016، ص 74.

³ محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية (مؤسسات - أوراق - بورصات)"، ط 2، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 239.

⁴ نورين بومدين، "أدوات الهندسة المالية كمدخل لدعم كفاءة سوق الأوراق المالية"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 8، مخبر البحث العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف - الجزائر، جوان 2010، ص 93.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

العرض (أصحاب الفائض المالي) وقوى الطلب (أصحاب العجز المالي)، بشرط توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين فيه.

مما سبق يمكن استخلاص جملة من الخصائص المميزة لسوق الأوراق المالية نذكر منها:

- هي سوق منظمة وموقع لتداول الأوراق المالية في مواعيد محددة، تحكم تداولها قواعد وقوانين ونظم ثابتة ولوائح محددة.
- تتمثل الوظيفة الرئيسية لسوق الأوراق المالية في ضمان انتقال الأموال من أصحاب الفوائض المالية وهم الأفراد والشركات والمدخرين... إلى الجهات التي تحتاج الأموال أي أصحاب العجز المالي كالشركات المستثمرة.
- سوق الإصدار هو السوق الأولي الذي يتم فيه إصدار وطرح الأوراق المالية لأول مرة، والسوق الثانوي هو سوق التداول الذي يتم فيه تداول ما تم طرحه في السوق الأولي.
- تتداول في سوق الأوراق المالية أدوات مالية تقليدية (طويلة الأجل) أهمها الأسهم والسندات، وأدوات مالية غير تقليدية تتمثل في عقود المشتقات المالية.
- يختلف المتعاملون في سوق الأوراق المالية باختلاف توجهاتهم وأهدافهم، بين من يرغبون في الاستثمار (المستثمرون) وبين من يريدون الاستفادة من التقلبات في الأسعار (المضاربون).
- يتولى الوسطاء والسماسرة تنفيذ أوامر البائعين والمشتريين في السوق، حيث يتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل العرض والطلب عليها.

الفرع الثاني: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية

قبل الخوض في نشأة سوق الأوراق المالية وتطوره بشكله الحالي، لابد في البداية من الرجوع إلى فكرة تعددية النقد التي ساهمت في ظهور مهنة جديدة هي الصرافة أي تبادل العملات بعضها ببعض، فقد كلف حكّام اليونان القديمة الصرافين في عام 527 قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين للمدن التي يوجدون فيها، وانتشرت هذه المهنة وتطورت بشكل سريع حتى في الإمبراطورية الرومانية، وفي السنوات الأولى بعد الميلاد دخلت تلك المهنة مرحلة سكون دام 550 عاماً ثم عادت وظهرت في شمال إيطاليا عندما قرر المشرّعون الرومانيون آنذاك وضع عدد كبير من القوانين والتشريعات المتعلقة بعمليات الإيداع وتبادل النقود، وبعد ذلك احتلت الجمهوريات الإيطالية ك(جنوة) و(فينيسيا) و(فلورنسا) بفضل تجارتها مع

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

الشرق مركزاً مرموقاً على صعيد الاقتصاد الدولي، وبدأت رؤوس الأموال تصل إليها بكثافة بالغة مما استدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة ولُقب الأشخاص العاملون في تلك المهنة (المصرفيون)¹. ومع انتعاش حركة التجارة في بلجيكا في بداية القرن الرابع عشر اشتهرت مدينة بروج كقابلة مفضلة للتجار واحتلت المركز الأول في حركة التجارة العالمية وقد جرت العادة في تلك الفترة أن يجتمع التجار ورجال الأعمال مقابل قصر عائلة فن دي بورص (Vander Bourse) لتبادل الصفقات ودراسة عمليات بيع شراء السلع، وقيل: كانوا يجتمعون في فندق يمتلكه شخص يسمى (Van Der Bourse) وقيل إن (فان دي بورص) هذا اكتسب اسمه من الشعار الذي رسمه على فندقه دلالة على مهنته وهو عبارة عن ثلاثة أكياس من النقود وذلك لأن كلمة Bourse تعني كيس النقود، وتطورت حركة التبادل هذه لتأخذ اسم العائلة أو الشخص مع العملية إلى أن أصبحت هذه الكلمة تطلق على سوق تداول الأوراق المالية². ويعتبر المؤرخون عام 1339م بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة وفي عام 1595م ظهرت بورصة ليون الفرنسية الأقدم والأكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا، أما بورصة لندن فلقد وجدت منذ بداية القرن السابع عشر ثم توالى إنشاء البورصات الأوروبية الأخرى وبورصة "وولستريت" الأمريكية مع نهاية القرن السابع عشر ونهاية القرن الثامن عشر، بعدها انتشرت البورصات تدريجياً في باقي دول العالم. وقد مرّت فكرة سوق الأوراق المالية عبر تطورها التاريخي ووفقاً للحاجة وطبيعة الإمكانيات المتاحة بمجموعة من المراحل نلخصها في الآتي³:

المرحلة الأولى: مرحلة إنشاء بورصات البضائع

إن التطور والانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن الكبرى مما أدى إلى ازدحام السكان فيها، حيث أصبح تمويل هذه المدن منظماً بالأغذية والحبوب فأدى هذا إلى وجود سوق عالمي للتجار بالمحاصيل الزراعية، فنشأ فريق جديد من المتعاملين سموا بالمضاربيين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، وإنشاء تجارة الجملة لتحمل مخاطر الاتجار،

¹ عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص8.

² محمد عدنان بن الضيف، "مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية"، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص110.

³ قيصر عبد الكريم الهيتي، "أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)"، ط1، دار رسلان للنشر والتوزيع، سوريا، 2006، ص ص209، 210.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

فنشأت البورصات في أماكن متعددة للاتجار في هذه المحاصيل وسميت بورصة البضائع، فقد أنشئت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304م.

المرحلة الثانية: مرحلة التعامل بالأوراق التجارية

بدأ في فرنسا في القرن الثالث عشر تداول الكمبيالات والسحوبات الإذنية حيث أوجد الملك فيليب مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول، وفي إنجلترا عام 1688م كان التعامل يتم في سندات الائتمان، وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست عام 1599م.

المرحلة الثالثة: مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي

كان التعامل في بدايته يجري في بورصة البضائع ولكن بعد خروج المتعاملين في الأوراق المالية من بورصة البضائع بدؤوا يبحثون عن مكان لهم يجتمعون فيه، فكان مكانهم قارعة الطريق والمقاهي.

المرحلة الرابعة: مرحلة استقلال البورصات المالية بمبانيها وأنظمتها

لقد شهدت هذه المرحلة تطورا صناعيا وذلك بنشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، فبنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخول من ناحية ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى، أدى إلى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة وضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها.

المطلب الثاني: أقسام سوق الأوراق المالية.

تصنف أسواق الأوراق المالية حسب عدة معايير منها:

الفرع الأول: تصنيف سوق الأوراق المالية حسب فترة تنفيذ التعاقد

تنقسم سوق الأوراق المالية حسب فترة تنفيذ التعاقد إلى قسمين أسواق آجلة وأسواق حاضرة (فورية).

1. الأسواق الآجلة

هي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات البيع أو الشراء للأوراق المالية ثم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل، والغرض من هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغيرات الأسعار¹. حيث تنقسم أسواق الأوراق المالية الآجلة إلى: سوق الخيارات و سوق المستقبلات وسوق المبادلات.

¹ عبد القادر أحمد محمد صباغ، "قيد الأوراق المالية في البورصة- دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي-"، ط1، المركز العربي للنشر والتوزيع، مصر، 2018، ص85.

2. الأسواق الحاضرة (الفورية)

هي الأسواق التي يتم فيها عرض وتداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين، وتعد فيها الصفقات بشكل فوري أي تنتقل ملكية الورقة المالية من البائع إلى المشتري فور تنفيذ الصفقة ودفع قيمتها.

الفرع الثاني: تصنيف سوق الأوراق المالية حسب طبيعة عمل السوق

تنقسم الأسواق المالية الحاضرة إلى قسمين السوق الأولية والسوق الثانوية.

1. السوق الأولية

يعرف أيضا بسوق الإصدار الجديد، وهو السوق الذي يشهد الإصدارات الأولية للأسهم والمنتجات المالية وفيه تباع لأول مرة، وهذا يعني أن السوق الأولي هو الذي تحصل منه الشركات والحكومات على القروض¹. والهدف الرئيسي من الإصدارات الجديدة التي تتم بهذا السوق هو حصول الشركات التي هي تحت قيد التأسيس (الجديدة) على رأس المال الأساسي، أما الشركات القائمة فتهدف أساسا لزيادة رأس مالها.

يتم الإصدار في هذه السوق عن طريق²:

- أ. **الاكتتاب العام**: سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس وإنشاء الشركات الجديدة، أو زيادة رأس مالها بغرض توسيع وتنويع نشاطها أو إصدار السندات عند الحاجة لقروض طويلة الأجل، وعادة ما تتولى عملية إصدار الأوراق المالية مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الإصدار.
- ب. **الاكتتاب المغلق**: وهو الاكتتاب الخاص أي الذي يقتصر فقط على المؤسسين وحدهم بغرض زيادة رأس مال شركات قائمة بالفعل.

¹Mahfoud Djebbar , "**Islamic Financial Markets : Achievements, prospects, and challenges**", First International Conference on Emerging financial markets between traditional visions and Islamic future, Skikda University, 17–18 november 2015, P8 .

² عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص18.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

- تعتبر السوق الأولية ركيزة مهمة من ركائز النشاط الاقتصادي نظراً لأهميتها الكبيرة وهي¹:
- تعد آلية مهمة في تجميع المدخرات وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات التي تعاني عجزاً في الموارد المالية.
 - تمارس السوق الأولية تأثيراً محسوساً على مصادر الادخار في مرحلة التجميع وعلى توزيعه في مرحلة التوظيف.
 - تعد منبعاً أساسياً لضمان تدفق الأموال وبغير انقطاع إلى الوحدات الإنتاجية.
 - السوق الأولية تضمن توجيه المدخرات في مسارها الصحيح إلى المشروعات التي في مرحلة التكوين أو تلك القائمة الراغبة في التوسع والتطوير.
 - تلعب دوراً تمويلياً هاماً للشركات المساهمة التي ما كان لها أن تقوم ولا أن يظهر وجودها في غياب السوق الأولية التي تضمن تمويلها، وما قامت هذه الأسواق إلى حينما عجز الأفراد عن تمويل المشروعات العملاقة.
 - إن الشركات القائمة التي بحاجة إلى زيادة مواردها المالية للتوسع والتطوير أو لمواجهة مشاكلها التمويلية لا سبيل أمامها إلا اللجوء إلى السوق الأولية.

2. السوق الثانوية (سوق التداول)

وهي السوق التي يتم في نطاقها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية والاحتتاب بها من المالكين الأصليين أو غير الأصليين إلى غيرهم²، وبالتالي فهي السوق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية بين المستثمرين، وتتمثل الوظيفة الرئيسية لهذه السوق في توفير السيولة الدائمة. وعليه يمكن القول أن السوق الأولية تستمد قوتها وفعاليتها انطلاقاً من السوق الثانوية التي تعتبر مكان التقاء طالبي وعارضي الأوراق المالية وفيها تمارس عمليات البيع والشراء.

¹ محمد صبري هارون، "أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)"، ط2، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص ص38، 39.

² محمد وجيه حنيني، "تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية - دراسة تطبيقية -"، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص36.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

ولإيضاح أكثر مفهوم السوق الثانوية نبرز ذلك في النقاط التالية¹:

- في السوق الثانوية يستطيع المقرض الذي أقرض الشركة) عن طريق شراء السندات من السوق الأولية) أن يبيع دينه وذلك ببيع هذه السندات أو جزء منها، كما يستطيع الشريك الذي ساهم في الشركة) عن طريق شراء الأسهم من السوق الأولية) أن يبيع نصيبه في الشركة كله أو بعضه لآخر، وذلك ببيع هذه الأسهم أو بعضاً منها.

- تعتبر السوق الثانوية سوق للمتاجرة في الأوراق المالية، حيث يلجأ إليها الكثير من المتعاملين لغرض تحقيق الأرباح والاستفادة من فروقات الأسعار، فالمتعامل لا يشتري الورقة المالية ليحتفظ بها؛ بل ليبيعها عندما يرتفع سعرها في السوق، ليربح الفرق بين سعر شراؤها وسعر بيعها.

- يجري التعامل في السوق الثانوية بين المتعاملين من غير أن تكون الشركة المصدرة للورقة المالية طرفاً في هذه المعاملات، غير أن الشركة تستفيد من تداول أوراقها في السوق الثانوية من عدة فوائد منها: الإعلان الدائم عن الشركة مما يكسبها شهرة وينعكس ذلك بأثر إيجابي على مبيعاتها وكذلك سهولة التعرف على المركز المالي للشركة من خلال الإطلاع على أسعار أوراقها المالية، إضافة إلى تمكين ملاك الشركة من بيع أسهمهم فيها بأقصر وقت وأفضل سعر لكونها سوقاً مستمرة.

الفرع الثالث: تصنيف سوق الأوراق المالية حسب درجة تنظيمها

وتنقسم إلى قسمين رئيسيين هما سوق منظمة (البورصة) وسوق غير منظمة (السوق الموازية).

1. السوق المنظمة (بورصة الأوراق المالية)

يطلق عليها السوق المنظمة أو السوق الرسمية، وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة بمواعيد محددة وفقاً لقواعد وإجراءات تحددها لجنة البورصة، وتتميز بورصة الأوراق المالية بوجود مكان محدد للتعامل بالأوراق المالية ووجود إجراءات محددة للتداول، مع ملاحظة أن هناك قواعد معينة لتسجيل الأوراق المالية فيها.

¹ مبارك بن سليمان آل فواز، "الأسواق المالية من منظور إسلامي"، ج1، ط1، مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد

العزیز، جدة، السعودية، 2010، ص 75-77.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

إن الغرض من البورصة هو تسهيل تبادل الأوراق المالية بين المشتريين والبائعين، وبالتالي توفير سوق (افتراضي أو حقيقي) كما توفر البورصات معلومات التداول في الوقت الحقيقي فيما يخص الأوراق المالية المدرجة، وبالتالي تسهل على المستثمر اكتشاف الأسعار والتعرف عليها¹.

2. السوق غير المنظمة (السوق الموازية)

يطلق عليها السوق الموازية أو أسواق ما فوق المنضدة ويتم التعامل فيها بالأوراق غير المدرجة في السوق المنظمة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء تلك المعاملات²، ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقاً للتفاوض بين الطرفين، ويمكن أن تتم هذه العمليات بالهاتف أو بالحاسوب من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين الوسطاء والسماسرة وغيرهم.

الفرع الرابع: تصنيف الأسواق الثانوية غير المنظمة

تصنف الأسواق الثانوية غير المنظمة إلى قسمين سوق تالثة وسوق رابعة.

1. السوق التالثة

هي قطاع من السوق غير المنظمة، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وبيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بغض النظر عن كميتها، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق الضمان وصناديق التقاعد والأصول التي تديرها البنوك التجارية نيابة عن عملائها³. ويتم التعامل في هذه السوق بأسهم الشركات غير المدرجة؛ وهي الشركات التي لم تستوف بعد شروط الإدراج التي تطلبها البورصة لإدراج اسم الشركة في قائمة الشركات التي يتم التعامل بأسهمها في السوق المنظمة⁴.

¹ Noureddine Krichene, "Islamic Capital Markets—Theory and practice", John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd, Singapore, 2013, P596.

² حيدر يونس الموسوي، "المصارف الإسلامية أداؤها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية"، ط1، دار البيازوري، الأردن، 2011، ص80.

³ عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص21.

⁴ ديماء وليد حنا الرضي، "الأسواق المالية (تركيباتها، كفاءتها، سيولتها، والتجربة العربية)"، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2015، ص8.

2. السوق الرابعة

هو سوق غير منظم يجري التعامل فيه بأوراق مالية غير مدرجة، ولا وجود للوساطة في هذه السوق، والسبب في قيامها هو حاجة بعض المؤسسات إلى تنفيذ صفقات بأحجام كبيرة بأقل تكلفة، وجمهور المتعاملين في هذه السوق هم المؤسسات المالية كبيرة الحجم وأغنياء المستثمرين الذين يتعاملون فيما بينهم ويشترون الأوراق المالية في طلبات كبيرة وذلك كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسة، ويتم التعامل فيها من خلال شبكة فورية من أجهزة الهاتف وشبكة الاتصالات الالكترونية¹.

المطلب الثالث: شروط قيام سوق فعال للأوراق المالية.

هناك عدة شروط يجب توفرها لضمان قيام سوق فعال للأوراق المالية يؤدي الأدوار المنوطة به على أكمل وجه، وتتمثل في²:

- ضرورة توفر مناخ استثماري مستقر: يتمثل المناخ هنا أساساً في الاستقرار الاقتصادي والسياسي والاجتماعي، وتوفر سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة مع حالة انتعاش اقتصادي تتلخص في وفرة المدخرات والثروات لدى الأفراد، حيث من المعلوم أن أسواق الأوراق المالية إذ قامت في بيئة ذات ظروف اقتصادية ملائمة تعتبر من أكبر الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للاستثمارات طويلة الأجل، وعن طريق سوق الأوراق المالية يستطيع المستثمر أن ينقل ملكية جزء أو كل استثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع إلى أي نوع من الهزات التي تحدث عادة عند تغير ملكية المشروع.

- كثرة عدد الشركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية: من بين المتطلبات والشروط الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية هو وجود شركات مساهمة عديدة إضافة إلى وجود أدوات مالية ذات آجال مختلفة ومواصفات ومزايا تتسم باليسر وانخفاض المخاطر وتغري المدخرين بالإقبال عليها واختيار المناسب لها، مما يساعد على اتساع رقعة السوق وازدهارها.

- توفر المؤسسات المالية الوسيطة: تؤدي المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية منها وغير المصرفية دوراً في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها، وخلق الفرص الاستثمارية عن طريق سوق الأوراق المالية ومن تحقيق تقارب العرض والطلب الذي يعتبر جوهر عمليات هذه السوق، وتقوم هذه المؤسسات بعمليات

¹ حسين بني هاني، "الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)"، ط1، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن،

2014، ص ص17، 18.

² عبدالله غالم وعبد الحفيظ خزان، مرجع سبق ذكره، ص79.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

التسويق والترويج والتغطية للإصدارات الجديدة فضلا عن قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالحها أو لصالح الآخرين، وتتمثل هذه المؤسسات المالية الوسيطة في المصارف التجارية والمتخصصة وبيوت السمسة وشركات التأمين وصناديق الاستثمار وغيرها.

- وجود هيئة رسمية (حكومية) تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق من حيث الأوراق المالية المدرجة وشروط إصدارها وتداولها في السوق الأولية والثانوية، وكذلك الترخيص وتأهيل الكوادر والأفراد والعاملين في السوق، وبالتالي فهي تقوم بكل الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات على الأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق.

- الإفصاح المالي وإشهار المعلومات: يعد الإفصاح وإشهار المعلومات بمثابة الأساس لأي سوق للأوراق المالية، لذا يتوجب تقديم المعلومات والبيانات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أدواتها في سوق الأوراق المالية ليتمكن المستخدمون والمتعاملون في هذه السوق من ترشيد قراراتهم الاستثمارية وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل عليها في نشرة مكتوبة، كما تلزم الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافية عن المشروعات حتى يكون المستثمر على بينة من أمر نشاط وتطور هذه الشركات بما ينعكس أثره على اتجاهات أسعار الأسهم.

- يعتبر وجود نظام فعال للاتصالات أحد المقومات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية على أن يتم بناء هذا النظام وفقا لآخر تطورات ثورة الاتصالات وغيرها من الأجهزة والمعدات المتطورة التي تعمل على إيصال آخر المستجدات والتطورات بأقصى سرعة للأطراف المعنية، ويمكن هذا النظام السوق من معالجة أكبر حجم من المعاملات، فضلا عما يتيح من إمكانية لربط الأسواق وبالتالي التعرف على الفرص الاستثمارية المتنوعة في هذه الأسواق.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

المطلب الرابع: أهمية ووظائف سوق الأوراق المالية.

تحتل سوق الأوراق المالية مكانة هامة في الاقتصاديات المعاصرة ولها أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية ومزايا لا تعد ولا تحصى، بفضل الوظائف الكبيرة التي تقدمها والدور المهم الذي تلعبه في الاقتصاد.

الفرع الأول: أهمية سوق الأوراق المالية.

تبرز أهمية سوق الأوراق المالية في الاقتصاد في عدّة نقاط، أهمها:

- تسهّل سوق الأوراق المالية عملية الحصول على الأموال للشركات والمؤسسات الاقتصادية المدرجة في السوق، من خلال ربطها بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي.
- سهولة حصول المستثمر على السيولة التي يحتاجها من خلال تسهيله للأوراق المالية التي يحوزها.
- استقطاب المدخرات المحلية وجذب الأموال الأجنبية لاستثمارها محلياً.
- تسهيل توزيع المدخرات على المشاريع الاقتصادية المختلفة وتنشيط قطاعات النشاط الاقتصادي.
- تعتبر المرآة العاكسة للوضع الاقتصادي في الدولة، حيث من خلالها تتبنى الدولة السياسات الاقتصادية التي تناسب الوضع الاقتصادي السائد.

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية.

تقوم سوق الأوراق المالية بجملة من الوظائف أهمها:

- إيجاد سوق مستمرة لأدوات الاستثمار المتاحة: تعتبر سوق الأوراق المالية سوقاً دائمة ومستمرة لبيع وشراء الأوراق المالية الموجودة بها، حيث بإمكان المستثمر في أي وقت تسهيل أصوله المالية بأفضل سعر ممكن بسهولة وبدون تكلفة، حيث تسجل فيها حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع والشراء وتتحدد الأسعار من خلال تفاعل قوى العرض والطلب¹.
- ضخ الأموال في عجلة الاقتصاد: إن قيام أصحاب الفائض بالاكتتاب في أسهم شركة حديثة أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض الشركات يعني هذا أنهم قد أضافوا مصادر تمويل جديدة للسوق، حيث لا يستطيع المستثمر سحب أمواله من السوق إلا إذا حلّ محله مستثمر آخر وقام بشراء هذه الأدوات، وهذا يدل على أن الأموال تبقى في السوق ولا تخرج منه إلا إذا تم تصفية هذه الشركة أو تم

¹ أحمد السعد، "الأسواق المالية المعاصرة"، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2016، ص23.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

استحقاق دين الورقة، كما أن عملية بيع الورقة وتحويلها إلى أموال يفتح أبواب مجالات استثمار جديدة وذلك بضح تلك الأموال في مجالات استثمار جديدة¹.

- تعبئة وتجميع المدخرات ورؤوس الأموال طويلة الأجل: تساهم سوق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات وتمويل النشاط الإنتاجي حيث توفر الفرصة للمدخرين لتنويع محافظهم المالية عن طريق زيادة الأوعية الادخارية الملائمة لتفضيلاتهم، ويؤدي تجميع المدخرات إلى جعل الأصول المالية أكثر سيولة من خلال تنويع توظيفها في أكثر من مشروع وتخفيض تكلفة المعاملات واختيار أكثرها إنتاجية. فالسوق الأولية والتي يمثل عرض الأوراق المالية بها الطلب على الاستثمار، تقدم الفرصة للمدخرين لاستثمار مدخراتهم وتتيح للشركات مصدرا جيدا لتمويل احتياجاتها، بينما يلعب سوق التداول دورا هاما بالنسبة للوحدات الاقتصادية هذا علاوة على ما يوفره سوق التداول من سيولة لحاملي الأوراق المالية تتيح لهم التخلص من الورقة المالية في أقرب وقت والحصول على المزيد وقت ماشاءوا، ومثل هذه الميزة من شأنها أن تشجع على التعامل مع سوق الإصدار وأن تحفز المستثمرين على شراء الأوراق المالية التي تطرحها الشركات للبيع².

- المساهمة في تمويل مختلف مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية: تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير الأموال التي تحتاجها الحكومات لإقامة مشاريعها الاستثمارية؛ خاصة مشاريع البنى التحتية، عن طريق طرح الحكومة أوراق مالية في هذه الأسواق، مما يمكنها من تنفيذ سياساتها الاقتصادية.

- أداة لتقويم الأداء الاقتصادي للشركات: من المعروف أن الشركات التي تتبع إدارتها سياسات كفؤة تحقق نتائج جيدة فنتحسن أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة فإن نتائج أعمالها لن تكون جيدة مما يتسبب في انخفاض أسعار أسهمها، وعليه فإن سوق الأوراق المالية من خلال نظمها ولوائحها، تلزم الشركات التي تسجل فيها باستيفاء جملة من الشروط التنظيمية والقواعد التي تسمح

¹ محمد عدنان بن الضيف، مرجع سبق ذكره، ص120.

² نور الهدى دحماني وشريفة العابد برينيس، "سوق الأوراق المالية ودوره في النمو الاقتصادي-دراسة حالة إندونيسيا والجزائر-"، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، المجلد 1، العدد 1، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف ميله، جوان 2016، ص120.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

بالتعرف على المراكز المالية الحقيقية لهذه الشركات والتدقيق على حساباتها الخاصة وغير ذلك من الأمور التي تؤمن عملية تقويم أداء الشركات¹.

- مؤشر الأحوال الاقتصادية: تعتبر سوق الأوراق المالية المرآة العاكسة لحالة الاقتصاد لأن حركة السوق ونشاطه ما هو إلا انعكاس لحركة ذلك الاقتصاد، الأمر الذي يعطي الإدارة الاقتصادية في البلاد الفرصة لاتخاذ أية إجراءات تصحيحية بهدف معالجة أي خلل اقتصادي، فعند انخفاض الأسعار يعتبر ذلك مؤشرا لاحتمال تعرض البلاد لموجة كساد، كما يبدي المحللون الاقتصاديون وجهات نظرهم بشأن الحالة وبشأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها، ومن خلالها نستطيع أن نعرف معدلات الاستثمار والادخار وتستطيع الدولة اتخاذ قرارات من أجل السياسات النقدية والمالية لتحقيق الاستقرار فيها².

- بيع الحقوق وشرائها: فمن خلال هذه السوق يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة وذلك بقيام السوق بوظيفة بيع الحقوق وشرائها دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراض ومباني وآلات ومعدات³.

¹ زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، ص 63.

² عبد الله غالم وعبد الحفيظ خزان، مرجع سبق ذكره، ص 76.

³ شعبان محمد إسلام البراوري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، ط1، دار الفكر، دمشق، 2002، ص 47.

المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق رأس المال

تتنوع الأدوات المالية التي يتم التعامل بها في سوق رأس المال من حيث خصائصها ومميزاتها، فنجد من أهمها أدوات الملكية ممثلة في الأسهم بأشكالها المختلفة وأدوات المديونية وهي السندات بمختلف أنواعها، كما ساهمت الهندسة المالية في استحداث أدوات جديدة مبتكرة على مستوى الأسواق عُرفت بعقود المشتقات المالية.

المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم)

تعتبر الأسهم من بين أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وهي أداة مالية تقوم بإصدارها شركات المساهمة تعبر عن ملكية صاحبها في رأس مالك الشركة.

الفرع الأول: مفهوم الأسهم

يقسم رأس مال شركات المساهمة إلى أجزاء صغيرة ومتساوية، يطلق على كل منها سهم، ويمكن لأي مستثمر أن يكون مساهماً في الشركة عن طريق شراء الأسهم التي تطرحها الشركة للبيع.

1. الخلفية التاريخية للسهم

يرجع تاريخ الأسهم إلى بداية القرن السابع عشر حيث قام الهولنديون بابتكار هذه الأداة على أساس أنها طريقة لجمع الأموال تختلف عن طريقة القروض، حيث يُعطى ممولو أي شركة إيصلاً يوضح أنه في مقابل قيامهم بالتمويل فإنهم يملكون حصة من الشركة وبالتالي فإنهم ليسوا مقرضين بل مالكيين¹. فرأس مال شركة المساهمة مثلاً يساوي عدد الأسهم مضروباً في قيمتها الاسمية²، ويمكن للمستثمر أن يكون مساهماً في هذه الشركة عن طريق الاكتتاب أي شراء حصة في الأسهم التي تطرحها الشركة للبيع.

¹ محمد عدنان بن الضيف، مرجع سبق ذكره، ص 187.

² Paul Jacques Lehmann, « **Bourse et marchés financiers** », 2 eme édition, Dunod, Paris, La France, 2005, P10.

2. تعريف السهم

أعطيت العديد من التعريفات للسهم، من بين هذه التعريفات نجد:¹

- السهم هو الجزء الذي ينقسم على مجموعة رأس مال الشركة، والمثبت في صك له قيمة اسمية وتشكل الأسهم في مجموعها جزءاً من رأس مال الشركة، وتكون متساوية القيمة.
 - السهم هو الصك أو الوثيقة المثبتة التي تعطي للمساهم إثباتاً لحقه.
 - السهم هو نصيب المساهم في شركة من شركات الأموال، وتمثله ورقة مالية تسلم للمساهم لإثبات حقوقه.
 - السهم هو الحصة التي يقدمها الشريك عند المساهمة في مشروع شركة من شركات الأموال، ويمثل جزءاً من رأس مال الشركة و يتمثل في صك يعطى للمساهم يثبت حقه في الشركة.
- من التعريفات السابقة؛ يمكن إعطاء تعريف شامل ومختصر للسهم: هو وثيقة تعبر عن جزء من رأس مال الشركة، وحامل السهم يعتبر مالكا في الشركة بنسبة مساهمته فيها، وأن مجموع أسهم شركة ما تعبر بالضرورة عن جزء من مجموع رأس مال تلك الشركة، تمثله تلك الأسهم.

3. خصائص الأسهم

تتميز الأسهم بخصائص عديدة أهمها:

- تمثل وحدات متساوية القيمة، كما تتساوى من حيث الحقوق التي تعطيها والالتزامات التي تترتب عليها من قبل الشركة المصدرة للأسهم، فصاحب السهم له الحق في الحصول على الأرباح كما يتحمل الخسائر حسب نسبة ما يملكه من أسهم.
- قابلية السهم للتداول أي انتقال ملكيته من مساهم لآخر، ويتم نقلها بالتسليم إذا كان السهم لحامله وبالقيود في دفاتر الشركة إذا كان السهم اسمياً.
- عدم قابلية السهم للتجزئة، ومن ثم لا يجوز تعدد مالكي السهم الواحد، فمثلاً إذا ما اشترك أكثر من شخص في سهم واحد، فلا يترتب على ذلك أن يكون لهم أكثر من صوت واحد فقط وعليهم أن يختاروا واحدا منهم لينوب عنهم (يمثلهم) أمام الشركة.

¹ محمد بن سالم بن عبد الله بخضر، "التكليف الفقهي للخدمات المصرفية"، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص152.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

الفرع الثاني: قيم تداول الأسهم

من المصطلحات الشائعة الاستخدام مصطلح القيمة، فقيمة السهم من الأمور الأساسية التي تهتم بها المستثمر. ويجب علينا التمييز بين مجموعة من القيم:

أ. القيمة الاسمية: وهي القيمة المدونة على وثيقة السهم، وعادة ما تتحدد في عقد التأسيس، وهي القيمة التي يصدر بها السهم ويتم على أساسها توزيع الأرباح كنسبة مئوية.

ب. القيمة الدفترية: وهي قيمة السهم بدفاتر الشركة، وتستخرج حسب المعادلة التالية¹:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{قيمة الموجودات} - \text{قيمة المطلوبات}}{\text{عدد الأسهم}}$$

ج. القيمة الحقيقية للسهم: وهي المقدار أو النصيب الذي يستحقه السهم من صافي أموال الشركة بعد طرح ديونها وذلك عن طريق إعادة تقدير هذه الأصول وفقاً للأسعار الجارية، ومن ثم فإن هذه القيمة تشمل رأس المال المدفوع، وموجودات الشركة وأرباحها بعد استئزال ديونها²، ويحسب بحاصل قسمة الموجودات الصافية للشركة على عدد الأسهم المصدرة.

د. القيمة السوقية: وهي عبارة عن السعر الذي يتم التعامل به في سوق الأوراق المالية وتتحدد هذه القيمة استناداً إلى عدة معايير منها حالة الاقتصاد والتوقعات المستقبلية ودرجة توفر المعلومات المتاحة للمستثمرين³.

¹ عباس كاظم الدعيمي، "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص161.

² محمد فتح الله نشار، "التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية - رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2006، ص102.

³ مؤيد عبد الرحمن الدوري، "إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية"، ط1، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص46.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

هـ. قيمة الإصدار: وهي القيمة التي يصدر بها السهم سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس المال وتكون غالباً مساوية للقيمة الاسمية.

و. قيمة التصفية: وهي القيمة التي يستلمها حامل الورقة المالية إذا توقفت الشركة عن عملياتها عند بيع أصولها وتوزيع صافي المتحصلات على حملة الأوراق المالية حسب الأولوية القانونية¹.

الفرع الثالث: أنواع الأسهم

تتنوع وتتعدد أنواع الأسهم، فهي تقسم وفق عدة أشكال وأصناف. وفيما يلي توضيح لأهم أنواع الأسهم:

1. من حيث الحصة التي يدفعها الشريك: وننظر هنا إلى طبيعة الحصة المساهم بها، ونميز وجود:

- **أسهم نقدية:** وهي الأسهم التي يتم الاكتتاب فيها نقداً، أي تدفع قيمتها من طرف من يريد تملكها (يرغب) نقداً²، فهي تمثل حصصاً نقدية في رأس المال.

- **أسهم عينية:** وهي الأسهم التي تمنح مقابل حصص عينية يقدمها أصحابها عند تأسيس الشركة، وينص النظام الأساسي للشركة على حقوق حملة هذه الأسهم³، حيث يمكن لهذه الأعيان أن تكون على شكل عقار أو منقول كالأراضي، المباني، الآلات والبضائع..

- **الأسهم المختلطة:** وهي الأسهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها نقداً أو عينياً، وذلك كمن يصبح مساهماً بمبلغ من المال وعقار.

- **حصص التأسيس:** وهي الحصص التي امتلكها أصحابها بعد تقديمهم لشيء معنوي عادة ما يتمثل في براءة اختراع، بحيث تخول لصاحبها الحق في الحصول على نسبة معينة من أرباح الشركة، ولكن حصص التأسيس لا تمثل جزءاً من رأس مال الشركة ولا يحق لأصحابها إدارتها، وهي قابلة للتداول⁴.

¹ خالد وهيب الراوي، "الأسواق المالية والنقدية"، ط2، دار الميسرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص263.

² Philippe Spieser, « **La bourse** », vuiber, France, 2003, P37.

³ عنايات النجار و وفاء شريف، "دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية"، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2006، ص28.

⁴ أحمد بن محمد الخليل، "الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي"، ط2، دار ابن الجوزي، السعودية، 2005، ص52.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

2. من حيث الشكل: تنقسم الأسهم حسب شكلها إلى:

- **أسهم اسمية:** تحمل اسم صاحبها، وتثبت ملكيته لها؛ لأن اسمه يكون مقيداً على شهادة السهم وعلى سجلات الشركة مصدرة الأسهم، حيث يتم انتقال ملكية هذه الأسهم من شخص لآخر بالقيود في سجلات الشركة.

- **أسهم لحاملها:** وهي الأسهم التي لا تحمل اسم صاحبها، ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، وتنتقل ملكية السهم في هذه الحالة بمجرد الحيازة الفعلية للسهم.

- **أسهم لأمر:** وهي الأسهم التي يذكر اسم صاحبها في الشهادة ويكون مقرباً بشرط الأمر أو الإذن، وتنتقل ملكيته عن طريق التظهير وبدون الرجوع إلى الشركة¹.

3. من حيث الحقوق التي تعطيها لصاحبها: وتنقسم إلى:

- **أسهم عادية:** وهي الأسهم التي تمثل وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، إذ يسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية وتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة².

وتتمثل حقوق حملة الأسهم العادية في:

- ✓ حق حضور الجمعية العامة للشركة والتصويت على قراراتها باعتبارهم مالكيين لهذه الشركة.
- ✓ حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية للشركة فإذا تحققت الأرباح وتم توزيعها.
- ✓ حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها وذلك بعد سداد مستحقات الدائنين.

✓ حق الأولوية في الاكتتاب إذا ما أصدرت الشركة أسهم جديدة التي تصدرها لزيادة رأس مالها.

✓ حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة، وحق الاطلاع على دفاتر وأوراق الشركة.

- **أسهم ممتازة:** هي أداة مالية هجينة تأخذ من صفات وخصائص الأسهم العادية كما تأخذ من صفات وخصائص السندات، فتشبه الأسهم العادية من حيث كونها تشكل حصة في ملكية الشركة وفي حالة توزيع الأرباح يحق لحاملها المطالبة بحصته، كما تشبه السندات من حيث كون أرباحها محددة في أغلب

¹ زياد رمضان ومروان شموط، "الأسواق المالية"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007، ص 98.

² هوشيار معروف، "الاستثمارات في الأسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص 92، 93.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

الأحيان¹. وتلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب والمساهمة في توسيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة، أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية²، وتختص الأسهم الممتازة بالكثير من المزايا نذكر منها:

✓ الأولوية في الحصول على توزيعات سنوية تتحدد قيمتها بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم.

✓ الأولوية في الحصول على أرباح الشركة وأولوية حملتها في الحصول على حقوقهم في حالة التصفية التصفية، وهذه الخصائص تعتبر حد أدنى من الأمان لهم.

✓ حملة الأسهم الممتازة لهم الحق في تحويل أسهمهم إلى أسهم عادية.

4. من حيث الاستهلاك من عدمه: و تنقسم إلى نوعين:

- أسهم رأس المال: وهي الأسهم التي لا يمكن لصاحبها استرجاع قيمتها إلا عند تصفيتها، أي أن قيمتها لم تستهلك، بمعنى آخر قيمتها لا ترد إلى أصحابها خلال قيام الشركة واستمرارها³.

- أسهم التمتع: هي الأسهم التي تستهلك قيمتها أثناء قيام الشركة وذلك بأن ترد قيمتها إلى المساهم قبل انقضاء الشركة (أثناء حياة الشركة) ويعد استهلاك الأسهم أثناء قيام الشركة عملية استثنائية تلجأ إليها أحياناً بعض الشركات مضطرة⁴.

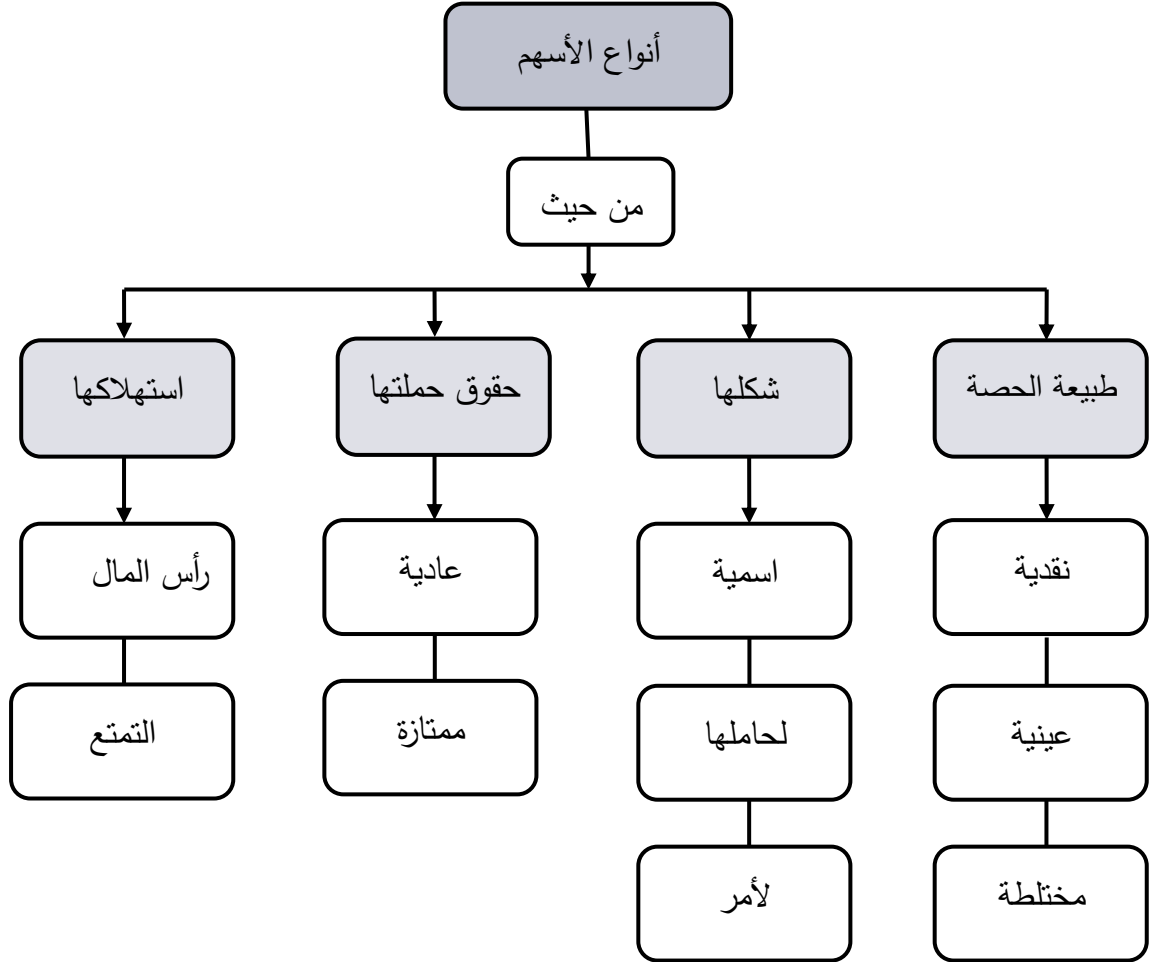
¹ شقيري نوري موسى وآخرون، "إدارة الاستثمار"، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص67.

² محمد عوض عبد الجواد وعلي ابراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة - أسهم، سندات، أوراق مالية -"، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص99.

³ رشيد درغال، "التكامل الوظيفي بين المصارف الإسلامية وأسواق المال ودوره في التنمية الاقتصادية"، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2011، ص192.

⁴ محمد فتح الله نشار، مرجع سبق ذكره، ص93.

شكل رقم (1): أنواع الأسهم



المصدر: من إعداد الطالبة.

المطلب الثاني: أدوات المديونية (السندات)

السندات هي أدوات دين، وتمثل قروضاً طويلة الأجل لمصدرها، وتعتبر إحدى الوسائل المهمة لتوفير التمويل طويل الأجل للشركات والحكومات.

الفرع الأول: مفهوم السندات

تعبر السندات عن وثائق تمثل ديون اتجاه مصدرها بغض النظر عن الجهة التي أصدرتها عامة كانت أو خاصة، وهناك أنواع كثيرة للسندات تختلف باختلاف خصائص كل منها.

1. تاريخ السندات

إن تاريخ السندات قديم ولكن مرحلة أو تاريخ ظهورها الواسع كان في القرن السادس عشر حين أخذت الحكومة تقترض من الجماهير ولجأت الشركات إلى الاقتراض عن طريق إصدار السندات، وكانت الخطوة الأولى والمهمة في تسهيل التعامل بسندات القرض عندما أصدر (وليم الثالث) في عام 1693م قراراً حول سندات القرض ومنح فيها مالك صك القرض الحق في التنازل عنه لأي شخص يرغب في شرائه، وهكذا نشأت الخطوة الأولى لتحقيق سيولة الاستثمارات بإقرار حوالة الحق في صك الاستثمار¹.

2. تعريف السندات

تعرف السندات على أنها: "صك مديونية يمثل جزءاً من قرض تصدره شركة أو هيئة عامة أو حكومية، وهو قابل للتداول ويتضمن علاقة دائنية ومديونية تربط بين الجهة المصدرة له (المدين) وصاحب السند (الدائن)، ويتعهد المقترض بأن يسدّد لصاحبها قيمتها عند تاريخ الاستحقاق، كما يدفع له أيضاً فائدة دورية ثابتة أو متغيرة لا ترتبط بما تحققه الجهة المصدرة من أرباح أو خسائر"².

¹ محمد عدنان بن الضيف، مرجع سبق ذكره، ص 215.

² رفيق شرياق، "دراسة الأساليب الاستثمارية للبنوك الإسلامية وأثرها على سوق الأوراق المالية-دراسة حالة-"، أطروحة دكتوراه تخصص نقود ومالية، جامعة باجي مختار عنابة، 2015، ص 84.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

كما تعرّف أيضا على أنها: " أداة دين يعتبر حاملها دائما في مواجهة الجهة المصدرة لها حيث يسدد المقترض سعر الفائدة على فترات محددة من الزمن إضافة إلى قيمتها عند حلول تاريخ الاستحقاق، تصدرها الشركات عندما تحتاج لتمويل طويل الأجل وهي قابلة للتداول"¹.

3. خصائص السندات

تتميز السندات بعدة خصائص نذكر أهمها فيما يأتي:

- تعتبر أدوات دين في ذمة الجهة المصدرة لها (صك مديونية) سواء كانت هذه الجهة خاصة أو عامة، وحامل السند يكون دائما دائما لتلك الجهة.
- السندات وثائق متساوية القيمة وقابلة للتداول.
- للسندات تاريخ أجل لاستيفاء قيمتها، وحاملو السندات لهم الحق في استيفاء قيمتها الاسمية قبل أصحاب الأسهم.
- السند يعطي لحامله حق الحصول على فائدة دورية ثابتة سواء ربحت الشركة أو خسرت، ويحق له استرداد قيمة سنده في أجل الاستحقاق.

الفرع الثاني: أنواع السندات

يمكن التمييز بين أنواع السندات حسب عدة معايير وذلك كما يلي:

1. حسب الجهة المصدرة:

- يمكن تصنيف السندات طبقا للجهة المصدرة لها، فهناك سندات الشركات والسندات الحكومية طويلة الأجل والمتاحة في جميع الأسواق المالية²:
- **سندات الشركات:** تصدرها الشركات المساهمة العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية المختلفة ومنها السندات المضمونة والسندات المسجلة (الاسمية) والسندات لحاملها والسندات غير المضمونة...

¹Fatma Mouziane, "**Importance of bonds financing as an alternative to direct debt financing – Case study of Algerian corporations**", Poidex Journal, Vol 5, N° 7, Faculty of Economics, Commercial and Management Sciences, Mostaganem University, March 2017, p67.

² عباس كاظم الداعي، مرجع سبق ذكره، ص ص 164، 165.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

- **السندات الحكومية:** وتعد هذه السندات من الأوراق المالية ذات الدرجة الاستثمارية المناسبة للمؤسسات المالية المصرفية، نظرا لما تتمتع به من درجات عالية الضمان لأصل المبلغ والفائدة، فضلا عن القابلية التسويقية العالية، لذا يطلق عليها بالأوراق المالية عالية المخاطر.

2. **من حيث الحقوق:** تنقسم السندات من حيث الحقوق التي تعطىها إلى¹:

- **سند ذو علاوة إصدار:** وهو السند الذي يصدر بقيمة اسمية تتجاوز القيمة النقدية التي دفعها عند الاكتتاب، فالشركة تتنازل عن الفرق بين القيمتين الذي يسمى بعلاوة الإصدار، وتقوم الشركة عند حلول الأجل برد القيمة الاسمية كاملة.

- **السند ذو النصيب:** وهو السند الذي يصدر بقيمة اسمية هي ذاتها التي يدفعها المكتتب عند الاكتتاب وهي ذاتها التي يستند إليها في احتساب فوائد السند عند حلول أجله.

- **السند المضمون:** وهو عبارة عن سند عادي يصدر بقيمة اسمية هي ذاتها التي يدفعها المكتتب عند الاكتتاب، وعلى أساسها تحسب الفوائد، إلا أن هذا السند مصحوب بضمان شخصي، مثل كفالة الحكومة أو أحد البنوك، أو بضمان عيني كرهن تقرره الشركة على عقاراتها لصالح حملة هذه السندات.

- **السند العادي:** وهو عبارة عن السند الذي يصدر بقيمة اسمية هي ذاتها التي يدفعها المكتتب عند الاكتتاب، وعند حلول أجل السند يسترد المكتتب قيمة السند الاسمية ويحصل على فائدة ثابتة عن هذه القيمة.

3. **السندات على أساس سعر الفائدة:** عادة تعرف السندات على أنها أداة دين تصدر بمعدل فائدة ثابت إلا أن ذلك لا ينفي وجود استثناءات وبالتالي هناك سندات تكون ذات أسعار ثابتة ومحددة وهناك أيضا سندات أخرى لا تنطبق عليها هذه الصفة، ونذكرها في ما يأتي:

- **السندات الصفيرية:** وهي السندات التي لا تحمل فائدة أي أن سعر الفائدة فيها يساوي صفر (معدل فائدتها معدوم)؛ يتم إصدار هذه السندات بخصم كبير وعليه يمثل الفرق بين سعر الشراء والقيمة الاسمية، العائد الذي يحصل عليه المستثمر.

¹ قيصر عبد الكريم الهيتي، مرجع سبق ذكره، ص ص 223، 224.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

- **السندات ذات الفائدة العائمة:** هذه السندات لا يكون سعر فائدتها ثابت بل تحمل سعر فائدة يتحرك صعودا أو نزولا مع تحركات أسعار الفائدة في السوق، وبالتالي فهي لا يحدد لها معدل فائدة اسمي ثابت على السند وإنما تربطها بمعدل فائدة في السوق النقدي مثل (معدل الإقراض في البنوك التجارية).

4. **من حيث تاريخ الاستحقاق:** حيث وفي أغلب الأحيان يكون تاريخ وفاء السند مذكورا في نشرة السند على اختلاف أنواعه، حيث نجد¹:

- **السندات ذات التاريخ المحدد:** وهي السندات المنصوص في نشرة إصدارها على لزوم استحقاقها في تاريخ واحد ومعين ولا يستطيع حاملها إرجاعها قبل هذا التاريخ.

- **سندات السلسلة:** وفي هذه الحالة تقوم الشركة بتحديد تواريخ الاستحقاق وفق ترتيب معين يمكنها من القيام بسداد عدد معين من السندات كل عام حتى تنتهي من سداد كل السندات.

- **سندات ذات التسديد التدريجي:** ويتم الاتفاق على لزوم الوفاء في جدول زمني (دفعات تحدد زمنيا) يتضمن تواريخ استحقاق متسلسلة حتى الاستحقاق النهائي.

- **السندات القابلة للاستدعاء أو الإطفاء:** وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء وهو رد قيمتها قبل موعد استحقاقها عن طريق استدعاء السند.

- **السندات القابلة للتحويل:** وهي السنوات التي تخول لصاحبها في تاريخ أو تواريخ محددة آجلة حق تحويلها إلى أسهم عادية خاصة بالمصدر نفسه بسعر تحويل محدد مسبقا.

5. **حسب شكل الإصدار:** تقسم السندات من حيث الشكل الذي تصدر به إلى نوعين وذلك كما يلي²:

- **سندات لحاملها:** عندما يصدر خاليا من اسم المستثمر كما لا توجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار فتنتقل ملكية السند بطريقة الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على الفائدة عند استحقاقها.

- **سندات اسمية أو مسجلة:** ويكون السند اسميا أو مسجلا عندما يحمل اسم صاحبه ويوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة وهذه السندات الاسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل، ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي وفائدته، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيل جزئيا

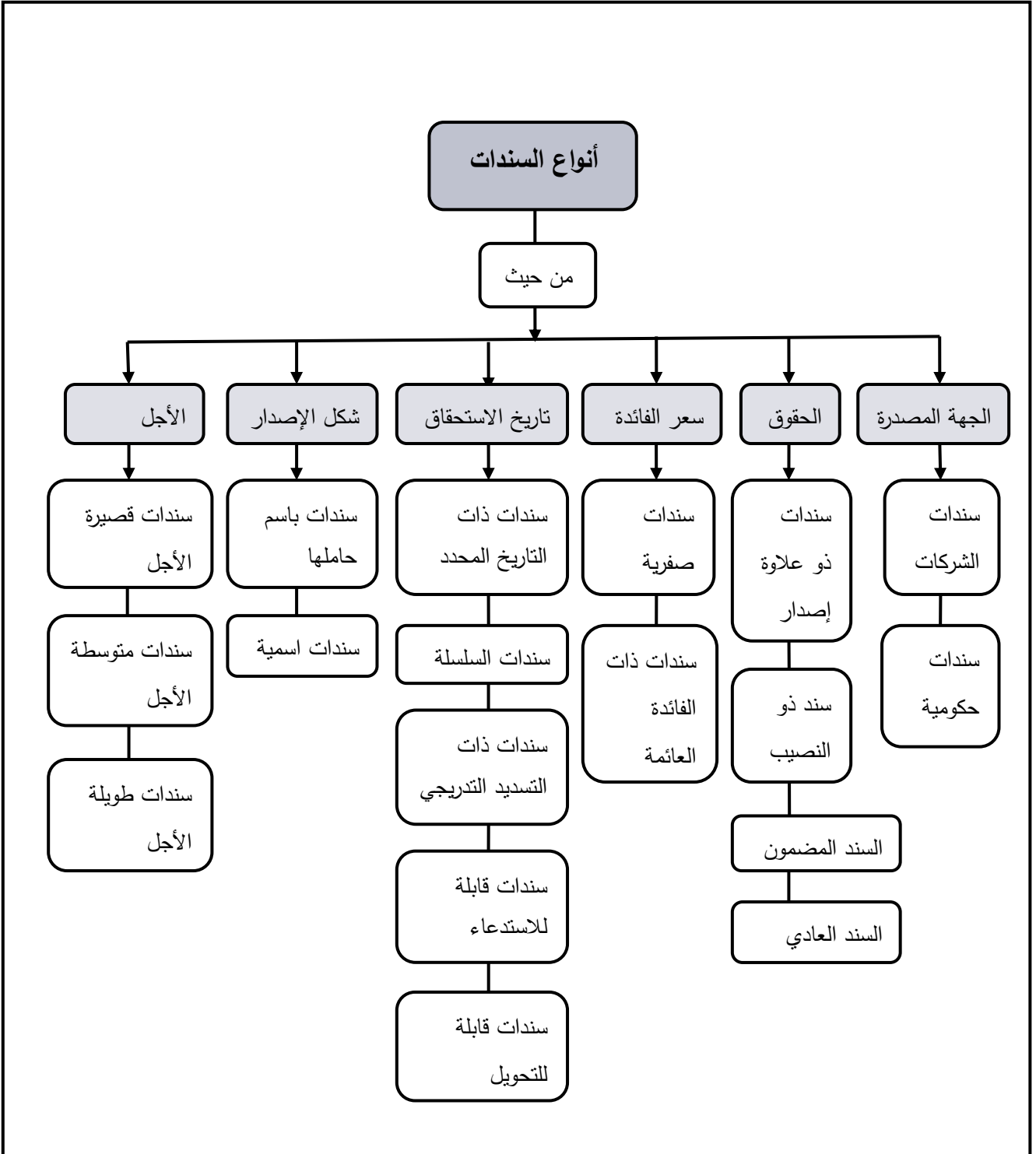
¹ محمد عدنان بن الضيف وربيح المسعود، "أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي الأول "الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل"، المركز الجامعي غرداية، 23 و24 فيفري 2011، ص5.

² زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص108.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

- ويقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحامله شكل كوبونات ترفق بالسند وتنتزع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها لتحصيلها من البنك مباشرة.
6. من حيث الأجل: (حسب أجال الاستحقاق) وتقسّم السندات وفق أجال استحقاقها إلى:
- سندات قصيرة الأجل: تكون مدتها قصيرة؛ حيث لا تتجاوز مدة استحقاقها عاما واحدا، و يسمى هذا النوع من السندات بأداة تمويل قصيرة الأجل، مثل السندات التي تصدرها الخزينة.
 - سندات متوسطة الأجل: وهي السندات التي يزيد أجلها عن عام ولا يتجاوز سبعة أعوام، حيث تتميز بأن معدلات الفائدة عليها تكون أعلى مقارنة بمعدلات الفائدة على السندات قصيرة الأجل.
 - سندات طويلة الأجل: وهي السندات التي تتجاوز مدة استحقاقها السبعة أعوام وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل، ويتم تداولها في سوق رأس المال، حيث تصدر بمعدلات فائدة أعلى من معدلات الفائدة على السندات قصيرة ومتوسطة الأجل، مثل: السندات العقارية.

شكل رقم (2): أنواع السندات



المصدر: من إعداد الطالبة.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

الفرع الثالث: أوجه الاختلاف بين الأسهم والسندات

تعتبر الأسهم والسندات أدوات مالية يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية، فالأسهم هي أوراق ملكية والسندات أدوات دين، إلا أن هذا لا يعتبر الفرق الوحيد بينهما بل توجد الكثير من الفروقات الأخرى الجوهرية.

جدول رقم (1): مقارنة بين خصائص السهم والسند

السند	السهم
1. أداة دين على الجهة المصدرة له	1. أداة ملكية يعتبر جزء من رأس مال الشركة
2. السند يصدر عن جهات حكومية أو شركات خاصة أو حتى أفراد	2. السهم يصدر من جهة واحدة فقط وهي الشركات المساهمة
3. حامل السند دائن اتجاه الجهة المصدرة بقيمة السند الذي بحوزته	3. حامل السهم شريك في الشركة بقدر نسبة مساهمته
4. حامل السند ليس له الحق في الإدارة وليس له الحق في الاطلاع على معلومات الشركة ولا حضور الجمعيات العامة	4. حامل السهم له الحق في الرقابة والتصويت والإدارة من خلال الجمعية العامة وله الحق في الاطلاع على معلومات الشركة
5. عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة ولا علاقة له بما تحققه الشركة من أرباح	5. ربح السهم متغير حسب مردود نشاط الشركة فيزداد دخله كلما زادت أرباح الشركة
6. السند له تاريخ استحقاق وموعد نهائي لاسترداد قيمته (يختلف موعد الاستحقاق حسب نوع السند قصير أو متوسط أو طويل الأجل)	6. السهم ليس له تاريخ استحقاق وحامله يحصل على قيمته عن طريق التداول في البورصة أو عند تصفية الشركة نهائياً
7. فوائد السندات لا تخضع للضريبة لأنها تعتبر نفقات تحمّلها الشركة	7. عوائد الأسهم تخضع للضريبة لأنها أرباح حققتها الشركة
8. عند التصفية حامل السند تكون له الأولوية في تحصيل حقوقه (لأنها عبارة عن ديون)	8. عند التصفية يحصل حامل السند على حقوقه أخيراً بعد تسديد كافة الديون

المصدر: من إعداد الطالبة.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

المطلب الثالث: المشتقات المالية

مع ظهور الهندسة المالية برزت أدوات مالية مستحدثة يطلق عليها اسم المشتقات المالية، هذه الأدوات تكون أساساً على شكل عقود مشتقة من أصول مختلفة، يلجأ إليها المتعاملون في الأسواق المالية لعدة أهداف أهمها التحوط من المخاطر.

الفرع الأول: مفهوم المشتقات المالية

تمثل المشتقات المالية عقود يتم تداولها في الأسواق المالية حيث مع الوقت أصبحت أكثر الأدوات المالية تعاملًا واستخدامًا للتحوط من المخاطر.

1. تعريف المشتقات المالية

هي عبارة عن عقود خاصة تستمد قيمتها من أسعار الأصول المالية باختلاف أنواعها، الأسهم والسندات والعملات... الخ¹.

كما تعرف على أنها عقود تستمد قيمتها من قيمة الأصول المالية محل التعاقد (أسهم، سندات، أسعار صرف... الخ)، وتختلف المشتقات وفقاً لخصائص ومميزات الأصل المالي موضوع العقد، ومن أهم هذه العقود: الخيارات، المبادلات، العقود الآجلة والعقود المستقبلية، والهدف الأساسي لهذه العقود هو التحوط ونقل المخاطر².

وعليه فمصطلح المشتقات المالية يشير إلى فئة واسعة من الأدوات المالية، وهي ليست أصول مالية بل عقود يترتب عليها حقوق والتزامات بين أطرافها، هذه العقود تتنوع وفق طبيعتها وأجالها والمخاطر المترتبة عنها.

مما سبق يمكننا إعطاء تعريف شامل للمشتقات المالية بأنها: عقود، كسائر أنواع العقود المتعارف عليها، تتوقف قيمتها، أساساً على قيمة الأصول المالية محل التعاقد؛ سواء كانت أسهم أو سندات أو عملات أو أية أصول أخرى. وينشأ عنها حقوق والتزامات بين أطراف التعاقد. وعموماً تستعمل عقود

¹ Philippe Jorion, "**Value at risk**", third edition, The McGraw companies, United states of America, 2007, p10.

² Omar Akacem and Sofiane Mostefaoui, "**The financial derivatives and the bankig system—the level of risk and the state of correlation**", journal of economic integration, vol 2, N° 3, Ahmed Draya University, Adrar, Algeria, December 2014, pp13,14.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

المشتقات لعدة أغراض كالمضاربة، التحوط من المخاطر وغيرها، ومن أبرز عقود المشتقات المالية نجد: العقود المستقبلية والعقود الآجلة وعقود الخيارات وعقود المبادلات.

2. خصائص المشتقات المالية

تتميز عقود المشتقات بجملة من الخصائص تتمثل في¹:

- خصائص العمليات خارج الميزانية: جرى التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كأسهم والسندات داخل الميزانية كأصول وخصوم مما يسهل التعرف على أرصدها وتتبع تغيراتها، عكس المشتقات المالية التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنّة، وهذا ما يجعل المجال مفتوحاً للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها.

- التعقيد: نظراً لأن معظم عقود المشتقات المالية يتم تصميمها للوفاء بأغراض خاصة للمستخدم النهائي لها لذا ففي معظم الأحيان يكون هناك غموض حول كيفية استخدامها وكيفية تقييمها و كيفية المحاسبة عنها ، وهل يمكنها تحقيق الأهداف المرجوة منها أم لا ؟

- السيولة: بعض عقود المشتقات تنتم بدرجة سيولة عالية حيث تسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، وعن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية، إلا أنه في الوقت نفسه يصعب أحيانا تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها والمراكز المرتبطة بها.

- عدم وضوح القواعد المحاسبية: لا يزال هناك نوع من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات المالية، ويرجع ذلك أساساً إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لا تواكبه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة من أجل المحاسبة عن تأثيرات تلك الأنشطة، إذ يلاحظ وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة المحاسبية اتجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة لها.

¹ شقيري نوري موسى، "إدارة المشتقات المالية-الهندسة المالية-"، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص167.

3. أهمية المشتقات المالية

تتمتع المشتقات المالية بأهمية كبيرة يمكن توضيحها في النقاط التالية¹:

- تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية: تعد عقود المشتقات أداة جيدة للتغطية ضد مخاطر تغير السعر، أي نقل تلك المخاطر إلى طرف آخر دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد.

- أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر: من أبرز وظائف عقود المشتقات أنها تزود المتعاملين بما سيكون عليه الأصل الذي أبرم عليه العقد في السوق الحاضر في تاريخ التسليم، فعلى ضوء أسعار عقود المشتقات يبدأ سعر الأصل في السوق الحاضر في التغير بما يعكس الأسباب التي تظهر الاتجاه العام لتوقعات المتعاملين.

- إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية: حيث يستطيع طرفا التعاقد تخطيط تدفقاتهما المستقبلية بدقة، وذلك طالما أن البائع يدرك أن حصيلة بيع الأصل ستكون على أساس سعر العقد، كما يدرك المشتري أن مدفوعاته للشراء هي أيضا على أساس سعر العقد.

- إتاحة فرصة استثمارية للمضاربين: يحاول المضارب تحقيق الأرباح من خلال توقعاته بشأن الأسعار إلا أن سعيه لتحقيق الربح بدخوله طرفا في العقد يقدم خدمة اجتماعية وإن كان لا يقصدها، ذلك أنه الطرف الذي تنتقل إليه المخاطر التي لا ترغب فيها الأطراف الأخرى أي الأطراف التي تمتلك الأصل بالفعل (الطرف البائع) أو ترغب في امتلاكه مستقبلا (الطرف المشتري) لحاجة فعلية إليه.

- تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد: يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات إلى مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه، كما يساهم التعامل بالعقود في تنشيط سوق الأصل المتعاقد عليه وذلك بزيادة حجم التداول عليه، ويرجع ذلك إلى أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة وتقل كثيرا عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي للأصل من السوق الحاضر.

¹ حياة عوابجية وصالح مفتاح، "تطور عقود المشتقات المالية بالسوق المالي للأوراق المالية للكويت"، مجلة رؤى

اقتصادية، المجلد 7، العدد 2، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي، ديسمبر 2017، ص 78.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

- لعقود المشتقات ميزة أخرى تتمثل في سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية وذلك نظراً لمرونتها وسيولتها الكبيرة.

4. المتعاملون بالمشتقات المالية

يمكن تصنيف مستخدمي المشتقات المالية إلى ثلاث فئات هم: المتحفظون والمضاربون والمراجحون:¹

- **المتحفظون:** تهتم هذه الفئة بالتعامل في الأصول المالية باستخدام المشتقات المالية من أجل التقليل بقدر الإمكان من المخاطر الممكن التعرض لها.

- **المضاربون:** ويدخلون سوق المشتقات لتحسين وضعيتهم؛ أي طلباً لتحقيق الأرباح والمكاسب والاستفادة من التغيرات في الأسعار.

- **المراجحون:** هم فئة تحاول الاستفادة من تقلبات الأصول المتداولة من خلال التعامل في الأسواق المختلفة، فعندما يجدون فرقاً بين سعرين لأصل معين بين سوقين أو أكثر، يقومون بالشراء من السوق منخفض السعر ثم يبيعون في نفس الوقت في سوق مرتفع الأسعار وبالتالي يحققون الأرباح بدون مخاطرة.

الفرع الثاني: أنواع المشتقات المالية

تنقسم عقود المشتقات المالية إلى: العقود الآجلة وعقود المستقبلية وعقود الخيار وعقود المبادلات.

1. العقود الآجلة والعقود المستقبلية

تعبّر كل من العقود الآجلة والعقود المستقبلية عن عقود يتم الاتفاق عليها في حين يتم تسليمها في تاريخ لاحق، ورغم تشابه العقدين في عدّة نقاط إلا أن هناك اختلافات كبيرة بينهما.

1.1 نشأة العقود الآجلة والعقود المستقبلية

تعد العقود الآجلة أول صورة من صور العقود المستقبلية حيث ظهرت تلك العقود لتسهيل حصول الإمبراطورية الرومانية على احتياجاتها من الحبوب من مصر ثم تطورت تلك الأسواق لتشمل العديد من السلع الزراعية والمعادن. وبعد سوق شيكاغو للتجارة أول الأسواق لهذه العقود؛ فقد أنشئت هذه السوق من قبل تجار الحبوب المحليين سنة 1842م من أجل التخفيف من مخاطر التغيرات في الأسعار، وفي عام

¹ سهام عيساوي، "دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال -دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015، ص53.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

1972م قامت السوق النقدية العالمية وهو فرع من بورصة شيكاغو بطرح أول عقد مستقبلي على العملة وهذا من أجل مساعدة المستثمرين على تخفيف مخاطر أسعار الصرف، ولقد تطورت العقود المستقبلية في أعقاب انهيار نظام "بريتن وودز" سنة 1973م حيث بدأت دول العالم في تعويم أسعار عملاتها، وفي عام 1977م بدأت بورصة شيكاغو للتجارة في تنظيم أكثر العقود نجاحاً وهي العقود المستقبلية على سندات الخزينة¹.

2.1 مفهوم العقود الآجلة

العقد الآجل هو اتفاق تعاقدي بين البائع والمشتري لبيع وشراء موجود أساسي بتاريخ محدد في المستقبل، وبسعر محدد يتم الاتفاق عليه في الوقت الحاضر، فهو عقد يتم التفاوض عليه بين طرفين أساسيين لشراء أو بيع أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً في حين يتم التسليم في وقت لاحق، وهذا العقد تخضع شروطه للتفاوض بين البائع والمشتري وبعد إبرام العقد يكون المشتري ملزماً بشراء الأصل ويكون البائع ملزماً ببيع الأصل وذلك بالسعر المتفق عليه².

تتميز العقود الآجلة بالخصائص التالية³:

- العقود الآجلة ليس لها معيار محدد تحدد على أساسه، فللبائع والمشتري حق التفاوض على شروط العقد وإضافة شروط جديدة لأي سلعة؛ وهذا دليل على مرونة التعامل بين طرفي العقد؛ أي أن هذه العقود غير نمطية.

- لا تتوفر درجة السيولة في العقود الآجلة، فإذا أراد البائع أو المشتري التخلي عن هذا الاتفاق فعليه أن يجد شخصاً يحل محله ويقبل شراء العقد.

¹ عادل سلمان، "دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي-دراسة حالة

ماليزيا-"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014، ص 93.

² جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، "إدارة المشتقات المالية-مدخل نظري وتطبيقي متكامل"، ط1، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، الأردن، 2016، ص ص 70، 71.

³ سهيلة عبد الجبار وأسماء السلامي، "أثر الأسواق المشتقة على استقرار النظام المالي - أزمة الرهون العقارية الثانوية

أيمونجا"، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد 2، العدد 3، جامعة أحمد دراية أدرار، ديسمبر 2018، ص 205.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

- يتعرض المتعامل بالعقود الآجلة لمشكلة تتعلق بالمخاطر الائتمانية أو مخاطر العجز والتي تنشأ عن عدم وفاء أحد الأطراف بالتزامه فقد يعجز البائع عن تسليم الأصل محل العقد كما قد يعجز المشتري عن تدبير المبلغ اللازم.

- يتحقق الربح أو الخسارة من العقد الآجل على أساس العلاقة بين السعر السوقي للأصل محل العقد وسعر التنفيذ المتفق عليه.

- تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء العقد، فلا تدفع أية مبالغ في بداية العقد كما لا تدفع أيضا قبل تاريخ انتهاء العقد.

3.1 مفهوم العقود المستقبلية

هي عقود تعطي الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (أسهم، سندات، مؤشرات، أسعار الصرف) بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل ويلتزم كل من الطرفين (البائع والمشتري) بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه بغرض حماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته¹.

وعقود المستقبلية هي عقود نمطية ومنظمة رسميا، وكذلك عمليات التعامل بها عمليات نمطية ومنظمة، وتمتاز العقود المستقبلية بعدة خصائص هي²:

- إن عقود المستقبلية هي عقود منمطة من حيث الشكل والحجم.

- في العقود المستقبلية يوجد طرفين أحدهما مشتري والآخر بائع، ومن ثم فإن ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني.

- طرفي التعامل غالبا لا يعرفان بعضهما البعض، ومن ثم فإن التعامل بينهما يتم عن طريق غرفة المقاصة التي تعمل على ضمان انجاز العقود بكفاءة.

- يتطلب المتاجرة بالمستقبلية إيداع هامش مبدئي لدى غرفة المقاصة كضمان لإيفاء الأطراف بالتزاماتهم، ويحدد الهامش بحسب ظروف السوق وسلوكيات المستثمر.

¹ مسعودة نصبة، "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال- تجربة ماليزيا أنموذجا-"، أطروحة دكتوراه في العلوم

الاقتصادية، جامعة محمد خبضر بسكرة، 2013، ص 140.

² جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 45، 46.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

ويقوم العقد المستقبلي على عدد من الأركان لتنفيذه وهي¹:

- السعر في المستقبل: هو السعر الذي يتم عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.
- تاريخ التسليم أو التسوية: هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.
- محل التعاقد: يقصد به الشيء المتفق على بيعه وشراؤه بين طرفي العقد وقد يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات... الخ.
- مشتري العقد: هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل.
- بائع العقد: هو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.

4.1 نقاط الاختلاف بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

نحاول من خلال الجدول الموالي التعرض للفروقات الجوهرية بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية من خلال عدّة معايير.

جدول رقم(2): الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقد	عقود شخصية يتم التفاوض بين طرفي العقد على شروطه بما يتفق وظروف كل منهما	عقود نمطية من حيث المدة والحجم وتاريخ التسليم
مكان التعاقد(التداول)	يتم تداولها من خلال سوق التداول خارج البورصة أو ما يعرف بأسواق الكاونتر	يتم تداولها في الأسواق المنظمة (البورصة) وتبرم صفقاتها عن طريق بيوت التسوية
الأسعار	ثبات سعر الأصل محل التعاقد طيلة فترة العقد حتى تاريخ الاستحقاق	تراقب الأسعار يوميا مما يجعل سعر الأصل محل التعاقد قابل للتعديل
تسليم الأصل محل	يتم إنهاء العقد بالتسليم الفعلي للأصل	لا يسلم الأصل عادة وإنما تتم التسوية

¹ سهام عيساوي، مرجع سبق ذكره، ص76.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

العقد	محل التعاقد	بصورة نقدية
تاريخ التسوية	تتم التسوية النهائية للعقد الآجل في تاريخ التسليم (الاستحقاق)	يمكن تسوية العقود المستقبلية في أي يوم قبل تاريخ الاستحقاق
الهامش	يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد	الهامش يكون للصيانة ومستمراً ضد تقلبات الأسعار
المخاطر	توجد مخاطر عدم التنفيذ	لا مخاطر لأن التعامل يتم من خلال بيوت التسوية ولا يتم التعامل بين البائع والمشتري بصورة مباشرة

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على ما سبق.

2. عقود الخيارات

تمثل عقود الخيارات نوع آخر من المشتقات المالية، ونمیز فيها وجود عدة أنواع تختلف عن بعضها البعض حسب طبيعة وخصائص كل عقد.

2. 1 نشأة عقود الخيارات

يعود تاريخ عقود الخيار حسب المؤرخين إلى دولة الإغريق القديمة (550 سنة قبل الميلاد) وإلى الفيلسوف الرياضي الفلكي طاليس فقد تنبأ طاليس بأن بلاده سوف تشهد ندرة في ثمار الزيتون، فقام بشراء عقود تغطية الحق في شراء الزيتون في تاريخ معين بسعر محدد مسبقاً، ومنذ ذلك التاريخ إلى غاية تاريخ 1973م الذي يعتبر نقطة استخدام الخيارات بصورة رسمية لم يكن لعقود الخيار أسواقاً منظمة ولا قوانين محكمة، ففي تاريخ 26 أبريل 1973م قامت بورصة شيكاغو للتجارة بتأسيس بورصة للتعامل في الخيارات على الأسهم فقط وهي عقود الشراء فقط، فيما لم يبدأ التعامل بعقود خيار البيع إلا في جوان 1988م، ثم انتشرت هذه الأسواق فكانت أول سوق فتحت في أوروبا في مدينة أمستردام سنة 1978م¹.

2.2 تعريف عقود الخيارات

هي نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها، ويعرّف عقد الخيار بأنه: "عقد يمثل حقاً للمشتري في بيع أو شراء شيء معين، بسعر معين (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية معينة ويلزم بائعه

¹ عادل سلمان، مرجع سبق ذكره، ص 90.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

بييع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية¹.

فعمليات الخيار تكون المعاملة فيها على حق بيع أو شراء الأوراق المالية، فمحل التعاقد هو الحق، فالخيار يعطي الحق لصاحبه - لحامله- في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة أو تاريخ محدد بسعر متفق عليه مقدما، ونظرا لأن لمشتري الخيار الحق في تنفيذ عقد الخيار أو عدم تنفيذه، فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق - محرر الخيار - مكافأة غير قابلة للرد تمثل حق شراء حق الخيار، وبعبارة أخرى فإن الخيارات تعني الأحقية التي تمنح لصاحب الخيار بأن ينفذ عقد شراء أو بيع عدد محدد من الأوراق المالية بسعر محدد خلال مدة محددة، أو أن يتمتع عن ذلك مقابل دفع غرامة محددة².

ونميز في عقود الخيار وجود مجموعة من الخصائص والعناصر والتي نوضحها في الجدول الآتي:

جدول رقم(3): عناصر عقد الخيار

1. مشتري حق الخيار	هو الطرف الذي يدفع العلاوة ويستفيد من الحق الذي يتيح له العقد بتنفيذ العقد أو عدم تنفيذه
2. محرر عقد الخيار	هو الطرف الذي يقع عليه الالتزام بتنفيذ العملية موضوع العقد في حالة طلب المشتري بتنفيذ العقد
3. سعر التنفيذ	هو السعر الذي تم الاتفاق عليه وتم تحديده سلفا لتنفيذ عقد الخيار في حالة إذا قرّر المشتري التنفيذ
4. العلاوة	أو المكافأة وهو ما يدفعه مشتري حق الخيار للبائع وغالبا ما تحدد بنسبة مئوية من مبلغ العقد
5. السعر السوقي	هو سعر الأصل موضوع العقد في السوق في تاريخ تنفيذ العقد أو في آخر يوم في فترة العقد
6. تاريخ التنفيذ	هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري العقد بتنفيذ الاتفاق

المصدر: محمد خميسي بن رجم، "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها"، الملتقى الدولي "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية"، جامعة سطيف1، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009، ص7.

¹ بلعوز بن علي وآخرون، "إدارة المخاطر: إدارة المخاطر - المشتقات المالية-الهندسة المالية"، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص98.

² أحمد السعد، مرجع سبق ذكره، ص103.

3.2 أنواع الخيارات

تقسّم عقود الخيار إلى عدة أنواع حسب العديد من المعايير كما يلي:

أولاً: أنواع الخيارات حسب نوع الصفقة

أ. **خيار الطلب (الشراء):** وهو امتياز يعطي لحامله الحق في شراء أصل معين بسعر محدد خلال فترة محددة مقابل ثمن محدد يدفعه مشتري ذلك الحق إلى بائعه، أي أن مشتري هذا الحق مخير بين أن يشتري تلك الأداة المالية بالثمن المتفق عليه وبين أن لا يشتريها وذلك خلال فترة محددة، والملاحظ من هذا النوع أن من يشتري خيار الطلب هو من يتوقع ارتفاعاً في السعر السوقي للسلعة خلال فترة الخيار، ومن يبيع هذا الخيار هو في الحقيقة من يتوقع استقراراً في السعر خلال تلك الفترة، لا هبوطاً وإلا باع سلعته الآن، ولا صعوداً وإلا لما أعطى الخيار فيكون كسبه هو ثمن الخيار الذي باعه، والذي يحمل مشتري هذا الخيار على الشراء هو إما التحوط ضد تقلب أسعار السلع التي ينوي شراءها أو المضاربة¹.

ب. **خيار البيع:** هو عقد يعطي الطرف الأول (المشتري) الحق في بيع (إذا ما رغب) لمحرر الخيار أصلاً معيناً وبسعر تنفيذ معين وفي تاريخ معين حسب العقد وذلك نظير علاوة يدفعها المشتري لفائدة محرر الخيار، ويكون محرر خيار البيع ملزماً بشراء الأصل محل العقد من طرف مشتري الخيار في حالة ما إذا رغب مشتري خيار البيع تنفيذه².

إذن سواء أكان الخيار هو خيار شراء أو خيار بيع فإن تنفيذ الخيار يتبع دائماً رغبة المشتري وما على المحرر إلا الانصياع للأمر، كما أنه في كلا النوعين يتحصل المحرر على علاوة يدفعها له المشتري سواء تم تنفيذ العقد أو لا، حيث عادة ما يلجأ المستثمرون إلى شراء عقود الخيار عندما يتوقعون ارتفاعاً في مستوى أسعار الأصول موضوع تلك العقود بينما يلجأون إلى شراء عقود البيع عندما يتوقعون انخفاضاً في مستوى أسعار تلك الأصول³.

¹ عبد العظيم أبو زيد، "التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز - الاقتصاد الإسلامي - المجلد 27، العدد 3، السعودية، 2014، ص 9، 8.

² الطاوس حمداوي، "الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر - حالة الجزائر -"، ط 1، دار الإحصاء العلمي، الأردن، 2016، ص 288.

³ المرجع نفسه، ص 288.

ثانياً: أنواع الخيارات حسب الاتفاق أو التنفيذ

حيث نجد عقد الخيار الأمريكي وعقد الخيار الأوروبي¹:

أ. **عقد الخيار الأمريكي:** هو عقد يعطي لمشتري الخيار الحق في شراء أو بيع أصل مالي من محرر الخيار بسعر متفق عليه مقدماً على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال الفترة التي تمتد منذ إبرام الاتفاق حتى تاريخ انتهاء فترة صلاحية العقد.

ب. **عقد الخيار الأوروبي:** هو ذلك العقد الذي يعطي لمشتري الخيار الحق في شراء أو بيع الأصول من محرر الخيار بسعر متفق عليه مقدماً على أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء العقد.

ثالثاً: أنواع الخيارات حسب ملكية الأصل محل الخيار

ينظر في هذا النوع لملكية الأصل محل التعاقد عند إبرام العقد وفيه نجد نوعين: الخيار المغطى والخيار الغير مغطى:

أ. **الخيار المغطى:** وهو الخيار الذي يكون فيه لدى محرر الخيار رصيداً من الأصل محل التعاقد يكفيه للوفاء بالتزاماته إذا ما طالب صاحب الحق بتنفيذ عقد الخيار وتسليم الأصل محل التعاقد.

ب. **الخيار غير المغطى:** وهو الخيار الذي يكون فيه محرر الخيار مالكا بالفعل للأصل محل التعاقد.

3. عقود المبادلات

عرفت عقود المبادلات نمواً وتطوراً كبيراً في السبعينيات مما جعل أسواقها واحدة من أكبر الأسواق سيولة في العالم، حيث تسري عقود المبادلات على عدة أدوات منها: العملات وأسعار الفائدة والسلع وغيرها.

1.3 نشأة عقود المبادلات

تعود أول ممارسة لهذه العقود لتاريخ 1970م في أصل عمليات الإقراض والاقتراض الموازي بالنسبة للعملات الأجنبية، وكانت هذه العملية تهدف أساساً لتجنب الرقابة على عمليات الصرف الخاصة بتمويل فروع هذه الشركات في الخارج، الأمر الذي أدى بالشركات الانجليزية والأمريكية إلى تبني هذه الآلية أي عملية الإقراض الموازي، وهو عقد بين شركتين أم تنشط الأولى في الولايات المتحدة الأمريكية والثانية في

¹ سهام عيساوي ولخضر مرغاد، "استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية"، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 15، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، جوان 2014، ص 151.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

انجلترا من أجل الإقراض لفروعها في الخارج، وهذا بغرض تقادي تحويل العملة بين البلدين حيث تقوم الشركة الأم الأمريكية بإقراض فروع الشركة الإنجليزية في الولايات المتحدة الأمريكية بالدولار وتقوم الشركة الأم الإنجليزية بالإقراض إلى فروع الشركة الأمريكية في إنجلترا بالجنيه الإسترليني، وقد نشأ أول عقد مبادلة للعملة سنة 1981م بين شركة IBM والبنك العالمي، وقد شهدت الثمانينات مولد مبادلات أسعار الفائدة في إنجلترا، ومنها انتقلت في غضون فترة قصيرة إلى مؤسسات الولايات المتحدة الأمريكية¹.

2.3 تعريف عقود المبادلة

عقد المبادلة هو: "التزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من تدفق نقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، وتحدد عقود المبادلة طبيعة الأصل وقيمة المدفوعات والسعر الآجل لمبادلة العملة المتفق عليها وفترة العقد". ويرى البعض أن المبادلات تنطوي بشكل عام على مبادلة مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية أو معدلات الفائدة أو كلاهما بين مقترضين أو أكثر، وذلك من خلال تيار من التدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل والذي يتسم بخصائص معينة إلى تيار آخر من التدفقات النقدية في المستقبل بخصائص أخرى مختلفة².

وتحدّد شروط عقد المبادلة عدة عناصر رئيسية يتضمنها العقد، وهي³:

- طرفا العقد.
- الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المبادلة.
- قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المبادلة.
- العملة التي تسدّد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات.
- السعر الآجل لمبادلة الأصل المتفق عليه.
- مدة سريان العقد.

¹ عادل سلمان، مرجع سبق ذكره، ص 95.

² سهام عيساوي ولخضر مرغاد، مرجع سبق ذكره، ص 150.

³ سهام عيساوي، مرجع سبق ذكره، ص 162.

3.3 أنواع عقود المبادلة

تسري عقود المبادلات على عدة أدوات يمكن إظهارها في النقاط التالية:

أولاً: عقود مبادلة أسعار الفائدة

هي اتفاق بين طرفين أو أكثر على تبادل مدفوعات الفائدة، أي مبادلة معدلات فائدة متغيرة بمعدلات فائدة ثابتة على مبلغ محدد بعملة معينة دون أن يقترن ذلك بالضرورة تبادل هذا المبلغ¹.

ثانياً: عقود مبادلة العملات

حيث يوافق الطرفان على تبادل عملتين على سعر صرف سائد مقابل سعر صرف أجل أي في وقت لاحق يحدد مسبقاً، وتنشأ من هذه العملية التزامات تتمثل في دفع فائدة القرض للعملة المقابلة، وفي الأخير يسترجع كل طرف من الطرفين مبلغ القرض. وتقوم هذه العملية على ثلاث مراحل²:

- تبادل مبدئي لرأس المال عند بداية عقد المبادلة.
- دفع الفوائد على كل قرض.
- تبادل نهائي لرأس المال عند تاريخ استحقاق عقد المبادلة.

ثالثاً: عقود مبادلة السلع

يقصد بعقود المبادلة على السلع: العملية التي يقوم من خلالها طرفا العقد بالاتفاق على شراء وبيع في تاريخ محدد خلال فترة محددة لكمية معينة من السلع بسعر محدد وبيع أو شراء كمية مساوية لنفس المادة بسعر متغير يتحدد دورياً على مستوى السوق، ولا تتم عملية المبادلة هذه على أساس حقيقي ولكن عن طريق تبادل لتدفقات نقدية بين الطرفين³.

¹ هشام السعدني خليفة بدوي، "عقود المشتقات المالية - دراسة فقهية اقتصادية مقارنة"، دار الفكر الجامعي، 2011، مصر، ص 370.

² محمد عدنان بن الضيف، مرجع سبق ذكره، ص 273.

³ عادل سلمان، مرجع سبق ذكره، ص 96.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث: الإطار التنظيمي لسوق الأوراق المالية

تعد سوق الأوراق المالية إطار متكامل يحكم تنظيمه مجموعة من القواعد والأطر والعمليات التي تساعد على القيام بالدور المنوط به، ويعد الوسيط أو أعضاء السوق اللبنة الرئيسية لسيرورة نشاط السوق؛ باعتبارهم المسؤول الأساسي على تنفيذ أوامر المستثمرين فيه.

المطلب الأول: آليات التعامل في سوق الأوراق المالية

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية من خلال أعضاء السوق الذين يقومون بمختلف أعمال الوساطة بين عارضي وطالبي الأوراق المالية مع تنفيذ الأوامر الصادرة بما يلبي احتياجات المستثمرين.

الفرع الأول: أعضاء سوق الأوراق المالية

وهم الذين يعينون في سوق الأوراق المالية للقيام بأعمال الوساطة مقابل دفعهم مبلغ من المال، مع توفرهم على جملة من الشروط تحددها الجهات المختصة في السوق.

1. السماسرة

يعدّ السماسرة من الأعضاء الرئيسيين لسير نشاط السوق من خلال دورهم في التوسط بين العملاء وتنفيذ أوامر البيع والشراء إضافة إلى العديد من المهام الأخرى.

1.1 مفهوم السمسار

السمسار هو: الشخص الذي يتولى عملية التفاوض بين طرفين أو أكثر لعقد صفقة أو إبرام اتفاقية، والبضائع موضوع التفاوض أو الصفقة لا تصبح ملكا له ولا تنتقل إلى عهده، ولا يتصرف باسم عملائه في كلا الجانبين¹.

ويعرّف سمسار الأوراق المالية بأنه: "شخص ذو مؤهلات ومواصفات معينة يتلقى أوامر العملاء بالبيع والشراء في الأوراق المالية ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم وبمعاونة مساعديهم، مقابل سمسرة (عمولة) محددة باللائحة، ويمارس مهنته منفردا أو كشريك متضامن في شركة سمسرة"².

¹ مسعودة نصبة، مرجع سبق ذكره، ص 185.

² شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 55.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

ونمیز بين نوعين من سمسرة الأوراق المالية:

- السمسار بالعمولة: يقوم بدور الوكيل عن عملائه المستثمرين الراغبين في شراء أو بيع أوراق مالية وذلك مقابل عمولة.
- سمسرة الصالة: يعملون لصالحهم ويقدمون الخدمة لمن يطلبها، فسمسار الصالة يختص بتنفيذ الطلبات التي يعهد بها إليه السمسرة مقابل عمولة.

2.1. شروط السمسار

للسمسار شروط لا بد من توفرها حتى يستطيع العمل في مجال السمسرة، وهي¹:

- الأهلية القانونية: كتمتعه بجنسية البلد الذي يزاول فيه نشاطه وبلوغه سنا معينة (25 سنة في معظم البورصات).
- النزاهة التجارية: أي أن لا يكون قد سبق له إشهار إفلاسه؛ وعدم إدانته لجناية أو تزوير أو نصب أو خيانة للأمانة أو مخالفة لقوانين النقد في البلد الذي سيزاول فيه نشاطه أو غير ذلك.
- الكفاءة المالية: وذلك بأن يكون لديه رأس مال نقدي لا يقل عن المبلغ الذي تحدده لجنة السوق وذلك ضمنا للمبالغ التي تكون مطلوبة منه للعملاء أو لجنة السوق.
- الكفاءة الفنية: أن يكون حاصلًا على حد أدنى من التعليم وإثبات خبرته في مجال سوق الأوراق المالية.
- الشروط الإجرائية: كاجتيازه لامتحان كتابي و/أو شفوي وحصوله على حد أدنى من أصوات لجنة السوق في اقتراح سري، ودفع رسم وتقديم كفالة مالية أو شخصية.

3.1 وظائف سمسار بورصة الأوراق المالية

- إضافة إلى وظيفة التوسط بين العملاء وتنفيذ أوامر بيع وشراء الأوراق المالية مقابل عمولة تحددها لوائح البورصة، يقوم السمسار بوظائف أخرى منها²:
- تقديم النصيحة والمشورة لعميله عن السوق وعن التعامل على أوراق مالية بعينها وعن موقف أي منها في الحاضر وفي اتجاهها في المستقبل كتطور الأسعار وتقلباتها.

¹ رفيق شرياق، مرجع سبق ذكره، ص 99.

² حليلة عطية، "دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات-دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008-2013)-"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015، ص 61.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

- إرسال الأوراق المالية إلى مختلف الشركات لتسجيل اسم المشتري الجديد والاتصال بالجهات المختصة لتسليم الأوراق المالية للعملاء.
- الاكتتاب نيابة عن العملاء في الأوراق المالية الجديدة، والتفويض في عمليات الشراء والبيع للعملاء الذين يحملون محافظ أوراق مالية للعملاء.
- حفظ أسرار العملاء بعدم إعطاء أية معلومات عنهم لأي جهة كانت.

2. تجار الأوراق المالية

- وهم أعضاء في سوق الأوراق المالية شأنهم في ذلك شأن السماسرة هدفهم تحقيق الأرباح انطلاقاً من الفروق السعرية بين ثمن الشراء و ثمن البيع، ويوجد نوعان من تجار الأوراق المالية:
- تجار الصالة: هم تجار مسجلون في سوق الأوراق المالية يقتصر عملهم على المتاجرة في الأوراق المالية وانتهاز الفرص للشراء أو البيع داخل صالة السوق ليحصلوا على أرباحهم من فروق الأسعار¹.
 - تجار الطلبات الصغيرة: ويقصد بهم أولئك التجار الذين يقومون بشراء الأوراق المالية في طلبات بكميات كبيرة ثم يبيعونها بكميات صغيرة لمن يريد الشراء في مقابل الحصول على عمولة تتمثل في الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع².

3. صناع السوق

- يسمون أيضاً بالمتخصصين، وهم أعضاء السوق الذين يتخصص كل منهم في التعامل في نوع واحد أو أكثر من الأوراق المالية، بمعنى أنه لا يمكن أن يتعامل في ورقة ما أكثر من متخصص واحد، ويدفع رسم العضوية من أمواله الخاصة، ويجمع المتخصص بين نشاط السمسرة من حيث أنه يعمل كوسيط لغيره مقابل عمولة وبين المتاجرة عندما يتاجر لنفسه بياعاً وشراءً لتحقيق الربح³.

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، ج1، ط1، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، السعودية، 2005، ص508.

² زاهرة علي محمد بني عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، ط1، عماد الدين للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص34.

³ رفيق شرياق، مرجع سبق ذكره، ص101.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

الفرع الثاني: عمليات سوق الأوراق المالية

يوجد نوعان من العمليات في سوق الأوراق المالية: عمليات عاجلة وعمليات آجلة.

1. العمليات العاجلة في سوق الأوراق المالية

العمليات العاجلة هي العمليات الفورية التي يتم من خلالها التسليم الفوري للأوراق المالية موضوع العقد.

1.1 تعريف العمليات العاجلة

يقصد بالعمليات العاجلة في سوق الأوراق المالية تلك العمليات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المبيعة، وتسلم ثمنها بعد تنفيذ العقد مباشرة أو خلال مدة قصيرة، وفيه يقوم مالك الأسهم-الراغب في البيع- بتسليم الأسهم إلى الوسيط الذي يقوم بتسليم الأسهم المبيعة إلى وسيط المشتري الذي يقوم بتسليمها إلى المشتري¹. ويعمد المتعاملون إلى شراء الأوراق المالية في السوق العاجلة إما للاحتفاظ بها والاستفادة مما تدره عليهم من أرباح أو فوائد وإما لغرض بيعها عندما ترتفع أسعارها وتحقيق الربح من الفرق بين سعري الشراء والبيع، ويطلق على الغرض الأول الاستثمار وعلى الغرض الثاني المضاربة².

2.1 أنواع العمليات العاجلة

تنقسم العمليات الآجلة في سوق الأوراق المالية إلى ثلاث أنواع هي:

أولاً: الشراء بكامل الثمن

هو العقد الذي يتم فيه الشراء بكامل الثمن من مال المشتري الخاص، ويقوم المشتري بالتسديد نقداً، أي تتم في هذه الحالة عمليتي التسلم والتسليم حالاً.

ثانياً: الشراء بجزء من الثمن

يطلق عليه أيضاً اسم الشراء بالهامش، ويقصد به قيام المستثمر بدفع جزء من ثمن الأسهم التي يريد شراءها من أمواله الخاصة، أما الجزء الثاني من الثمن فيدفعه من أموال يقتترضها سواء من أحد المصارف أو من أحد بيوت السمسرة، وفي حالة ما إذا اقترض من بيوت السمسرة فإنه يعقد اتفاقاً خاصاً

¹ عمر يوسف عبد الله عابنة، "الأزمة المالية المعاصرة - تقدير اقتصادي إسلامي"، ط1، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2011، ص155.

² زكريا سلامة عيسى شطناوي، مرجع سبق ذكره، ص123.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

مع السمسار بموجب هذا الاتفاق تسجل الأسهم المشتراة باسم بيت السمسرة (المقترض منها) وليس باسم المشتري.

ثالثاً: البيع على المكشوف

يعرف على أنه عملية بيع أسهم غير مملوكة للمستثمر، حصل عليها عن طريق الاقتراض توقعاً منه بانخفاض أسعارها، وعندما ينخفض السعر فعلياً يقوم منفذ عملية البيع القصير أو البيع على المكشوف بشراء عدد مكافئ لعدد الأسهم المقترضة عند سعر أقل ويعيد للمقرض الأسهم التي اقترضها منه¹.

2. العمليات الآجلة في سوق الأوراق المالية

على عكس العمليات العاجلة؛ فإن العمليات الآجلة في سوق الأوراق المالية يتم الاتفاق فيها على الصفقة محل العقد ولكن التنفيذ يكون لاحقاً في تاريخ مستقبلي محدد.

1.2 مفهوم العمليات الآجلة

هي تلك المعاملات التي تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي بسعر محدد مسبقاً، بحيث يتم التسليم أو التسلم في تاريخ لاحق. ويتفق فيها على نوع الأوراق المالية محل الصفقة، وعددها، وثمانها عند إبرام العقد على أن يتم تسليم الأوراق المباعة وتسليم الثمن في تاريخ لاحق و يسمى يوم الصفقة، ويهدف المتعاملون بالعمليات الآجلة إما إلى المضاربة بالأوراق المالية وذلك بالحصول على فروقات الأسعار بين سعر الورقة الذي عُقدت به الصفقة، وبين سعرها الذي يحدد في يوم التصفية، أو إلى الاحتياط بشراء أسهم لغرض الاستثمار وذلك ببيع أسهم مماثلة في نفس الوقت يباع آجلاً، بحيث إذا انخفضت أسعار الأسهم وخسر المستثمر في الأسهم التي اشتراها عوض ذلك بالربح الذي يحصل عليه من خلال البيع الآجل².

¹ عمر يوسف عبد الله عباينة، مرجع سبق ذكره، ص 157.

² المرجع نفسه، ص 158.

2.2 أنواع العمليات الآجلة

تتم العمليات الآجلة في سوق الأوراق المالية على إحدى الصور التالية:

أولاً: العمليات الباتة القطعية

يقصد بها تلك العمليات التي يبت فيها بالبيع، بمعنى أن الصفقة يتم التعاقد عليها في الحال على أن يتم الدفع والتسليم فيما بعد، أي يحدد تنفيذها بتاريخ معين وموعد ثابت يسمى موعد التصفية أو التسوية، يلتزم المتعاقدون فيه بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية، وتكون هذه العمليات قطعية بحيث لا يمكن للمتعاقدين الرجوع عن تنفيذ العقد غير أنه يجوز لهم في هذه العمليات تأجيل موعد التسوية إلى موعد لاحق¹.

ثانياً: العمليات الآجلة الشرطية

وهي على عدة أنواع :

- أ. العمليات الآجلة بشرط التعويض: هي العمليات التي يلتزم فيها البائع والمشتري بتصفية العمليات التي تمت بينهما آجلاً في تاريخ معين، ويخول أحد الأطراف الخيار في عدم تنفيذ العملية مقابل التخلي للطرف الآخر عن مبلغ كتعويض متفق عليه مسبقاً مقابل عدم تنفيذ العملية².
- ب. العمليات الآجلة الشرطية البسيطة: وهي العمليات التي يكون فيها للمضارب حق فسخ العقد في ميعاد التصفية، أو قبله إذا تقلبت الأسعار في غير صالحه، أو ينفذ العمليات إذا رأى تقلب الأسعار لصالحه، وفي مقابل ذلك يدفع المضارب تعويضاً وهو مبلغ يتفق عليه يدفع ولا يردده³.
- ج. العمليات الآجلة بشرط الانتقاء: ويكون حق الخيار هنا للبائع أو المشتري في إبرام الصفقة في موعد آجل محدد، فللعاقدين الخيار في الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى⁴.

¹ محمد فتح الله نشار، مرجع سبق ذكره، ص 177.

² مسعودة نصبة، مرجع سبق ذكره، ص 217.

³ هشام كامل قشوط، "المدخل إلى إدارة الاستثمارات من منظور إسلامي"، ط1، دار النفائس، الأردن، 2014، ص 263.

⁴ أحمد السعد، مرجع سبق ذكره، ص 93.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

د. العمليات الآجلة الشرطية المركبة: وهي عملية بيع أوراق مالية مؤجلة بثمن مؤجل ويكون الخيار هنا لأحدهما في أن يكون بائعا أو مشتريا أو يفسخ العقد مقابل تعويض يدفع مقدما دون إرجاع، وهنا يملك صاحب الخيار ثلاثة خيارات إما البيع وإما الشراء وإما الفسخ ويتخذ القرار حسبما تقتضيه المصلحة¹.

الفرع الثالث: أوامر سوق الأوراق المالية

يتم تنفيذ عمليات سوق الأوراق المالية عن طريق الوسطاء، حيث يتلقى الوسيط أوامر للبيع أو الشراء تختلف عن بعضها البعض سواء من ناحية السعر أو تاريخ الاستحقاق أو غير ذلك، وبالتالي يكون المستثمر ملزما بشرح طلبه بكل تفاصيله للوسيط وتحديد الأمر الذي يريده بدقة ليتولى الوسيط تنفيذه.

1. تعريف أوامر السوق

يقصد بأوامر السوق التعليمات التي يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع حسب عدة اعتبارات أهمها اختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولذلك يجب على المستثمر أن يبين، وبشكل دقيق، المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، فهذه المعلومات تعتبر ضرورية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط بغرض تنفيذه.

2. شروط أوامر السوق

يجب تحديد جميع الأوامر بكل وضوح ودقة تفاديا لأي التباس، لذا عند تحرير الأمر يجب أن يتضمن الشروط التالية²:

- تحديد اسم ونوع الورقة المالية ورقم تعريفها.
- تحديد موضوع الصفقة، ونوع العملية بيع أو شراء.
- عدد الأوراق المالية المطلوبة والسعر.
- طريقة الدفع والتسليم (عاجلا أو آجلا).

¹ محمد عدنان بن الضيف، مرجع سبق ذكره، ص175.

² Paul jacques lehmann, "**Economie des Marchés financiers**", de boeck, Belgique, 2011, p141.

3. أنواع الأوامر

تنقسم أوامر سوق الأوراق المالية إلى عدة أنواع حسب العديد من المعايير، حيث نجد:

1.3 أنواع الأوامر من حيث تحديد السعر أو عدمه

وفق معيار تحديد السعر من عدمه نجد: الأمر محدد السعر، الأمر السوقي، الأمر بسعر الفتح أو الإقفال وأمر الإيقاف.

أولاً: الأمر محدد السعر

هو الأمر الذي يحدد بموجبه المستثمر السعر الأقصى الذي هو مستعد لدفعه لشراء الورقة المالية أو السعر الأدنى الذي هو مستعد أن يبيع به الورقة المالية، فالعميل هو الذي يضع سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة حيث لا يمكن تنفيذ أمر الشراء بسعر أكبر من الذي تم تحديده كما أنه لا يمكن تنفيذ أمر الشراء بسعر أكبر من الذي تم تحديده كما أنه لا يمكن تنفيذ أمر البيع بالسعر أقل من الذي تم تحديده من طرف العميل، وتجدر الإشارة إلى أن الأوامر التي تنفذ في السوق الموازية تكون غالباً بالسعر المحدد¹.

ثانياً: الأمر السوقي

هو الأمر الذي يطلب فيه الموكل (المستثمر) من وكيله السمسار أن يبيع أو يشتري له عدداً معيناً من الأوراق بالسعر السائد في السوق دون أن يحدد له السعر، وهو يقضي أن يجتهد السمسار في تحصيل أفضل الأسعار للموكل²، والسعر السائد في السوق يتحدد أساساً من خلال تلاقي قوى العرض و قوى الطلب، وهو الأكثر دقة وشيوعاً.

ثالثاً: الأمر بسعر الفتح أو الإقفال

هو الأمر الذي يوكل فيه المتعامل السمسار ببيع أوراق مالية معينة أو شرائها، بسعر الفتح وهو السعر الذي بلغته الورقة المالية المعنية في اليوم السابق وغالباً ما يبدأ به عند افتتاح التعامل في السوق، أو بسعر الإقفال وهو السعر الذي يتحدد للورقة المالية المعنية في آخر جلسة للتداول قبيل إقفال السوق³.

¹ عبد الحفيظ خزان، "تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي - دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 2002 إلى 2013"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014، ص 52.

² مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص 59.

³ أحمد السعد، مرجع سبق ذكره، ص 32.

رابعاً: أوامر الإيقاف

تسمى أوامر إيقاف الخسارة ويتطلب التنفيذ تحديد سعر للإيقاف من قبل المستثمر مشابهاً بذلك للأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر معين أو يتعداه (صعوداً أو هبوطاً)، يختلف بذلك عن الأمر المحدد الذي لا ينفذ إلا عند سعر معين¹.

2.3 أنواع الأوامر من حيث توقيت الأمر

يوجد نوعان من الأوامر حسب التوقيت حيث نجد الأمر المؤقت والأمر مفتوح المدة وذلك كما يأتي²:

أولاً: الأمر المؤقت

هو الأمر المحدد بمدة معينة؛ كيوم أو أسبوع أو شهر أو أكثر. فالأمر المؤقت بيوم يظل قابلاً للتنفيذ إلى نهاية ذلك اليوم الذي صدر فيه، وهذا يعني أنه إذا لم يتمكن السمسار من تنفيذه خلال الساعات المتبقية من اليوم فإنه يبطل بنهاية وقت العمل في السوق ذلك اليوم، وكذلك الشأن بالنسبة للأمر المؤقت بأسبوع أو شهر فإنه يظل قابلاً للتنفيذ إلى نهاية الأسبوع أو الشهر الذي صدر فيه.

ثانياً: الأمر مفتوح المدة

هذا النوع من الأوامر يظل قائماً إلى أن يتم تنفيذه أو إلغاؤه من قبل الموكل.

3.3 أنواع الأوامر من حيث الشرط المقرون بالأمر

تتنوع الأوامر وفق هذا المعيار فنجد³:

أولاً: أوامر التنفيذ أو الإلغاء

أي الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر فوراً؛ هذا النوع من الأوامر ينفذ فور تسلمه، ويعتبر ملغى إذا لم يتمكن السمسار من تنفيذه فوراً.

ثانياً: الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله

وهو الأمر الذي يشير إلى تنفيذ الطلبية كلها أو رفضها كلها؛ أي تنفيذ الأمر كله من خلال بيع أو شراء الأوراق (عددها محدد)، أو إلغاء الأمر كله إذا لم يتمكن السمسار من ذلك.

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 251.

² مسعودة نصبة، مرجع سبق ذكره، ص 193.

³ مصطفى يوسف كافي، "المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة"، ط 1، ألفا للوثائق، قسنطينة، الجزائر، ص 40.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

ثالثاً: الأمر بالبيع أو الشراء مع اشتراط تنفيذ الأمر كله أو جزء منه

هو الأمر الذي يشير إلى حرية تنفيذ كل أو جزء من الطلبية حال الوصول، والجزء غير القابل للتنفيذ يعد لاغياً، أي أن هذا النوع من الأوامر هذا قد يُنفَّذ بالكمية المطلوبة كلها أو جزء منها فور تسلمه، وبلغى في حالة ما إذا لم ينفَّذ.

رابعاً: الأمر المطلق

هو الأمر الذي يجعل فيه المتعامل للسماح الحرية في بيع أو شراء ما يراه مناسباً من الأوراق المالية، مع تفويضه في اختيار نوع الأوراق وعددها وسعرها، وفي الوقت المناسب لتنفيذ الأمر، وقد يفوض إليه تحديد السعر واختيار وقت تنفيذ الأمر فقط¹.

الفرع الرابع: التسعير في سوق الأوراق المالية

تتحدد أسعار مختلف الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من خلال تفاعل العرض والطلب على هذه الأدوات المالية، وهو ما يؤدي إلى تحديد الأسعار المختلفة الذي تجرى به صفقات الأوراق المالية.

1. تعريف التسعير

يقصد بالتسعير هنا تحديد السعر الذي يمكن عنده إجراء صفقات البيع والشراء، بحيث يتم عنده تداول أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية، وبناءً على ذلك تتحدد الأسعار.

2. طرق التسعير في سوق الأوراق المالية

تتعدّد وتختلف طرق تسعير الأوراق المالية في السوق، فهناك طريقة التسعير بالمناداة والتسعير بالمقارنة وطريقة التسعير بالصندوق.

1.2 التسعير بالمناداة

يجتمع الوسطاء في قاعة السوق وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، في هذه الأثناء يتم عقد صفقات مبدئية بين أولئك الوسطاء بالسعر المعلن، فإن انقطعت الأصوات بعد ذلك تم

¹ أحمد السعد، مرجع سبق ذكره، ص 32.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

اعتماد هذا السعر وتدوينه على اللوحة ليكون هو السعر الرسمي، وعند ذلك تتحول الصفقات المبدئية إلى عقود نهائية¹.

2.2 التسعير بالمقارنة

تسمى أيضا طريقة التسعير بالمعارضة، وفيها يدون في سجل خاص بكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشراءه من الأوراق المالية وتحدد الأسعار المعروضة، وبذلك يتحدد سعر التوازن². وبإمكان الوسطاء الذين سجلوا طلباتهم في حدود سعر معين معارضة التسعيرة التي لا تلي حاجتهم على الوجه المطلوب.

تنفق هذه الطريقة مع سابقتها (طريقة التسعير بالمناداة) في جوهرها وما ترمي إليه من تحديد سعر التوازن، وتنفيذ أكبر عدد ممكن من أوامر البيع والشراء، إلا أنها تختلف عنها في أسلوب التنفيذ الذي يتم في الطريقة السابقة بالمناداة الشفوية، أما في هذه الطريقة فيتم بأسلوب الفرز الكتابي لعروض البيع وطلبات الشراء، ثم استخراج السعر الذي يحقق التوازن بينهما³.

3.2 التسعير بالصندوق

يكمن جوهر هذه الطريقة في تركيز كافة أوامر البيع و الشراء في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة وليس في درج تابع للوسيط المالي المتخصص، بعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن⁴.

¹ رفيق شرياق، مرجع سبق ذكره، ص112.

² شمعون شمعون، "البورصة وبورصة الجزائر"، دار هومة للطبع والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص ص45، 46.

³ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص476.

⁴ صلاح الدين شريط، "دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية مع

إمكانية تطبيقها على الجزائر -"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2012، ص108.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

المطلب الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

مع نمو وتطور أسواق الأوراق المالية أخذ مصطلح الكفاءة حيزاً كبيراً من اهتمام الاقتصاديين وأصحاب الاختصاص. فكفاءة سوق الأوراق المالية تتعلق أساساً بقدرة السوق على استيعاب كافة المعلومات المتاحة ومدى انعكاس هذه المعلومات على أسعار الأوراق المالية في السوق.

الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

تتمحور كفاءة سوق الأوراق المالية حول مدى استجابته واستيعابه لكل معلومة تصل إلى المتعاملين فيه والتي من خلالها تتغير أسعار الأوراق المالية المتداولة صعوداً أو هبوطاً، فعموماً يقال عن سوق ما أنه سوق كفؤ عندما تكون الأسعار فيه تعكس المعلومات المتاحة عن أداء الشركات المصدرة للأوراق المالية فيه.

حيث تعرّف السوق الكفاء بأنها: "سوق تعكس فيها سعر الورقة المالية التي تصدرها المؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها، ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق بين الحصول على نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية"¹.

إن مضمون كفاءة السوق يعني مدى انعكاس المعلومات بالأسعار السوقية للورقة المالية (الأسهم) بشكل كامل سريع سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة بوسائل الإعلام، أو في السجل التاريخي لسعر السهم في الماضي، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة².

ونعني بالانعكاس الكامل أن المستثمر يستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة ويحللها ويعكسها في توقعاته، وعلى أساس ذلك يتخذ قرار الشراء أو البيع حيث أن المستثمر الرشيد (بائعاً كان أم مشترياً) يستخدم معيار العائد والمخاطرة في تحديد قيمة الورقة المالية، فالمشتري ينظر إلى قيمة الورقة على أنها أعلى سعر يدفعه للحصول عليها في حين أن البائع يعتبر هذه القيمة أدنى سعر للبيع، وبذلك يكون هذا السعر هو حصيلة تصرفات وسلوك المتعاملين بناءً على المعلومات المتاحة، وأن أية معلومات جديدة

¹ حليلة عطية، مرجع سبق ذكره، ص74.

² أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)"، ط1، دار المسيرة، الأردن، 2004، ص134.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

يتم استلامها تصبح هي أيضا معلومات متاحة يستجيب لها السوق بسرعة لخلق سعر توازن للورقة المالية¹.

مما سبق نلاحظ العلاقة الوثيقة بين أسعار الأوراق المالية - وخاصة الأسهم - وبين البيانات والمعلومات المتعلقة بها، وهو ما دفع الكثير من الاقتصاديين إلى الاهتمام بهذه العلاقة، ودراسة مدى تأثيرها على أسواق الأوراق المالية، ولن يتوفر وصف السوق الكفوة إلا بتوفر بعض الأسباب أو الشروط منها:²

- أ. وجود متعاملين على قدر عالٍ وكبير من المعرفة العلمية والعملية.
- ب. توفر المعلومات بتكلفة مالية زهيدة، والتي يمكن وصولها إلى كافة المتعاملين لتمكينهم من معرفة سعر الأوراق المالية في الوقت نفسه (التساوي في الفرصة الزمنية).
- ج. أن تتم حركة أسعار الأوراق المالية بصورة عشوائية، دون إمكانية السيطرة على اتجاهاتها (حركاتها) من قبل المتعاملين.

الفرع الثاني: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

هناك نوعان من الكفاءة هما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية³:

1. الكفاءة الكاملة

يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف، وتتحقق عندما تتوافر مجموعة من الشروط أهمها:

- عدم وجود قيود على التعامل، حيث يستطيع المستثمر بيع أو شراء أي كمية من الأسهم بسهولة ودون شروط.

¹ أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص135.

² رشيد درغال، مرجع سبق ذكره، ص171.

³ مريم زبيدي، "متطلبات كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودي، بورصة تونس، بورصة مصر، بورصة الجزائر"، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 13/12 أبريل 2016، ص4.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

- توافر معلومات كاملة عن الأوراق في السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافية، وبما يسمح بأن تكون توقعاتهم متماثلة.
- وجود عدد كبير جدا من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به.
- تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

ولإشارة أن هذه الشروط صعبة التحقق في الواقع العملي، نظرا لما يعترضها من القيود التي تضعها التشريعات، بالإضافة إلى تكاليف المعاملات التي تؤدي إلى اختلاف بين القيمة السوقية للورقة والقيمة المحورية له، وهذا الأمر الشائع مهما بلغت درجة تطور سوق الأوراق المالية.

2. الكفاءة الاقتصادية

تستند إلى فرضية السعي المستمر للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على المعلومات التي تساعد على تحقيق هذا الهدف، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية. وبذلك فإنه استنادا إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية، فإن السوق الكفاء للأوراق المالية هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، مما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة المحورية للورقة المالية.

الفرع الثالث: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

تعتبر كل من كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل من متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية وهو ما نوضحه في ما يأتي:

1. كفاءة التسعير

يطلق عليها أيضا اسم الكفاءة الخارجية، ويقصد بها قدرة السوق على تحديد السعر المعروض بحيث يكون قريبا من القيمة الحقيقية، وذلك بأن يقوم السوق بتزويد المستثمرين بكافة المعلومات المتاحة عن الشركات بسرعة وبدون تكلفة، بحيث تعكس هذه المعلومات الأسعار في السوق فتكون الفرصة لتحقيق عوائد عادلة ومتوفرة لجميع المستثمرين. ومنه لا توجد فرصة لمستثمر متميز يحقق عوائد غير عادية

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

على حساب بقية المتعاملين¹، وبالتالي نقول عن سوق ما أنه سوق كفاء كلما كان قادرا على تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه بشكل قريب من قيمتها الحقيقية.

2. كفاءة التشغيل

يطلق على كفاءة التشغيل، أحيانا، الكفاءة الداخلية؛ وهي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب من دون تحمل تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح لصناع السوق الفرصة لتحقيق هامش ربح مغالى فيه، ومنه الكفاءة الداخلية في السوق تساهم في تحقيق الكفاءة الخارجية حيث تعكس أسعار الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق إذا كانت التكاليف التي يتحملها المستثمرون في الحصول على تلك المعلومات وتشغيلها عند أدنى حد ممكن وبما يشجع على السعي وراء الحصول عليها². وبالتالي فهناك ارتباط وثيق بين كل من كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير وكل منهما تكمل الأخرى لضمان توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين وتحقيق كفاءة مثلى لسوق الأوراق المالية.

الفرع الرابع: مستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية

تقسّم كفاءة السوق إلى ثلاث مستويات كما يلي³:

1. المستوى الضعيف لكفاءة للسوق

يقوم على افتراض أن المعلومات الوحيدة المتاحة تتعلق بتاريخ الأسعار في الماضي وهي التي تنعكس في الأسعار الحالية، ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار ومعنى ذلك بأن أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى.

¹ غازي فلاح المومني، "إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة"، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص144.

² الطاوس حمداوي، مرجع سبق ذكره، ص112.

³– Zouheyr Gheraia , Mohammed Boudjelal, Hanane Abdelli, "**Capital Market Efficiency : Evidence from Egypt**", First International Conference on Emerging financial markets between traditional visions and Islamic future, skikda University, 17–18 November 2015, p9.

– Abdelbari El Khamlihi, "**Ethique et performance :le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique**", thèse doctorat en Science de Gestion, Université d'Auvergne, la france ,2016 , pp 142, 143 .

2. المستوى القوي لكفاءة السوق

ضمن هذا المستوى فإن الأسعار الحالية للأسهم تعكس بالإضافة للمعلومات التاريخية المتاحة المعلومات الحالية التي توفرها التقارير المالية والوثائق المالية والمحاسبية للشركات... وبالتالي فإن اختبار الكفاءة باستخدام هذا النهج يتمثل في تقييم استجابة السوق ومعدل تغير أسعار الأسهم بعد الإعلان عن معلومات جيدة أو سيئة، وبالتالي فوجود المحللين الأكفاء من شأنه تقليل الفوارق بين القيمة الحقيقية وسعر السهم وأن يجعل السوق أكثر كفاءة من حيث المعنى.

3. المستوى القوي لكفاءة السوق

ينص الشكل القوي من الكفاءة على أن أسعار السوق الحالية تعكس جميع المعلومات بما في ذلك الأسعار السابقة وجميع المعلومات المتاحة للجمهور، بالإضافة إلى جميع المعلومات الخاصة المتوفرة لدى فئة من المستثمرين دون غيرهم. وفي مثل هذه السوق فإن الأسعار ستكون عادلة دوماً، ويستحيل لأي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين مهما كانت صفته، ولا يستطيع أي من المحللين الفنيين و/أو الأساسيين أن يتفوق ويحقق أرباحاً غير عادية .

المطلب الرابع: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

تعتبر المؤشرات أدوات مهمة لقياس أداء الأسواق ومستوى الأسعار فيها، وتعد إحدى أهم الوسائل التي يسترشد بها المستثمرون لمعرفة تحركات السوق، والتي يتخذون على أساسها قراراتهم الاستثمارية.

الفرع الأول: تعريف مؤشر السوق

يعرف مؤشر السوق على أنه قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، إذ يتم تكوين هذا المؤشر وتحديد قيمته في البداية وتتم بعد ذلك مقارنة قيمة المؤشر عند أي نقطة زمنية، مما يتيح إمكانية معرفة تحركات السوق بالارتفاع أو الانخفاض، إذ يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاتها، حيث يعد مؤشر السوق أو مجموعة من المؤشرات مقياساً حقيقياً لأداء سوق الأوراق المالية سواء في البلدان المتقدمة أو في البلدان النامية؛ فهي تلخص الأداء الإجمالي للسوق، كما تعد مرجعاً واضحاً للمستثمر في سوق الأوراق المالية¹. وعليه فمؤشر سوق الأوراق المالية يقيس مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال .

¹ حيدر يونس الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص 99.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

ويعرّف أيضاً على أنه: "قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس للتغيرات الزمنية أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين والحاصلة في سوق رأس المال، وبشكل رئيس سوق الأسهم سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة"¹.

من التعاريف السابقة نستخلص أن مؤشر السوق:

- يعتبر أداة ومقياس حقيقي للتطورات الحادثة في سوق الأوراق المالية سواء من ناحية تحركات الأسعار صعوداً وهبوطاً أو من ناحية التغير في كميات الأوراق المالية المتداولة.

- يسمح بالمقارنة والملاحظة والتنبؤ بقياس مختلف التغيرات الحاصلة في سوق الأوراق المالية بين فترة زمنية وأخرى.

- يقيس المؤشر الأداء الإجمالي للسوق ويعد مرجعاً مهماً ورئيسياً للمستثمر في سوق الأوراق المالية.

- يعتمد في تكوينه على عينة من أسهم الشركات في الأسواق المنظمة وغير المنظمة، ويراعى في هذه العينة الاعتماد على أسهم الشركات التي تتيح للمؤشر أن يعكس حالة السوق المراد قياسه.

- نسجل وجود نوعين رئيسيين من المؤشرات في سوق الأوراق المالية، مؤشرات عامة تقيس الأداء الإجمالي للسوق ومؤشرات جزئية تختص بقياس وتتبع التغيرات الحاصلة في قطاع معين فقط كالقطاع الصناعي مثلاً.

الفرع الثاني: الوظائف الأساسية لمؤشرات سوق الأوراق المالية

نميز من بين وظائف المؤشرات ما يلي²:

1. قياس الأداء في سوق الأوراق المالية: يساعد المؤشر في قياس مستوى التطور في أداء سوق الأوراق المالية، كما أن حركة المؤشر تشير إلى اتجاه حركة أسعار مختلف الأسهم المتداولة في السوق، حيث أن طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية والتغيرات التي تطرأ على حركة المؤشر تساعد في التعرف على الوضع الحالي للسوق والتنبؤ بما يمكن أن يكون عليه هذا الوضع في المستقبل.

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 298.

² الطاوس حمداوي، مرجع سبق ذكره، ص 101-104.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

2. التعبير عن الحالة الاقتصادية العامة الحالية والمستقبلية: إذا كان السوق كفؤ فإن مؤشر السوق سيعكس بشكل جيد حالة السوق والذي يصبح مرآة تعكس الحالة الاقتصادية العامة للدولة ذلك أن التحليل السليم للمعلومات المؤثرة على أسعار الأوراق المالية يتطلب تنفيذ هذا التحليل على العديد من المستويات التي من بينها مستوى الاقتصاد القومي وذلك بدراسة مجموعة من المتغيرات التي تعبر عنه مثل مستوى التضخم ومعدل النمو ومستوى الدخل القومي... الخ، كما تتسق المؤشرات في تقلباتها مع ما يمر به اقتصاد الدولة من كساد ورواج واستقرار مما يجعلها صالحة للاستخدام في عمليات التنبؤ بالحالة الاقتصادية المتوقعة.

3. تقييم أداء محفظة الأوراق المالية الخاصة: إن مقارنة اتجاه التغير في معدل العائد المحقق على المحفظة مع اتجاه التغير في مؤشر السوق يمكن المستثمر من تقييم أداء محفظة أوراقه المالية؛ لأن حركة مؤشر السوق تعتبر انعكاساً لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة في السوق ومنه، من الطبيعي أن تسير حركة أسعار الأسهم المتداولة في السوق في نفس حركة اتجاه المؤشر، كما أنه إذا كان العائد الذي يحققه المستثمر على محفظة أوراقه المالية الخاصة يفوق معدل العائد على محفظة السوق؛ والمقاس بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة، فإن هذا يعني أن مستوى أداء المحفظة يسير باتجاه تحقيق صالح للمستثمر والعكس صحيح.

4. قياس المخاطر العامة: يتم استخدام مؤشرات السوق في قياس وتحديد المخاطر العامة والتي تسمى أيضاً المخاطر المنتظمة أو مخاطر السوق وهي المخاطر التي تتعرض لها كافة الوحدات العاملة بالسوق والتي لا يمكن تجنبها بالتنوع؛ وتقاس بحساب معامل الانحدار بين معدل العائد المحقق على الاستثمار في الورقة المالية ومعدل العائد على محفظة السوق؛ والذي ما هو إلا معدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة.

5. تقييم أداء مديري الاستثمار: إن مدير الاستثمار هو شخص محترف يشرف على إدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار التي تديرها البنوك والمؤسسات المالية، وعندما المستثمر العادي بتكوين محفظة استثمارية بنفسه طبقاً لفكرة التنوع العشوائي يمكنه تحقيق معدل عائد يقترب من معدل العائد الذي يعكسه مؤشر السوق، أما عندما يعهد المستثمر بأمواله إلى مدير الاستثمار والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع فإنه يتوقع تحقيق عائداً يعكس عائد السوق بصفة عامة، وانطلاقاً مما سبق يمكن الحكم على كفاءة هؤلاء المديرين.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

الفرع الثالث: كيفية بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية

يراعى في عملية بناء وتكوين المؤشرات عدة اعتبارات ومعايير تتمثل أساساً في:

1. ملائمة العينة: عملية اختيار العينة هي الأساس الأول في تكوين المؤشر إذ تعد أمراً مهماً لسلامة ودقة المؤشر، لذلك فالعينة الملائمة هي التي يمكنها تمثيل حالة السوق وتساعد في تحقيق الاستخدامات المختلفة، وينبغي أن تكون العينة ملائمة من ثلاثة جوانب رئيسية هي¹:

أ. **الحجم:** فيما يتعلق بالحجم فالقاعدة العامة في هذا الإطار تشير أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر كبير كلما كان المؤشر أقرب إلى الدقة وأكثر تمثيلاً للواقع.

ب. **الاتساع:** يقصد به مقدار تغطية أسهم العينة المختارة للسوق الذي تعكسه وهذا يعني أن المؤشر الذي يقيس حالة السوق ككل لا بد أن يدخل في تكوينه أسهماً من شركات في كل القطاعات، فالأسهم داخل العينة لا بد أن تستجيب لمتطلبات القدرة على عكس حالة السوق أو الصناعة التي تمثلها.

ج. **المصدر:** ويقصد به مصدر الحصول على المعلومات لأسعار أو عدد الأسهم التي يتكون منها المؤشر حيث ينبغي أن يكون المصدر الأصلي هو السوق الذي تتداول فيه الأسهم.

2. الأوزان النسبية: تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وتوجد ثلاث مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهذه المداخل تتمثل في²:

1.2 مدخل الوزن على أساس السعر: هو عبارة عن نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، مما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية الشركة أو حجمها.

2.2 مدخل الأوزان المتساوية: وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

3.2 مدخل الأوزان حسب القيمة: وفقاً لهذه الطريقة فإن وزن المؤشرات يعتمد أساساً على رسمة السوق، الأمر الذي يعكس أهمية الشركة، وتقل هذه المؤشرات يأتي من أن حسابها يأخذ بعين الاعتبار

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 300.

² بالاعتماد على:

- عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 42.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

كل أسهم الشركات، والمقصود بهذا الكلام هو إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالشركات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدره، هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

الفرع الرابع: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية

لقياس أداء وتطور سوق الأوراق المالية يتم الاعتماد على عدة مؤشرات أهمها:

1. المؤشر العام لأسعار الأسهم

مؤشر إحصائي يقيس الأداء الإجمالي للسوق ويتكون هذا المؤشر من معدل أسعار مجموعة من الأسهم تستخدم مقياساً لحركة السوق وهو يمثل متوسط أسعار الأسهم للشركات المدرجة في السوق، ويحتل المؤشر العام لأسعار الأسهم أهمية كبيرة لكافة المتعاملين في السوق لما له من تأثير في تحديد القرارات الاستثمارية للمستثمرين في السوق¹.

2. مؤشر حجم السوق

وهو مؤشر يقيس مدى اتساع السوق، حيث كلما اتسع حجم السوق اعتبر ذلك دليلاً ومؤشراً إيجابياً على نشاط الاستثمار في الأوراق المالية وجاذبية هذا السوق، مما يساعد على تطوره، ويقاس حجم السوق بمؤشرين فرعيين هما: رسملة السوق وعدد الشركات المدرجة.

1.2 مؤشر القيمة السوقية (رسملة السوق)

يقصد بمؤشر القيمة السوقية (رسملة السوق) قيمة أسهم الشركات المدرجة في السوق بسعر السوق أو ما يعبر عنه بإجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق.

أما معدل رسملة السوق فيقاس من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، وترتبط رسملة السوق ارتباطاً وثيقاً بمدى قدرة السوق على تعبئة رؤوس الأموال وتوجيهها نحو الاستثمار، كما تعد مرآة تعكس مستوى نشاط السوق إذ كلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دلّ

¹ حيدر يونس الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص 100.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

ذلك على ارتفاع حجم السوق¹، سواء من خلال زيادة عدد الأوراق المالية المدرجة أو عدد الشركات أو ارتفاع الأسعار ويعبر ارتفاع حجم السوق عموماً على ارتفاع النشاط الاقتصادي وتطوره. ويمكن التعبير على مؤشر رسملة السوق بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل رسملة السوق} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق}}{\text{النتاج المحلي الإجمالي}}$$

وتعزى الزيادة في القيمة السوقية إلى العديد من الأسباب أبرزها²:

- درجة تطور نشاط السوق نفسه ولاسيما بعد إدخال العديد من الابتكارات المالية الحديثة وهو ما يعرف بالمشنقات المالية، الأمر الذي سيحفز العديد من المستثمرين على طلب التمويل وذلك من خلال إصدار أنواع مختلفة من الأدوات المالية التقليدية والحديثة والتي تشبع رغبة المستثمرين، الأمر الذي سينعكس على زيادة عدد الأسهم المدرجة وبالتالي القيمة السوقية للأسهم.

- تعد زيادة الطلب على الأوراق المالية ناجمة عن زيادة التحرر المالي وتمتع السوق بالشفافية والاستقرار وهي عوامل تؤدي إلى ارتفاع مؤشرات أسعار السوق، وهي من الأسباب المهمة لزيادة القيمة السوقية.

- التطور الكبير الذي شهده مجال الاتصالات والثورة التكنولوجية والابتكارات الالكترونية ولاسيما بعد إدخال نظام الكمبيوتر.

2.2 عدد الشركات المدرجة

تعكس الزيادة في عدد الشركات المقيدة (المدرجة) في البورصة مدى تطور واتساع حجم السوق، وهذا بدوره يؤدي إلى آثار إيجابية على الاقتصاد الوطني، مما يمكن من ارتفاع رأس مال المؤسسات وحجم تداولها لتنشيط حجم الاستثمار³، "إلا أن هذا المؤشر قد يفقد دلالاته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر

¹ حيدر يونس الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص 100.

² عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 178.

³ حليلة عطية، مرجع سبق ذكره، ص 79.

الفصل الأول: أساسيات سوق الأوراق المالية

القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير¹.

3. مؤشر سيولة السوق

وهو مؤشر يقيس مدى سهولة تحويل الأوراق المالية لسيولة في سوق الأوراق المالية، حيث يعكس هذا المؤشر القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي بسهولة، وتسمح سيولة السوق بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال كونها تعطي الفرصة للمدخرين لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة كلما دعت الضرورة إلى ذلك، وهي بذلك تعتبر مؤشراً هاماً لإغراء المستثمرين والمدخرين على حد سواء للتعامل في البورصة²، ولقياس سيولة السوق نستخدم المؤشرين التاليين³:

1.3 معدل الدوران

يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة، ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي قيمة الأسهم المتداولة على رسملة السوق (القيمة السوقية) خلال العام أو خلال فترة زمنية معينة. ويعبر عنه كما يلي:

$$\text{مؤشر معدل الدوران} = \frac{\text{إجمالي قيمة الأسهم المتداولة}}{\text{القيمة السوقية}}$$

فكلما كان معدل الدوران كبيراً دلّ ذلك على انخفاض تكلفة المعاملات في السوق، كما أنه مؤشر يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه، إذ أنه من الممكن أن تكون هناك سوق كبيرة من حيث الحجم ولكنها سوق غير نشطة، وهذا في حالة ما إذا كانت الرسملة السوقية كبيرة ومعدل الدوران منخفض.

¹ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 178.

² كميلية لوصيف، "تدويل الخطر المالي وأثره على أسواق رأس المال في الدول العربية- دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، 2019، ص 95.

³ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 179.

2.3 حجم التداول

يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية معينة، إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة، ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي، وبالتالي:

$$\text{مؤشر حجم التداول} = \frac{\text{مجموع الأسهم المتداولة}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

إن مؤشر حجم التداول يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة ويكمل هذا المؤشر أيضا مؤشر رسملة السوق الذي يعبر عن حجم السوق، فعلى الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا لإمكانية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية.

4. مؤشر درجة التركيز

يقيس مؤشر درجة التركيز ما إذا كان حجم التداول مركزا في عدد محدود من الشركات أم موزعا على عدد كبير منها وعادة ما يقاس ذلك بحساب حصة أكبر عشرة شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول¹.

5. مؤشر درجة التذبذب (مؤشر عدم الاستقرار)

يشير هذا المؤشر إلى درجة التذبذب في عوائد السوق، ويعرف التذبذب على أنه التغير في عائد الورقة المالية خلال فترة من الزمن. ويمكن حساب هذا المؤشر بطريقتين²:

- الأولى بقسمة معدل التداول على تقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية.
- أما الثانية فيمكن حسابها بقسمة معدل الدوران على تقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية.

¹ نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح، "أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية"، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2014، ص242.

² كميلية لوصيف، مرجع سبق ذكره، ص96.

خلاصة:

تعتبر سوق الأوراق المالية عن ذلك الإطار المنظم الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، حيث تخضع لقواعد وقوانين منظمة لها، وهو الأمر الذي يجعل منها وعاءً استثمارياً مناسباً لتداول رؤوس الأموال بين المستثمرين؛ وهو ما يساهم في دعم الاستثمارات والنهوض بالاقتصاد الوطني.

وتتنوع الأدوات المالية التي يتم التعامل بها في السوق من حيث خصائصها ومميزاتها بما يتماشى مع قواعد ومبادئ السوق؛ فنجد الأدوات التقليدية ممثلة في أدوات الملكية (الأسهم بأنواعها) والسندات بمختلف أنواعها، إضافة إلى الأدوات الحديثة وهي عقود المشتقات المالية المختلفة.

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية من خلال أعضاء السوق (السماسرة، تجار الأوراق المالية، المتخصصون) الذين يقومون بمختلف أعمال الوساطة بين عارضي وطالبي الأوراق المالية، حيث يقوم الأعضاء بتنفيذ الأوامر الصادرة إليهم بما يلبي احتياجات المستثمرين، وكما تحقق سوق الأوراق المالية ما تصبو إليه وتحافظ على حجم نشاطها واستثماراتها ونموها لا بد أن تعمل على تحقيق أكبر كفاءة وأفضل أداء، فكفاءة السوق تتمحور حول مدى استجابته واستيعابه للمعلومات الواردة إليه وهو ما ينعكس على تغير أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، أما أداء السوق فيعبر عنه من خلال مجموعة من المؤشرات التي تعد مرجعاً هاماً للمستثمرين ومقياساً حقيقياً للتطورات والتغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية؛ سواء تلك المؤشرات العامة التي تقيس الأداء الإجمالي للسوق أو المؤشرات الجزئية التي تختص بقطاع معين فقط.

الفصل الثاني:

الإطار المفاهيمي لصناديق

الاستثمار الإسلامية

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

تمهيد:

يعد الاستثمار وفق المنهج الإسلامي الوسيلة والطريقة المثلى لكل من يريد استغلال أمواله وتمييزها وفق الطرق المشروعة، فالاستثمار الإسلامي ينطلق من مفاهيم تستمد من الشريعة الإسلامية والقيم الأخلاقية المنبثقة منها وتحكمه معايير وضوابط محددة شرعا.

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية من بين المؤسسات المالية التي تجسد وتدعم نشاط الاستثمار الإسلامي فهي تقوم بتجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المختلفة، وذلك للمستثمرين الراغبين في استثمار أموالهم وفق منهج تراعى فيه أحكام الشريعة الإسلامية وابتعد عن كافة الأساليب والمعاملات المحرمة شرعا. فصناديق الاستثمار الإسلامية - بمختلف أنواعها- تستخدم مجموعة من الأدوات الاستثمارية التي تتلاءم وأحكام الشريعة الإسلامية وهو ما يساهم في جلب أموال المدخرين وتوجيهها نحو استثمارات حقيقية متنوعة، فهي بذلك توفر للمشاركين فيها فرصاً استثمارية بما يلاءم رغباتهم واهتماماتهم.

وعلى هذا الأساس سنحاول من خلال هذا الفصل التطرق إلى ماهية الاستثمار الإسلامي ونحاول التعرف على أحد أهم المؤسسات المالية تجسيدا لمفهوم الاستثمار الإسلامي وهي صناديق الاستثمار الإسلامية. وقد تم تقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث كالتالي:

المبحث الأول: ماهية الاستثمار الإسلامي

المبحث الثاني: ماهية صناديق الاستثمار الإسلامية

المبحث الثالث: أنواع وتصنيفات صناديق الاستثمار الإسلامية.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

المبحث الأول: ماهية الاستثمار الإسلامي

لقد وسّع الإسلام بقواعده كل أمور الحياة على اختلاف أنواعها ومنها عملية تثمير الأموال وفق أوجه الكسب المختلفة، باعتبار ذلك من القضايا المهمة باعتبارها ضرورة شرعية ومصلحة لكافة أفراد المجتمع، وقد رسم لعملية الاستثمار أطراً عامة وضعت من خلالها قواعد لضبطه وفق أحكام الشريعة الإسلامية وساهمت في نجاحه وانتشاره عوامل كثيرة.

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار الإسلامي

اختلفت تعريفات الاستثمار الإسلامي باختلاف الباحثين والاقتصاديين لكنها لم تخرج عن نطاق واحد مشترك ألا وهو ضرورة التقيد بقيود وأحكام الشريعة الإسلامية.

الفرع الأول: تعريف الاستثمار الإسلامي

يقصد بالاستثمار: "كل ما ينفق من أجل الحصول على مردود أكبر في المستقبل من خلال امتلاك أصل من الأصول على أمل أن يتحقق من ورائه عائداً في المستقبل، وقد يكون الاستثمار في أصل حقيقي أو أصل مالي"¹.

أما الاستثمار في الشريعة الإسلامية فخصّه الاقتصاديون بتعريفات مختلفة، اختلفت باختلاف جهات نظرهم، وفي ما يلي أهمها:

التعريف الأول: الاستثمار الإسلامي مصطلح يطلق على: "تنمية المال، فهو طلب ثمرة المال ونمائه في أي مجال من المجالات سواء في الصناعة أو التجارة أو غيرها من الأنشطة الاقتصادية، بشرط مراعاة أحكام الشريعة الإسلامية"².

استند هذا التعريف على جانب تنمية المال في كل مجال من مجالات الحياة الاقتصادية بشرط مراعاة أحكام وقواعد الشريعة الإسلامية.

التعريف الثاني: الاستثمار الإسلامي هو: "نشاط إنساني إيجابي مستمد من الشريعة يؤدي إلى تحقيق وتدعيم أهداف النظام الاقتصادي الإسلامي وذلك بتوظيف المال لتنمية ثروة المجتمع"³.

¹ مولود مراد ويوسف بوعيشاوي، "فعالية الاستثمار وفق المنظور الإسلامي في ظل كفاءة صيغ التمويل"، الملتقى الوطني الخامس "دور البنوك الإسلامية في تعبئة الادخارات المالية في ظل الأزمة المالية الحالية بالتركيز على الجزائر، واقع... وآفاق"، جامعة يحي فارس المدينة، يوم 2016/12/01، ص3.

² نزيه عبد المقصود مبروك، "صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009، ص33.

³ قيصر عبد الكريم الهيتي، مرجع سبق ذكره، ص19.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

ركّز هذا التعريف على العامل البشري وأوضح بأن الاستثمار الإسلامي هو كل نشاط ذو فائدة ومستمد من الشريعة، يمارسه الإنسان ويكون الغرض منه تدعيم أهداف النظام الاقتصادي الإسلامي.

التعريف الثالث: هو "نشاط اقتصادي يهدف أساساً إلى إدخال الأموال المستثمرة المشروعة (بمختلف أنواعها) في الحيز أو المجال المستثمر فيه، وفق العقيدة الإسلامية والقيم الأخلاقية والضوابط المنبثقة عنها والحاكمة لها ويرجو منه المستثمر تحقيق عائد كما يحدث النفع لجميع أطراف المجتمع المسلم"¹.

هذا التعريف حصر الاستثمار الإسلامي فقط في النشاطات الاقتصادية المختلفة والأموال التي يتم إدخالها إليها وتوظيفها وفق أحكام الشريعة الإسلامية والقيم الأخلاقية، حيث يعود هذا الاستثمار بالفائدة على المستثمر من خلال تحقيق الأرباح وعلى المجتمع المسلم ككل الذي يستفيد من نفعه.

التعريف الرابع: الاستثمار الإسلامي هو: "توظيف واستغلال رأس المال (بجميع أشكاله) في المشاريع الاقتصادية من أجل الحصول على عائدات وفقاً للشريعة الإسلامية وذلك لتلبية الاحتياجات المستقبلية، أو هو عبارة عن تنمية وتطوير رأس المال وفقاً لقواعد الشريعة الإسلامية وجعله مثمراً واستغلاله في القطاعات الإنتاجية سواء في قطاعات التجارة أو الصناعة أو القطاعات الاقتصادية الأخرى"².

هذا التعريف ركّز على جانب تنمية وثمار الأموال بأنواعها في المشاريع الاقتصادية المختلفة وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، وذلك من أجل تحقيق العوائد وتلبية احتياجات المجتمع.

انطلاقاً مما سبق يمكن القول أن الاستثمار الإسلامي:

- قد يكون من قبل فرد أو جماعة أو من كليهما معاً.
- هو كل إنفاق عام أو خاص يساهم في زيادة القدرة الإنتاجية للمجتمع بشرط الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية.
- يقصد به تنمية المال وتثميته وفق مبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية والقيم الأخلاقية المنبثقة عنها.
- يهدف إلى محاربة الاكتناز وإدخال وتوظيف الأموال في القطاعات والمشاريع المختلفة بغية الحصول على منفعة مستقبلية.

¹ هشام كامل قشوط، مرجع سبق ذكره، ص ص 20، 21.

² Ouendi bouyahiaoui et Lynda Nasser, « **Les fonds d'investissement islamiques : Un modèle réussi de l'innovation de financement** », colloque internationale intitulé: " Les produits et les Applications de l'innovation, l'ingénierie financière entre la finance conventionnelle et Islamique", Université Abbas Farhat Sétif1 , Le 5 et 6 Mai 2014, P4

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

- يعود بالنفع والفائدة على المستثمر الفرد وعلى المجتمع وعلى النظام الاقتصادي في الدولة بصفة عامة.

مما سبق يمكن إعطاء تعريف شامل ومختصر للاستثمار الإسلامي بأنه: كل نشاط إنساني يهدف إلى تنمية المال وتثمينه في أي مجال مباح بحيث لا تخالف فيه أحد مبادئ الشريعة الإسلامية، ويهدف المستثمر من ورائه إلى تحقيق الأرباح ويعود بالفائدة على المجتمع والنظام الاقتصادي ككل.

الفرع الثاني: خصائص الاستثمار في المنهج الإسلامي

يمتاز الاستثمار في المنهج الإسلامي بعدة خصائص نذكر منها¹:

- أن منهج الاستثمار في الإسلام لا ينفصل عن العقيدة والفكر الإسلامي، حيث أن العقيدة الإسلامية هي المهيمنة في الفكر الاقتصادي الإسلامي وفي منهج الاستثمار وأدواته ووسائله وآلياته، لأن المسلم مستخلف في مال الله الذي بحوزته. لذلك وجب عليه أن يسير في ضوء شرع الله كما عليه تعمير هذا الكون بالعدل والحق و ينشر الخير والرحمة، حيث يسعى المسلم في الاكتساب والإنفاق والاستثمار إلى نيل رضا الله ويرى أن الربا محق للأموال ونقص حقيقي وأن زيادة الصدقات زيادة مصلحة لها وذلك إيماناً بقول الله عز وجل: ﴿يَمْحَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُرْبِي الصَّدَقَاتِ وَاللَّهُ لَا يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ﴾ سورة البقرة الآية 276.

- أن من أهم المعالم للمنهج الإسلامي في الاستثمار قيامه على القيم والأخلاق والمبادئ، ولذلك حرم الإسلام التطفيف في الكيل والميزان والحيل والغش والاستغلال والتدليس، كما أوجب الإسلام أن يسير الاستثمار على العدل والصدق والحفاظ على العهود والوعود والعقود، والسماحة عند البيع والشراء والاقتضاء، وبيان كل ما في المعقود عليه من عيوب دون كذب ولا حلف ولا زور.

- أن من أهم المعالم الأساسية للمنهج الإسلامي في الاستثمار قيامه على التنافس الشريف وإتاحة الفرص للجميع دون تدخل من الدولة إلا لحماية الضوابط الشرعية والضعفاء.

- تحريم الظلم والربا وأكل أموال الناس بالباطل والمقامرة وغير ذلك مما حرمه الإسلام ونهى عنه.

¹ هشام كامل قشوط، مرجع سبق ذكره، ص ص 23، 24.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

الفرع الثالث: الأدلة الشرعية لوجوب الاستثمار

حثّ الإسلام ودعا إلى الاستثمار وجعله نوعاً من العبادات. والكثير من المواضع في القرآن الكريم والسنة النبوية تبين مشروعية الاستثمار.

1. أدلة وجوب الاستثمار من القرآن الكريم

وردت نصوص عديدة في القرآن الكريم تدعو إلى الاستثمار وتحث عليه نذكر منها¹:

- قول الله تعالى: ﴿فَإِذَا قُضِيَتِ الصَّلَاةُ فَانْتَشِرُوا فِي الْأَرْضِ وَابْتَغُوا مِنْ فَضْلِ اللَّهِ وَاذْكُرُوا اللَّهَ كَثِيرًا لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ﴾ سورة الجمعة الآية 10، حيث تدل الآية على أن الحياة الطبيعية للإنسان التي يجب أن يكون عليها هي الانتشار في الأرض والابتغاء من فضل الله وتبادل المنافع، وهذه كلها من وجوه الاستثمار، وأما الصلاة فلها أوقات محدّدة وهي بمثابة محطات استراحة من عناء المشي في الأرض والعمل والاستثمار.

- قول الله تعالى: ﴿هُوَ الَّذِي جَعَلَ لَكُمْ الْأَرْضَ ذُلُولًا فَأَمْشُوا فِي مَنَاكِبِهَا وَكُلُوا مِنْ رِزْقِهِ وَإِلَيْهِ النُّشُورُ﴾ سورة الملك الآية 15. تدلّ هذه الآية على وجوب المشي في الأرض والتحرك فيها وبذلك تكون أولى خطوات الاستثمار، فلا يتم استثمار المال بدون مشي وتحرك في أرجاء الأرض.

- إضافة إلى ذلك يحوي القرآن الكريم العديد من الآيات الدالة على تحريم الاكتناز وتحريم الرّبا والآيات الدالة على وجوب الزكاة وجميعها تدعو إلى الاستثمار وتعتبره ضرورة من الضرورات الشرعية.

2. أدلة وجوب الاستثمار من السنة النبوية

الأدلة من السنة النبوية كثيرة على وجوب الاستثمار نذكر منها²:

عن النبي صلى الله عليه وسلم، قال: "لأن يأخذ أحدكم حبله فيأتي بحزمة الحطب على ظهره فيبيعها فيكفّ الله بها وجهه خير له من أن يسأل الناس أعطوه أو منعوه"³، الحديث يدل على تشجيع رسول الله صلى الله عليه وسلم على العمل وعدم الركون للخمول وسؤال الناس، فالعمل استثمار.

ولقد فهم أصحاب رسول الله صلى الله عليه وسلم وجوب الاستثمار للأموال فهذا عمر بن الخطاب رضي الله عنه صاحب الرسول صلى الله عليه وسلم وخليفة المسلمين يأمر بانتزاع الأرض ممن يعطلها أكثر من ثلاث سنوات حيث يقول: "من أحيا أرضاً ميتة فهي له، وليس لمحتجر حق بعد ثلاث سنين"،

¹ نعيمة أوعيل، "الاستثمار من الاقتصاد الوضعي إلى الاقتصاد الإسلامي- بداية تحرير الدول الإسلامية من التبعية

الاقتصادية-"، ط1، الإسكندرية، 2016، ص ص154، 155.

² محمد عدنان بن الضيف، مرجع سبق ذكره، ص52.

³ أبي عبدالله محمد بن اسماعيل البخاري، "صحيح البخاري"، دار ابن كثير، ط1، 2002، دمشق، ص358.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

ولو لم يكن يفهم عمر بن الخطاب رضي الله عنه وجوب عملية استثمار الأموال وضرورته لم يأمر بنزع أرض أعطاها رسول الله صلى الله عليه وسلم لأحد المسلمين.

ومن هنا نرى أن أدلة القرآن والسنة أجمعت على وجوب الاستثمار، فيجب على الأمة أن تقوم بعمليات الاستثمار حتى تكون هناك وفرة للأموال وتشغيل للأيدي، ويتحقق حد الكفاية للجميع إن لم يتحقق الغنى، ومن القواعد الفقهية في هذا المجال هو أن ما لا يتم الواجب إلا به فهو واجب، وذلك أنه لا تتم تنمية البلاد والرفع من قدراتها إلا عن طريق تثمير المال وهو المقصود بالاستثمار.

المطلب الثاني: ضوابط الاستثمار الإسلامي

وضع الإسلام مجموعة من القواعد والمبادئ التي توجه سلوك المستثمر لأمواله، وفقا لضوابطه ولتحقيق مراد الله وتحقيقا لمقاصد الاستثمار، وهذه الضوابط تتمثل في:

الفرع الأول: الضوابط العقائدية

يمكن تقسيم الضوابط العقائدية للاستثمار إلى أربعة مبادئ، وهي¹:

- الإيمان بأن المال مال الله وهو مالكة، حيث قال تعالى: ﴿وَلِلَّهِ مُلْكُ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضِ وَمَا بَيْنَهُمَا﴾ سورة المائدة الآية 18، وقال تعالى: ﴿وَمَا لَكُمْ أَلَّا تُنْفِقُوا فِي سَبِيلِ اللَّهِ وَلِلَّهِ مِيرَاثُ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضِ﴾ سورة الحديد الآية 10، وقال تعالى: ﴿ءَامِنُوا بِاللَّهِ وَرَسُولِهِ وَأَنْفِقُوا مِمَّا جَعَلَكُمْ مُسْتَحْلِفِينَ﴾ سورة الحديد الآية 7، أي أن المال المتوفر لدى المستثمر المسلم هو مال الله ليس له حق التصرف المطلق فيه لأن المالك الحقيقي له هو الله، وبالتالي فإن تصرف المسلم في هذه الأموال واستثماره لها يجب أن يكون وفق شروط فرضها الله عليه؛ فملكية الإنسان الفردية للمال هي ائتمان له على هذا المال الذي بحوزته. فالله هو من حفظ له حق الحياة هذا، وبالتالي فهو موكل فيه ويجب عليه أن يمثل أمر الله في تصرفه في ماله واستثماره فيما يعود على المستثمر والجماعة بالنفع والخير.

- الإيمان بأن ملكية الإنسان مقيدة وغير مطلقة؛ معنى ذلك أن ملكية الأفراد والجماعات لأموالهم ملكية مجازية وليست أبدية ولا مطلقة، وإنما هي تابعة لملكية الله المطلقة لكل شئ بما فيها الأموال، أما نسبية الإنسان للمال في كتاب الله فهي نسبة توكيل واعتماد ظاهرها التملك وحقيقتها التفويض الذي يتبع بالمحاسبة.

¹ محمود محمد حمودة، "الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام"، ط1، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص43-47.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

الفرع الثاني: الضوابط الأخلاقية

وهي مجموعة القيم والمبادئ الأخلاقية الثابتة التي توجه سلوك المستثمر والتي أوجب الله تعالى على المستثمر المسلم الالتزام بها عند استثماره ماله، بهدف تحقيق المنفعة له وللمجتمع ككل، والحفاظ على استدامة تنمية المال وعلى ديمومة تداوله وتحقيق الرفاهية الشاملة للفرد والجماعة تحقيقاً للقيام بواجب الخلافة لله وعمارة الأرض.

إن الضوابط الأخلاقية لا بد منها للعملية الاستثمارية وذلك كي تجعل المستثمر المسلم يسعى للكسب المشروع وابتغاء مرضاة الله، ويعمل على إخضاع استثماره لتحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية لتحقيق أهدافه من المعاملات المالية عامة ومن النشاط الاستثماري خاصة، ومن أهم هذه الضوابط: الالتزام بمبدأ الصدق والوفاء بالعهد والأمانة والتراضي والعدالة وتجنب الكذب والغش والخيانة والاحتيال وغيرها¹.

الفرع الثالث: الضوابط الاجتماعية

يعد الاستثمار الإسلامي وسيلة لتحقيق الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية للفرد والمجتمع، وقد بالغ الإسلام في تشديده على ضرورة الالتزام بهذه الضوابط لأن إهمالها يؤدي إلى مشاكل اجتماعية خطيرة، ومن أهم هذه الضوابط²:

- تحريم الربا: من وسائل التشريع الإسلامي لضمان تحقيق مقاصد الشرع في الاستثمار تحريم التعامل بالربا أخذاً وعطاءً وهو يعتبر أحد الضوابط التي تمثل حق الجماعة عند اتخاذ قرار الاستثمار، قال الله تعالى ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا ۗ﴾ سورة البقرة الآية 278، 279. والربا بكل أنواعه محرّم بنص الكتاب والسنة بسبب أضراره الاجتماعية والاقتصادية والأخلاقية.

- تحريم الاحتكار: والاحتكار معناه حبس السلعة عن البيع بقصد المغالاة في ثمنها، وقد حرّم الله تعالى الاحتكار ونهى عنه.

- تحريم الغش والاستثمار في السلع المضرة: حرّم الإسلام الاستثمار في العديد من السلع المحرمة التي تلحق الضرر بالمجتمع كالخمر والمخدرات وغيرها من السلع المضرة للمجتمع وذلك حفاظاً على سلامة المجتمع، وبذلك فقد حرّم الله الغش في العمليات الاستثمارية وكافة المعاملات في الحياة.

¹ محمود محمد حمودة، مرجع سبق ذكره، ص50.

² بالاعتماد على:

- ليلي مقدم ومحمد سمير طعيبة، "معايير اتخاذ قرار الاستثمار من منظور الاقتصاد الإسلامي"، الملتقى الدولي

"الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل"، جامعة غرداية، يومي 23 و 24 فيفري 2011، ص8-11.

- نعيمة أوعيل، مرجع سبق ذكره، ص167.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

- تحريم الاكتناز: والاكتناز هو كل تعطيل للمال وحبسه سواء كان هذا التعطيل عدم أداء الحقوق منه أو عدم استثماره، وقد حرم الإسلام الاكتناز وبالغ في تهديد المكتنزين وأوعدهم العذاب الأليم في الآخرة، قال الله تعالى: ﴿ وَالَّذِينَ يَكْنِزُونَ أَلْهَابَ وَالْفِضَّةَ وَلَا يَنْفِقُونَهَا فِي سَبِيلِ اللَّهِ فَبَشِّرْهُمْ بِعَذَابٍ أَلِيمٍ ﴾ سورة التوبة الآية 34، ومن هنا حرم الإسلام الاكتناز تحريماً قاطعاً وأوجب استثمار الأموال كبديل لتعطيل المال العام وعدم تنميته.

الفرع الرابع: الضوابط الاقتصادية

تتمثل الضوابط الاقتصادية للاستثمار الإسلامي فيما يلي¹:

- تحقيق التنمية: تحقيق التنمية شرط ضروري لاستثمار الملكية، والأدوات المستخدمة لذلك تتمثل فيما يلي:

✓ الإلزام بالتشغيل الكامل للمال وعدم اكتنازه بهدف التنمية؛

✓ الإلزام بأن يغطي الاستثمار الأنشطة الاقتصادية الضرورية للمجتمع الإسلامي ولا ترتبط بمعيار الربح بمعناه المادي والأُناني في الاقتصاد الوضعي، لكن من وجهة النظر الإسلامية يكون الاستثمار أعلى ربحية حيث يوجه إلى النشاط الاقتصادي الأكثر ضرورة؛

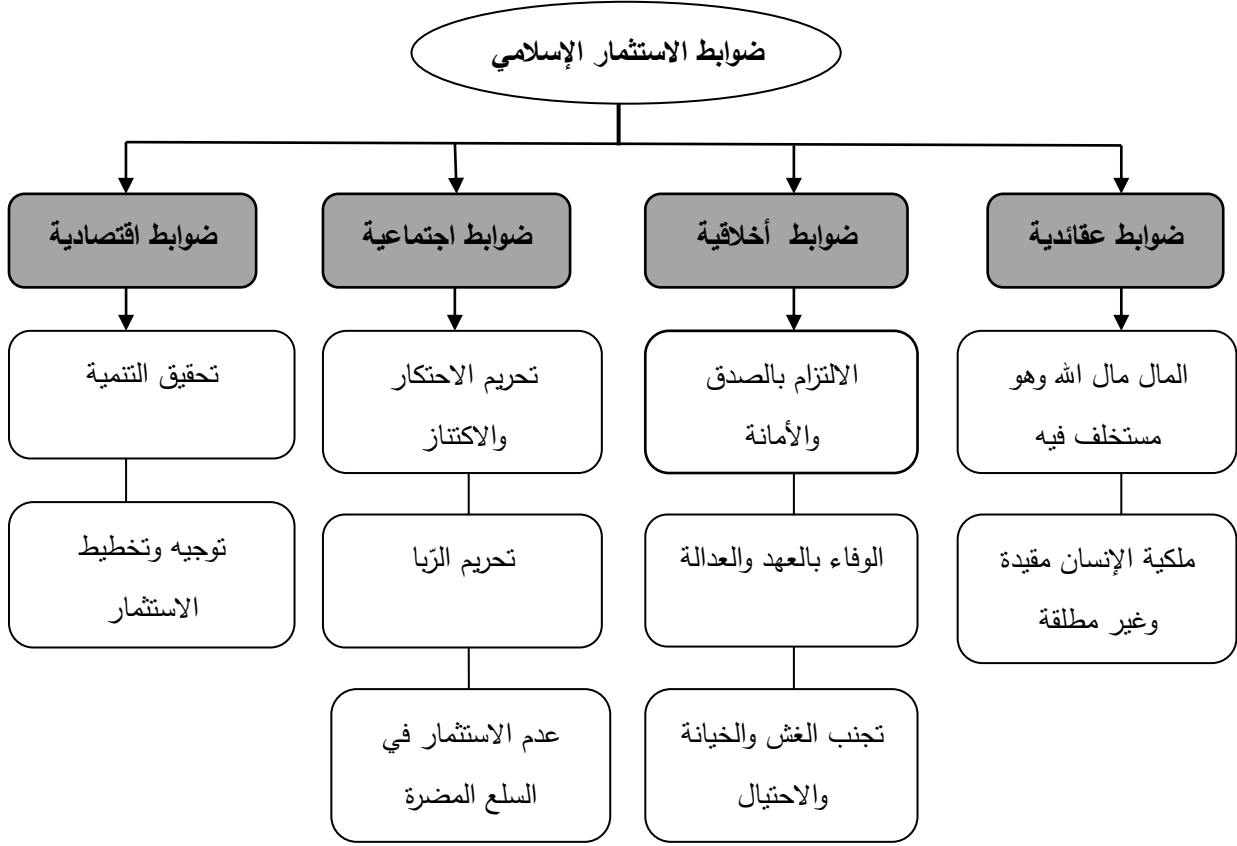
✓ الإلزام بأن يكون أسلوب مشاركة رأس المال كأحد عوامل الإنتاج، مع العوامل الأخرى بحيث يستهدف الإنتاج وليس مجرد الحصول على دخل، لذلك نجد أن الإسلام حرم مجموعة من المعاملات وأجاز غيرها، والتحريم هنا إنما جاء لأن هذه المعاملات تعتبر غير منتجة وبالتالي فهي لا تحقق التنمية.

- توجيه وتخطيط الاستثمار: ونقصد به الاختيار الأمثل لمجال وطرق الاستثمار، فالشريعة الإسلامية توجه المستثمر، الذي يلتزم بكافة الضوابط الأخلاقية والاجتماعية والاقتصادية، إلى أن يقوم بدراسة جدوى عمله الاستثماري وتفحص ما يمكن أن يترتب عليه من نتائج ايجابية أو سلبية، حتى لا تضيق الجهود هدرًا، وحتى تحقق الاستثمارات في بلاد المسلمين المصالح المتوخاة منها للفرد والمجتمع.

¹ محمد عدنان بن الضيف، مرجع سبق ذكره، ص ص 50، 51.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

شكل رقم (3): ضوابط الاستثمار الإسلامي



المصدر: من إعداد الطالبة.

المطلب الثالث: أهداف الاستثمار الإسلامي في ضوء مقاصد الشريعة

تعرف المقاصد بأنها الغايات التي وضعت الشريعة لأجل تحقيقها لمصلحة العباد، وبعد الدراسة التحليلية لمقاصد التشريع استخلص الاقتصاديون عدداً من الأهداف والمقاصد التي يرمي التشريع الإسلامي إلى تحقيقها من وراء حثه على الاستثمار، وهذه المقاصد كثيرة نذكر منها¹:

- الحفاظ على المال وتنميته: يركز تحقيق التقدم الاقتصادي والاجتماعي لأي مجتمع على كيفية محافظة هذه المجتمعات على ثرواتها وكيفية تنمية هذه الثروات، وقد حث الإسلام على الاستثمار فأوجب السعي في طلب الرزق وأباح المعاملات والمبادلات وحرّم الاحتكاز والربا والميسر والتبذير... والإسلام من خلال هذه التدابير يختلف اختلافاً جوهرياً عن الأنظمة الوضعية التي تركز فقط على تنمية الثروات وعلى تحقيق الأرباح دون مراعاة الطريقة أو الوسيلة التي تحقق ذلك.

- تحقيق تداول الثروة: حث الإسلام على وجوب تداول الثروة ومنع تجميدها واكتنازها، والاستثمار يهدف إلى إشراك أكبر عدد ممكن من الأفراد للاستفادة من هذا المال، قال الله تعالى:

¹ نعيمة أوعيل، مرجع سبق ذكره، ص 156-159.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

- ﴿ كَيْ لَا يَكُونَ دُولَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْكُمْ ﴾ سورة الحشر، الآية 7. ومن الوسائل التي تضمن تحقيق هذا المقصد تسهيل المعاملات بقدر الإمكان وكذلك الزكاة لما لها من أثر في التوجه نحو عملية الاستثمار باعتبارها أحد أهم أدوات إعادة توزيع الثروة في الاقتصاد الإسلامي.
- القضاء على التخلف وتحقيق النمو الاقتصادي: وذلك عن طريق الاستغلال الأمثل للموارد واعتبار الأنشطة الاقتصادية الضرورية للمجتمع فرض كفاية يجب القيام بها لحاجة المجتمع إليها، مع الاعتماد على صيغ التمويل الشرعية التي تكفل مشاركة رأس المال في أي نشاط إنتاجي، إضافة إلى وجوب توجيه المدخرات نحو الاستثمارات المشروعة وضرورة توفير مشروعات البنية الأساسية بما يحقق تنمية العنصر البشري الذي يعد أساس التنمية.
- تحقيق الرفاهية الشاملة للفرد والمجتمع: ويتحقق هذا المقصد من خلال توزيع ناتج الاستثمار توزيعاً عادلاً يؤدي إلى إشباع كافة الحاجات الإنسانية الأساسية وتحسين مستوى الحياة.

المطلب الرابع: عوامل نجاح الاستثمار الإسلامي

- يمتاز الاستثمار الإسلامي بمجموعة من عوامل التفوق والنجاح. وبتفعيلها تعمل على الارتقاء بالنشاط الاقتصادي وانتعاشه، وأهم هذه العوامل نوجزها فيما يأتي¹:
- وجوبية الاستثمار الإسلامي، فهو مطلب شرعي وعبادة مالية يمكن من خلالها الوصول إلى المقاصد الشرعية، وذلك أنه يحفظ الدين عن طريق حفظ المال وتنميته بشكل أساس.
- يتميز الاستثمار الإسلامي عن الاستثمار الوضعي بازدواجية الرقابة، حيث أن المستثمر المسلم يشعر برقابة الله تعالى على جميع أعماله التي يقوم بها، بالإضافة إلى رقابة الدولة القائمة بكل أجهزتها، وبالتالي فإن الاستثمار يكون أكثر فعالية ويؤدي إلى إنجاح العمل التنموي والإنتاجي في ظل مجتمع خال من المشاكل والجرائم الاقتصادية، لاسيما وأنه يختص بصفة الرقابة المزدوجة التي يعمل في إطارها (رقابة الله والدولة).
- المرونة العالية التي يتصف بها هذا الاستثمار والتي تتجلى بتنوع أساليبه وطرقه وشمولية مجالاته التي يحرك أنشطته فيها والتي من الممكن أن تحقق أفضل في كل القطاعات زراعياً وصناعياً وتجارياً بهدف تنوع الاستثمارات والتخلص من احتمالات المخاطر.
- استمرارية الاستثمار الناجح في الإسلام تؤدي بالضرورة إلى استمرارية استخراج أموال الزكاة، حيث أن النماء أحد شروط المال الذي تجب فيه الزكاة وبالتالي دعم شرائح المجتمع المعدومة ورفع دخول أصحاب

¹ قيصر عبد الكريم الهيتي، مرجع سبق ذكره، ص 64-66.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

الدخول المنخفضة ومعالجة المعوقات التي تقف بوجه هذه الفئة لتجعلها تنصب في إطار إمكانيات اقتصادية تحفز جانب الطلب ثم تحفز جانب العرض.

- تتفق منهجية الاستثمار في الإسلام مع منطق العقل السليم، وهي سمة بارزة يتسم بها الفكر الاقتصادي الإسلامي لاسيما في مجال إشباع الحاجات، حيث يتم إشباع الحاجات الضرورية كمرحلة أولى ثم إشباع الحاجات التكميلية كمرحلة ثانية، وهذا يدل على القيمة الإنسانية للسلوك الاقتصادي الصحيح القائم في ضوء القرآن الكريم والسنة النبوية.

- أهداف الاستثمار في الإسلام تكمن في تحقيق الأرباح المادية والمعنوية وهذا ما يؤدي بالنتيجة إلى تحفيز النشاط الاقتصادي والروحي عند المستثمر فيكون بذلك مهياً للقيام بأفضل الأعمال المساهمة في إعمار الإنسان والأرض سوياً.

- من أهم عوامل التفوق في هذا الاستثمار استناده إلى مبدأ المشاركة العادلة في العملية الاستثمارية بأحد عناصر الإنتاج (عمل أو رأس مال)، زيادة على ذلك اعتماده مبدأ المشاركة في الربح والخسارة وهذا ما يؤدي إلى تشجيع وتدعيم أحد الطرفين المشاركين للآخر بقصد الحصول على أعلى الأرباح والتخلص من احتمالات الخسارة المشتركة التي يتحملها كلا الطرفين.

- كون الاستثمار الإسلامي قائم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، فإن هذا يعمل على إيجاد روح الثقة المتبادلة وبناء علاقات اقتصادية واجتماعية بين الأطراف المساهمة في العملية التنموية، مما يبعث الشعور بالطمأنينة والارتياح بسبب تنشيط وتحفيز أحدهما للآخر.

- يقدم تنوع الأساليب الاستثمارية الإسلامية بديلاً ناجحاً عن الفائدة الربوية واكتناز الأموال وتعطيلها، لأن الكثير من المسلمين لا يعرفون كيفية استثمار أموالهم وتنميتها ولا يجدون أمامهم إلا البنوك الربوية التي تمنح الفوائد وتقدم الإغراءات لأصحاب الدخل العالية، وهذا يتم على حساب عدم وجود أو نقص الترويج لوجود المؤسسات المالية الإسلامية الفاعلة التي تقدم الخدمات المالية للمستثمرين تجنبهم احتمالات الاستثمار المحرم أو خطر الخسارة.

- أن أحد عوامل نجاح الاستثمار الإسلامي توفر الطاقات وعناصر الإنتاج والأسواق السلعية والمالية، والاهتمام بالبحث العلمي وترقيته، وتوفير الإدارة المنظمة التي تمتلك الخبرة والكفاءة في تنظيم الأعمال الاستثمارية بالشكل الصحيح .

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

المبحث الثاني: ماهية صناديق الاستثمار الإسلامية.

تعمل صناديق الاستثمار الإسلامية على جذب الأموال من أصحاب الادخارات خاصة صغار المدخرين منهم، وحتى كبرى المؤسسات المالية الإسلامية، وتقوم بإعادة استثماره وفق الطرق والأساليب الأنجع، فهي بذلك قناة جيدة لاستقطاب الأموال وإعادة استثمارها وفق الشريعة الإسلامية مما جعلها تحظى باهتمام كبير في المجتمع.

المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار الإسلامية وتطورها التاريخي

نشأت صناديق الاستثمار الإسلامية كامتداد لصناديق الاستثمار التقليدية لكن أفكارها والأسس التي تقوم عليها مستمدة من أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها.

الفرع الأول: نشأة وتطور صناديق الاستثمار التقليدية عالمياً

تعود فكرة إنشاء صناديق الاستثمار إلى سنوات قديمة جداً، ومرّت بالعديد من التطورات والتغيرات التي طرأت على عالم الاقتصاد والمال في العالم حتى وصلت إلى ما هي عليه الآن، وقد بدأ في تنفيذ فكرة صناديق الاستثمار على مستوى العالم في أوروبا وتحديداً في هولندا التي ظهر بها أول صندوق استثماري في سنة 1822م تلتها إنجلترا في سنة 1870م، غير أن البداية الحقيقية للصناديق الاستثمارية بالمفاهيم القائمة الآن تحققت في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1924م وذلك حينما تم إنشاء أول صندوق في بوسطن باسم masochists investment trust على يد أساتذة جامعة هارفارد الأمريكية، واستمرت بعدها في التوسع والتنوع داخل الولايات المتحدة الأمريكية وخارجها، وحدث ذلك بشكل لافت بعد الحرب العالمية الثانية حتى وصلت في سنة 1966م إلى نحو 550 صندوقاً استثمارياً بلغ معها صافي أصولها نحو 50 مليار دولار أمريكي¹.

وفي عام 1985م صدر المنشور الأوروبي (La directive européenne de 1985) الذي ألزم دول المجموعة الأوروبية الموحدة بحرية تداول صناديق الاستثمار في أنحاء أوروبا اعتباراً من شهر سبتمبر 1989م، وبالتالي ضرورة توحيد النظم المالية والضريبية في تشغيل الصناديق داخل أوروبا، وبناءً على ذلك صدر القانون رقم (1201/88) في 23 ديسمبر 1988م، والمعدل بالقانون رقم (531/89) في 2 أوت 1989م لتوحيد القوانين المنظمة لصناديق الاستثمار المفتوحة في فرنسا لتتناسب مع المنشور الأوروبي، حيث يعتبر عام 1989م هو بداية ظهور المنافسة الخارجية لصناديق الاستثمار الفرنسية التي عملت على الانتشار في أوروبا وتوسيع وتدويل أسواقها حتى وقتنا هذا، مما دفع بها إلى

¹ قاسم نايف علوان، "إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق"، ط2، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص215.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

ظهور جيل جديد من صناديق الاستثمار يتمثل في الصناديق المدارة بأساليب كمية التي تستخدم نماذج رياضية أكثر من استخدامها للتحليل المالي وتعتمد على النظرية الحديثة للتمويل¹.

الفرع الثاني: نشأة وتطور صناديق الاستثمار التقليدية في الدول العربية

على الصعيد العربي، كانت السعودية الأسبق إلى خوض هذه التجربة حيث أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" في ديسمبر 1979م، ولم تصدر قواعد وتنظيم صناديق الاستثمار السعودية إلا بعد هذا التاريخ بنحو 14 عاماً، أي في بداية عام 1993م، واستمرت البنوك السعودية نتيجة لنجاح هذه التجربة في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة، علماً أن إدارة هذه الصناديق انتقلت حالياً إلى شركات الوساطة المرخص لها من هيئة السوق المالية²، حيث وصل عدد صناديق الاستثمار السعودية إلى 200 صندوق استثماري بنهاية عام 2005م بإجمالي أصول تناهز الـ 130 مليار ريال تشكل نحو 12% من الناتج المحلي الإجمالي³.

وبعد التجربة السعودية جاءت الكويت ثاني دولة عربية في خوض تجربة الصناديق الاستثمارية، حيث تم إنشاء أول صندوقين استثماريين في الكويت عام 1985م، وذلك قبل صدور التشريعات المنظمة لها التي كانت عام 1990م، وتلا صدور هذه التشريعات إنشاء المزيد من الصناديق الاستثمارية ليصل عددها إلى 6 صناديق عام 1999م. أما في مصر، فمع أنها شهدت أقدم سوق للأوراق المالية في الدول العربية والشرق الأوسط إلا أنها لم تعرف الصناديق الاستثمارية إلا بعد صدور قانون سوق رأس المال المصري رقم (95) في عام 1992م، حيث سمح بإنشاء صناديق الاستثمار المفتوحة للبنوك وشركات التأمين، دون صناديق الاستثمار المغلقة التي سمح بها بعد ذلك، وقد كانت أول تجربة لصناديق الاستثمار في مصر عام 1994م وذلك بإنشاء صندوق الاستثمار الأول للبنك الأهلي المصري الذي بدأ نشاطه في 1994/10/06م، ثم صندوق استثماري آخر لبنك الإسكندرية في 1994/10/27م،

¹ أشرف محمد دوابة، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، ط3، دار السلام، مصر، 2016، ص63، 64.

² صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص163.

³ عمر علي أبو بكر، "صناديق الاستثمار الإسلامية مفهومها، أنواعها، وخصائصها-دراسة تأصيلية-"، مجلة جامعة المدينة العالمية (مجمع)، العدد2، السعودية، أبريل 2015، ص195.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

وقد وصل عدد الصناديق الاستثمارية عام 1997م إلى 12 صندوقاً محلياً وبلغت إجمالي أموالها الاستثمارية نحو 1,7 مليار جنيه¹.

أما في المغرب فقد صدرت التنظيمات الخاصة بالصناديق الاستثمارية بتاريخ 1993/09/21م، أما أول صندوق استثماري أنشئ عام 1995م، ثم تزايد عدد الصناديق بشكل سريع إذ بلغت (85) صندوقاً عام 1998م. وفي البحرين كان بداية ظهور صناديق الاستثمار عام 1995م بإنشاء صندوق واحد، ثم في العام التاليين أنشئ صندوقان، أما في عام 1998م فقد شهدت الصناديق في البحرين تطوراً سريعاً وملحوظاً حيث تم إنشاء (20) صندوقاً ليكون مجموعها في هذا العام (23) صندوقاً، ثم أنشئ عام 1999م خمسة صناديق ليكون المجموع (28) صندوقاً².

الفرع الثالث: نشأة وتطور صناديق الاستثمار الإسلامية

يرجع الفضل الكبير للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في ظهور صناديق الاستثمار الإسلامية، فلقد كان النجاح الذي حققته هذه البنوك والمؤسسات في جذب واستقطاب الأموال واستثمارها وفقاً للأساليب الشرعية دافعاً إلى البحث عن أوعية جديدة لجذب واستثمار المزيد من الأموال على أسس شرعية، مما حدا بالحكومة الأردنية إلى استخدام سندات المقارضة الشرعية عام 1981م، ثم تبع ذلك ندوات متعددة أقامتها مجموعة دلة البركة بمشاركة العديد من الفقهاء والاقتصاديين، ومنها الندوة التأسيسية التي انعقدت في تونس في نوفمبر 1984م والتي وضعت الأسس لتأسيس شركتي التوفيق للصناديق الاستثمارية والأمين للأوراق المالية عام 1984م³.

وقد ظهر أول صندوق استثماري إسلامي داخل بنك تقليدي في عام 1986م بالولايات المتحدة الأمريكية والمتمثل في صندوق أمانة للاستثمار التعاوني ثم انتقلت الفكرة إلى البلدان الإسلامية، فقد استجابت البنوك التقليدية في البلدان الإسلامية للطلب المتزايد عليها من الشعوب الإسلامية، حيث إن كثيراً من المسلمين أحجموا عن الدخول والاستثمار في الصناديق الاستثمارية التقليدية خوفاً من الوقوع في المحظورات الشرعية، الأمر الذي دفع البنوك التقليدية إلى الحرص على إنشاء مثل هذه الصناديق

¹ حسن بن غالب بن حسن دائلة، "الصناديق الاستثمارية-دراسة فقهية تطبيقية"-، ج1، ط1، دار كنوز اشبيلية، السعودية، 2012، ص ص 120، 121.

² المرجع نفسه، ص122.

³ أشرف محمد دوايبة، مرجع سبق ذكره، ص65.

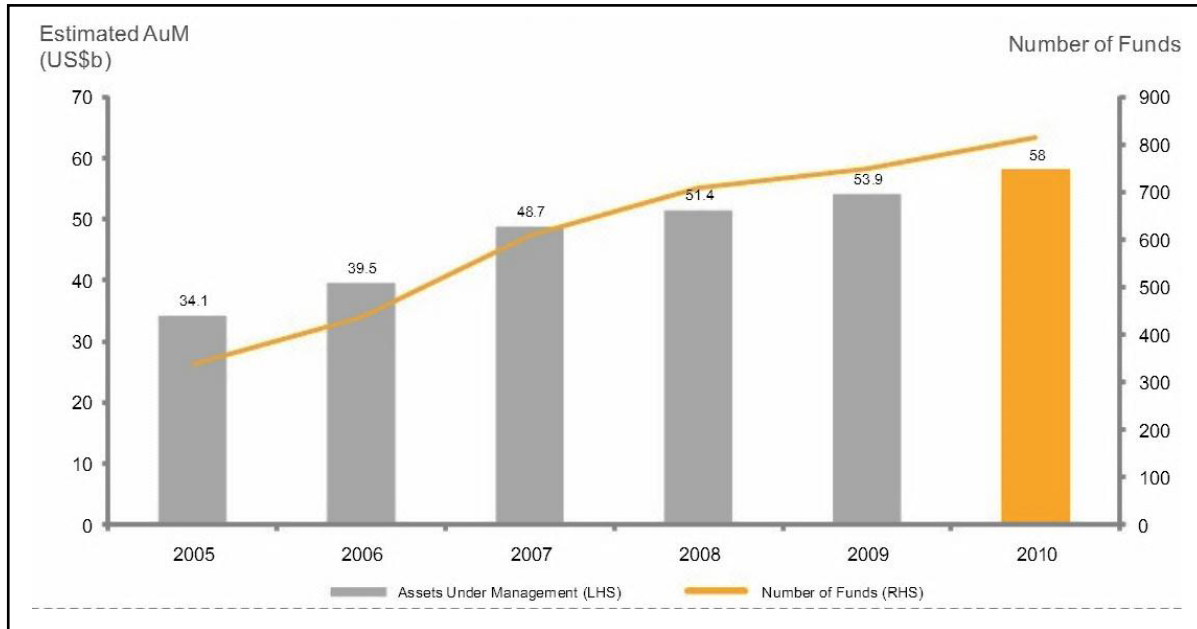
الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

لاستقطاب تلك الأموال كما سعت إلى وضع هيئات شرعية تعمل على توضيح لها المحظورات الشرعية التي يجب على إدارة الصندوق الابتعاد عنها وتجنب الوقوع فيها¹.

وأنشأت دلة البركة شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية عام 1992م وبعد ذلك توالى تباعاً إنشاء العديد من الصناديق الإسلامية في الكثير من الدول حتى وصل حجم تعاملاتها بنهاية عام 1996م إلى نحو 1,5 بليون دولار².

والشكل الموالي يوضح نمو وتطور صناعة الصناديق الاستثمارية في العالم خلال الفترة من سنة 2005 إلى سنة 2010.

شكل رقم(4): نمو وتطور صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم خلال الفترة(2010-2005)



المصدر: صبرينة عتروس، "إطار مقترح لتفعيل دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية-

دراسة حالة عينة من صناديق الأسهم السعودية-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر

بسكرة، 2017، ص 139.

من الشكل أعلاه يتضح لنا أن صناديق الاستثمار الإسلامية سجلت نمواً معتبراً طيلة الفترة (2010 - 2005)، حيث تجاوز عددها 400 صندوق سنة 2005 بحجم أصول قدره 34,1 مليار

¹ محمد عدنان بن ضيف، "العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وآثارها التنموية"، ط1، دار النفائس، الأردن، 2017، ص 337.

² أشرف محمد دوابة، مرجع سبق ذكره، ص 65.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

دولار، لكن هذا العدد سرعان ما تضاعف ليبلغ حوالي 750 صندوق في العالم بحلول سنة 2010 وذلك بحجم أصول قدر بـ 58 مليار دولار.

ووفقا لبيت التمويل الكويتي فقد بلغ حجم أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية في الربع الأول من عام 2014م إلى 73,8 مليار دولار كما وارتفع عدد الصناديق الإسلامية إلى حوالي 1069 صندوقا عام 2014م، أما من حيث تركيز أصول هذه الصناديق جغرافيا فقد احتلت المملكة العربية السعودية الصدارة حسب ما جاء في تقرير مجلس الخدمات المالية الإسلامية لسنة 2015م، حيث استحوذت على نسبة 40% من إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية بنهاية عام 2014م متفوقة بذلك على ماليزيا التي استحوذت على نسبة 25%، ولا تقتصر إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية على المصارف الإسلامية فقط بل إن أكثرها تديرها المصارف التقليدية، وتمثل هذه الصناديق أحد أهم الوسائل لدخول هذه المصارف في سوق الخدمات المصرفية الإسلامية دون الحاجة إلى تغيير هيكلها الإداري أو نظام عملها¹.

المطلب الثاني: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية.

صناديق الاستثمار الإسلامية تعبر عن مؤسسات مالية تقوم باستثمار الأموال وفق طرق شرعية في مشاريع حقيقية ومالية.

الفرع الأول: تعريف صناديق الاستثمار التقليدية

أسهب المختصون في إعطاء تعريفاتهم لصناديق الاستثمار، هذه التعاريف اختلفت في ألفاظها ووجهات النظر إليها، لكن رغم اختلافها وتعددها إلا أنها تبقى تصب في مضمون واحد، وفيما يلي بعض التعريفات لصناديق الاستثمار.

تم تعريفها بأنها: "مؤسسات مالية تقوم بتجميع الأموال من عدد كبير جدا من المستثمرين من خلال بيع (حصص ملكية) ويتم بعد ذلك توظيف هذه الأموال في شراء أسهم و سندات شركات ناجحة و متميزة أي في سلة من الأوراق المالية وتخدم هذه الصناديق كبار المستثمرين وصغارهم وخاصة وأنها تحقق التنوع اللازم لتقليل المخاطر للمستثمر الصغير بصورة خاصة"².

¹ صبرينة عتروس وحدة رايس، "دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تدعيم الاستثمار المصرفي في إطار المضاربة الشرعية"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 2، المجلد 17، جامعة محمد خيضر بسكرة، ديسمبر 2017، ص 262.

² محمد صالح الحناوي وطارق الشهاوي، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية"، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014، ص 236.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

من خلال التعريف السابق يمكن القول أن صناديق الاستثمار تهتم بكبار المدخرين وصغارهم من خلال تنويع استثماراتها قدر الإمكان.

وعُرفت صناديق الاستثمار أيضاً بأنها: "عبارة عن كيان تديره شركة استثمارية أو بنك استثماري، يستثمر الأموال المجمعة من المكتتبين. حيث يقوم بتجميع أموال عدد كبير من صغار المستثمرين في استثمارات محددة (بما يتماشى مع أهداف المستثمرين)، ويمنح صندوق الاستثمار المستثمرين الأفراد فرصة الوصول إلى مجموعة أوسع من الأوراق المالية أفضل مما كان يمكن للمستثمرين أنفسهم الوصول إليه"¹. من خلال هذا التعريف يمكن القول أن صناديق الاستثمار الإسلامية يمكن أن تدار من قبل البنوك أو الشركات الاستثمارية المختلفة، وأنها تمثل الطريق الأسهل للمستثمرين لاستثمار أموالهم دون جهد أو تكلفة وفي وقت قصير.

وتم تعريفها أيضاً كما يأتي: "هي عبارة عن شركات تجمع أموالاً من عدد كبير من المستثمرين وتقوم بإدارة الصندوق باستثمار هذه الأموال في مختلف أنواع الأوراق المالية مقابل وثائق تصدر للمستثمرين تمثل كل وثيقة من هذه الوثائق حصة المستثمر بالتبعية في كل الأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق، بما يحقق التنوع في الاستثمارات وتوزيع المخاطر وتقليل حجمها وآثارها"².

ركّز هذا التعريف على الأفضلية التي تقدّمها صناديق الاستثمار للمكتتبين فيها والمتمثلة في تنويع الاستثمارات من أجل الحد من مخاطر الاستثمار المختلفة.

وتم تعريف صناديق الاستثمار أيضاً بأنها: "هي أداة مالية لتجميع مدخرات المستثمرين خاصة صغار المدخرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم، حيث يتم استثمار هذه الأموال من قبل إدارة محترفة لتحقيق الربح لجميع أطراف الصندوق وللاقتصاد الوطني بأكمله"³.

ركّز هذا التعريف على أهم ميزة تتوفر عليها صناديق الاستثمار، والمتمثلة في وجود إدارة كفؤة ومحترفة تتولى عملية استثمار الأموال بما يخدم جميع الأطراف.

¹ Nouredine Krichene, opcit, p609.

² أشرف مصطفى توفيق، "كيف تتعلم استثمار الأموال؟ في البورصة-صناديق الاستثمار-أسواق رأس المال-"، ط1، دار ايتراك للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2008، ص161.

³ Halima Attia and Hayette Bensmaine, "**Investment Funds and their role in Financial Markets- The state of the Saudi Stock Markets**", Journal of Economics and Human Development, vol 10, N°2, Blida 2 University, October 2019, p p211,212.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

ونستخلص من جملة التعاريف السابقة ما يأتي:

- صناديق الاستثمار عبارة عن مؤسسات مالية مستقلة ماليا عن الهيئات التي تنشئها.
- تقوم صناديق الاستثمار بوظيفة أساسية تتمثل في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المختلفة.
- توفر صناديق الاستثمار فرص استثمارية متنوعة للمشاركين بالصندوق بما يتلاءم مع رغباتهم واهتماماتهم.
- لصناديق الاستثمار إدارة محترفة ومتخصصة تتيح الفرصة لمن لديهم مدخرات ولا يمتلكون الوقت الكافي أو الخبرة اللازمة لتشغيلها وإدارتها لتحقيق عوائد لهم مقابل عمولة معينة.
- تقوم إدارة الصندوق بإصدار وثائق استثمار واستخدام حصيلة الأموال في الاستثمارات المختلفة.
- مما سبق يمكننا إعطاء تعريف شامل ومختصر لصناديق الاستثمار التقليدية كما يلي: هي مؤسسات مالية مهمتها الأساسية تجميع الأموال من المدخرين وتوظيفها في استثمارات مختلفة بما يتماشى وأهداف المستثمرين، كل هذا تحت إشراف إدارة ذات خبرة وكفاءة تعمل على تحقيق الأرباح لكل الأطراف.

الفرع الثاني: تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية

- تعددت وتنوعت التعاريف التي أعطيت لصناديق الاستثمار الإسلامية كما ذكرنا سابقا مع صناديق الاستثمار التقليدية؛ وفيما يلي عرض لأهم هذه التعريفات:
- التعريف الأول: "هي أوعية استثمارية يتم تجميع أموال المستثمرين فيها بغرض توظيفها في استثمارات تحدّد في نشرة اكتاب الصندوق أو نظامه الأساسي، ويدعى المستثمرون إلى الاكتاب في الصندوق ويدر الصندوق من طرف جهة تتمتع بالخبرة اللازمة وتلتزم فيه بالضوابط الشرعية، وعادة ما تكون هي الجهة التي أسست الصندوق وذلك مقابل أجر محدد معلوم"¹.
- التعريف الثاني: "هي صناديق تحقق رغبة صغار المستثمرين فضلا عن كبارهم في توفير أدوات مالية إسلامية تتيح لهم استثمار أموالهم استثمارا شرعيا وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية"².
- التعريف الثالث: هي "عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين فيه، حيث يمثل المكتتبون في مجموعهم رب العمل، فيدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل

¹ ابتسام ساعد، "دور آليات التمويل الإسلامي في رفع الكفاءة التمويلية للنظام المصرفي-التجربة الماليزية نموذجا"،

أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2017، ص132.

² نزيه عبد المقصود مبروك، مرجع سبق ذكره، ص92.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

دور المضارب فتقوم بتجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة، وتعطي للمكتتبين صكوك بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصة شائعة في رأس المال الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريقة مباشرة في مشروعات حقيقية مختلفة، أو بطريقة غير مباشرة كالتعامل بالأصول والأوراق المالية لشركات إسلامية¹.

التعريف الرابع: "هي إحدى المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات استثمارية، ويُعهد 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 واللوائح والنظم الداخلية"².

التعريف الخامس: أما بعض الاقتصاديين فيرون أن: "مصطلح صندوق الاستثمار الإسلامي يعني وعاء مشترك يسهم فيه المستثمرون بأموالهم الفائضة لغرض استثمارها لكسب الأرباح الحلال بما يتفق تماما مع مبادئ الشريعة الإسلامية. ويجوز للمشاركين في الصندوق الحصول على وثيقة تثبت اشتراكهم وتؤهلهم للحصول على الأرباح تناسب ما حصل فعلا من قبل الصندوق، يمكن أن تسمى هذه الوثائق شهادات أو وحدات، مع مراعاة صحتها الشرعية"³.

من خلال ما سبق نلاحظ اختلاف الاقتصاديين في إعطاء تعريفاتهم لصناديق الاستثمار الإسلامية، فهناك من عرّف هذه المؤسسات من حيث العمل الذي تقوم به بأنها أداة مالية لتجميع الأموال، وهناك من عرّفها من حيث موجوداتها بأنها شركات أو أوعية مالية... الخ، وهناك من عرّفها حسب الأطراف المكونة لها بأنها عقد شركة بين مجموعة من الأطراف، و عليه نستخلص من جملة التعاريف السابقة ما يأتي:

- تعبر صناديق الاستثمار الإسلامية عن مؤسسات مالية إسلامية لها شخصية معنوية مستقلة عن الهيئات التي تنشئها.

- تقوم صناديق الاستثمار الإسلامية بمهمة تجميع مدخرات وأموال المستثمرين بغرض توظيفها في استثمارات متنوعة (سواء أصول مالية أو أصول حقيقية) متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وذلك من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل مخاطرة.

¹ صفية بن قدور وكلثوم جريو، "مساهمة صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط السوق المالية-السوق المالية السعودية نموذجا-"، المؤتمر الدولي الأول "الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي"، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، يومي 17 و18 نوفمبر 2015، ص2.

² Ouendi bouyahiaoui et Lynda Nasse ,op cit, P5

³ ياسر نصر الله محمد، "أبيولوجية الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2017، ص62.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

- يتم تقسيم رأس مال الصندوق إلى وحدات أي حصص أو صكوك أو أسهم متساوية القيمة يكتب فيها المشاركون في الصندوق.
- يتم استثمار أموال الصندوق وفق عقد من عقود التمويل الإسلامية، عقد المرابحة، عقد المشاركة، عقد الإجارة... الخ.
- يلتزم الصندوق في جميع معاملاته بضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية وكذلك بفتاوى وقرارات المجامع الفقهية المتخصصة.
- تدار صناديق الاستثمار الإسلامية بواسطة إدارة متخصصة تحرص على قيام كافة عمليات الصندوق - من تجميع للأموال واستثمارها - وفق أحكام الشريعة الإسلامية.
- وفيما يلي نقدم تعريف شامل لصناديق الاستثمار الإسلامية: هي مؤسسات مالية إسلامية لها شخصية معنوية مستقلة، تقوم بتجميع المدخرات - مقابل صكوك يتم تملكها للمكتتبين - وتوجيهها نحو الاستثمارات المختلفة، وفق أساليب استثمارية شرعية تبنى أساسا على عقود التمويل الإسلامية، على أن يدار الصندوق من طرف جهة متخصصة تمتلك الخبرة الكافية في مجال الاستثمار وتلتزم بجميع الضوابط الشرعية وتعمل على تحقيق أهداف جميع أطراف الصندوق.

الفرع الثالث: خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية

- تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بالكثير من الخصائص نذكر أهمها في ما يلي:
- لها شخصية معنوية مستقلة عن الجهة التي أنشأتها وعن أصحاب الوحدات الاستثمارية وعن الجهة المسؤولة عن إدارتها، وبالتالي فهي مؤسسة مالية لها الصفة القانونية الكاملة وتتميز بوجود هيكل تنظيمي وإطار مالي ومحاسبي مستقل تماما، وكل هذه الصفات والمميزات جائزة شرعا.
- تعمل صناديق الاستثمار الإسلامية على توفير فرص استثمارية متنوعة للمشاركين بالصندوق بما يتلاءم مع رغباتهم واهتماماتهم، حيث تقوم بتجميع مدخرات وأموال المستثمرين بغرض توظيفها في استثمارات متنوعة مالية أو حقيقية بشرط أن تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- تقوم على أساس عقد المضاربة الشرعية، فالمستثمرون المكتتبون في رأس مال الصندوق يمثلون في مجموعهم رب المال، الذي يوافق على تعيين الجهة المصدرة التي تقوم بدور المضارب لإدارة الصندوق وفقا لأحكام المضاربة الشرعية وشروط نشرة الاكتتاب أو لائحة الصندوق¹.

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 1، 2014، ص 299.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

- يتولى إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية إدارة محترفة ومتخصصة وتملك الخبرة الكافية في هذا المجال، تحرص على قيام كافة عمليات وأنشطة الصندوق وفق أحكام الشريعة الإسلامية وعدم مخالفتها، حيث تلتزم الإدارة بكافة الفتاوى والقرارات والتوصيات التي تصدر عن المجاميع الفقهية المتخصصة في المسائل والمعاملات المالية المعاصرة؛ كما تلتزم بكافة القوانين والقرارات التي تصدر عن الجهات الحكومية التي المشرفة على الصناديق ما دامت لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية.

- تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بوجود هيئات للرقابة الشرعية تراقب عملها، للتأكد من عدم مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية، حيث تقوم هذه الهيئات بتصحيح المخالفات الشرعية إن وجدت وتقوم بابتكار أية عقود استثمارية جديدة بشرط تطابق هذه العقود مع أحكام الشريعة الإسلامية.

- توظف الأموال طبقاً لمجموعة من الضوابط والمعايير الشرعية في مجال الاستثمار المباشر وغير المباشر وذلك طبقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية ومنها المساهمات في الأوراق المالية المقبولة شرعاً، والمشاركة والمرابحة والسلم والاستصناع والإجارة، وأي صيغة مستحدثة لا تتعارض مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وهذا ما يوجب الالتزام بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية¹.

- تعدد أطراف صناديق الاستثمار الإسلامية فنجد عادة:

✓ الجهة المنشئة للصندوق أو المؤسسون: قد تكون بنكا أو مؤسسة مالية أو جهة أخرى وهي من تضع أهداف الصندوق؛

✓ المشتركون في الصندوق: وهم من يشتري الوحدات أو الوثائق الاستثمارية المتمثلة عادة في الصكوك؛

✓ إدارة الصندوق: وهي الجهة التي تتولى القيام بعمليات ومعاملات الصندوق وتعمل على تنفيذ سياسات الصندوق وتحقيق أهدافه.

- يحق للمشاركين في الصندوق استرداد قيمة مساهماتهم وفق ضوابط وشروط معينة بما يتناسب مع الاستمرار لمدد مختلفة ويناسب صغار المستثمرين، ويستلزم ذلك إعادة تقييم الوحدات الاستثمارية على فترات دورية حتى يسهل خروج من يرغب من المشاركين، كما توزع العوائد بين الأطراف التي سبق ذكرها

¹ عمر علي أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص 201.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

وفقا لضوابط العقود الاستثمارية القائمة بينهم وذلك طبقا للمعايير الشرعية والمحاسبية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية¹.

بالإضافة للخصائص السابقة تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية أيضا بكونها²:

- تتيح للمستثمر صاحب رأس المال المحدود، التعامل في سوق الأوراق المالية الإسلامية مادام يمتلك قيمة الحد الأدنى للاشتراك.
- تمكن من تخفيض حجم المخاطر التي يتعرض لها المستثمر من خلال ما تقوم به من تنويع لا يستطيع المستثمر الصغير القيام به، لقلة الخبرة أو قلة المال أو الجهد.
- تمكن المستثمرين الصغار من الدخول لمجال الاستثمار كما تمكنهم من الاستفادة من خبرات الإدارة المتخصصة، الأمر الذي يخفض عليهم تكلفة الاستثمار.
- توفر لأصحاب الاستثمار فيها إمكانية تسهيل الوثائق الاستثمارية أو الصكوك والخروج من الصندوق عبر بيع هذه الصكوك واسترداد قيمتها.
- تتميز بقدر كبير من الشفافية والإفصاح حيث أنها تقيم الصكوك بصورة دورية.

¹ هشام كامل قشوط، مرجع سابق، ص 224.

² محمد عدنان بن الضيف، "العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وآثارها التنموية"، مرجع سبق ذكره، ص 343.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

الفرع الرابع: الفرق بين صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار التقليدية

تشابه صناديق الاستثمار الإسلامية مع صناديق الاستثمار التقليدية في عدة نقاط و تشترك معها في الكثير من الأهداف، مثل تجميع المستثمرين، والحفاظ على رأس المال، وتحقيق أقصى قدر من العائد. ولكن على النقيض من الصناديق التقليدية، يتعين على الصناديق الإسلامية أن تستثمر بما يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. وفي هذا الصدد، يتعين على الصندوق الإسلامي أن يمتثل في كل نشاطاته وأعماله لمبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية¹.

وعليه نحاول في ما يلي إبراز أهم الاختلافات والفرقات بين صناديق الاستثمار الإسلامية و صناديق الاستثمار التقليدية، وهذه الاختلافات تتمثل في²:

1. مجالات الاستثمار: تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بأن مجالات الاستثمار التي توجه إليها مدخرات المساهمين هي مجالات لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، فلا يمكن أن يكون من بين مجالات فيها كمصانع الخمر مثلا، والبنوك الربوية وأنشطة تبييض الأموال وغيرها من الأنشطة غير الجائزة شرعا، إلا أن هذا لا يعني بالضرورة محدودية مجالات صناديق الاستثمار لأن مجالات الاستثمار المباحة والمشروعة كثيرة ومتعددة ومتنوعة.

2. صيغ التمويل "الأدوات الاستثمارية": تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بأن أدواتها الاستثمارية تتفق أيضا مع أحكام الشريعة الإسلامية، فلا يمكن لهذه الصناديق أن تستثمر مدخرات المساهمين فيها من خلال الفوائد الربوية وإنما من خلال صيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالمرابحة والإجارة عقود الاستصناع والمضاربة والمشاركة وغيرها من صيغ التمويل الإسلامية.

3. وجود هيئات للإفتاء والرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية: تشرف هيئات الفتوى والرقابة الشرعية على هذه الأنشطة الاستثمارية وتتأكد من موافقتها لأحكام الشريعة الإسلامية، ولا يقتصر دور هذه الهيئات على مجرد الإفتاء في المسائل والمعاملات المالية والأنشطة الاستثمارية فقط بل يتعدى ذلك إلى مراقبة هذه الأنشطة والتأكد من عدم مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية، كما تقوم هذه الهيئات بتصحيح المخالفات إن وجدت وتقوم أيضا بإنتاج وتصميم العقود المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

¹ Association of the Luxembourg fund industry (Alfi), "Islamic Funds Collection of best practices for setting-up and servicing Islamic Funds", Luxembourg, december 2012, P6 .

² فاطمة بودية وفتيحة كحلي، "طبيعة البعد الاقتصادي والاجتماعي لصناديق الاستثمار الإسلامية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة"، الملتقى الدولي الثاني "المالية الإسلامية"، جامعة صفاقس تونس، 27-29 جوان 2013، ص 6،5.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

المطلب الثالث: أهمية وأهداف صناديق الاستثمار الإسلامية

تلعب صناديق الاستثمار الإسلامية دوراً مهماً في تدعيم النشاط الاستثماري الإسلامي في المجتمعات المختلفة، كما أن أهدافها تتعدد وتتوسع لتلبية احتياجات المستثمرين المختلفة.

الفرع الأول: أهمية صناديق الاستثمار الإسلامية

تتجلى أهمية الصناديق الاستثمارية في النظام الاقتصادي الإسلامي في النقاط التالية¹:

- تدعيم النشاط الاستثماري للمصارف الإسلامية ذلك أن أساس ظهور الصناديق الاستثمارية الإسلامية وانتشارها ونموها هو نفسه المنطق الذي اعتمد عليه عمل نموذج المصرف الإسلامي الذي يعتمد أساساً على عقد المضاربة، هذا العقد لا يتولد عنه علاقة مديونية بين المصرف والمودعين؛ وذلك أن المصرف لا يعتبر كمقترض من طرف المودعين، وإنما كمدير أموال المودعين ويتقاضى مقابل مالي جراء هذا الدور، وبالتالي فإن دخل المصرف متعلق بمدى قدرة إدارته على توجيه الأموال إلى أفضل الاستخدامات التي تحقق أعلى عائد من منطلق العلاقة بين العائد والمخاطرة، ويعتبر هذا الاتجاه الذي انتهجته المصارف الإسلامية أساس ظهور الصناديق الاستثمارية الإسلامية وانتشارها ونموها، فصناديق الاستثمار الإسلامية تلعب دور المدير الفعال وليس فقط مجرد الوسيط الذي يساهم في تحقيق رغبات أصحاب رؤوس الأموال (المودعين) والشركات والاقتصاد بصفة عامة وذلك من خلال الاستثمار في المشاريع التي تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، هذه الأخيرة التي تسهر على تحقيق النفع العام.

- إنشاء الصناديق الاستثمارية الإسلامية هو أمر ممكن في ظل وجود القوانين المنظمة لهذه الصناديق مقارنة بإنشاء مصرف إسلامي في أي مكان من العالم الذي يحتاج إلى سن قوانين جديدة (في حالة عدم وجودها)، لذلك فأهمية هذه الصناديق تظهر من خلال تلبية تفضيلات ورغبات المجتمعات الإسلامية في أي دولة وذلك من خلال الاستثمار بطرق شرعية بعيدة عن شبهة الربا خصوصاً وأن الصناديق التقليدية قد أصبحت من أهم الأساليب الاستثمارية وأكثرها جاذبية واستقطاباً في عصرنا الحالي، وبالتالي فإنشاء الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والتي تمثل البديل الشرعي للصناديق

¹ بالاعتماد على:

- صبرينة عتروس، مرجع سبق ذكره، ص ص 144، 145.

- عبد الباسط عبد الصمط عليّة وسليمان زواري فرحات، "دور إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل أداء

الصندوق - دراسة تحليلية لعينة من السوق المالي السعودي -"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية،

العدد 02، المجلد 12، جامعة المسيلة، ديسمبر 2019، ص ص 137، 138.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

- التقليدية (للمستثمرين بصفة عامة ولمن يرغبون باستثمار أموالهم وفق الطرق المقبولة شرعا بصفة خاصة) قد يعيد الموازين من جديد حتى لا ترجح كل الكفة إلى الصناديق الاستثمارية التقليدية.
- المساهمة في نقل الرساميل بين المجتمعات الإسلامية، وذلك من شأنه أن يوقف استنزاف الأموال من الدول العربية والإسلامية إلى الدول الغير إسلامية وكذا يزيد من فرص التنمية والنهوض الاقتصادي والاجتماعي في المجتمعات الإسلامية، فلو أن هذه الأموال الضخمة التي تودع وتستثمر في الدول الغربية أعيد توظيفها واستثمارها في الدول الإسلامية فسوف تعود عليهم بمثل ما تعود به الآن على الدول الغربية من تقدم وقوة.
 - مساهمتها في نشر الوعي الاستثماري الإسلامي في المجتمعات الإسلامية والمجتمعات الغربية على حد سواء من خلال ممارساتها اللاربوية ومعاملاتها المنضبطة شرعا، وبالتالي قد تساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية وتوطينها، الأمر الذي قد يساهم بالنهوض بالاقتصاد الوطني.
 - تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية باستقلالية ميزانيتها وحساباتها عن البنك وهذا يعطي ثقة أكبر للمودعين بعدم الخلط بين أموال البنك (خصوصا البنوك التقليدية التي تشرف على الصناديق الاستثمارية الإسلامية) وأموال الصندوق، إضافة إلى أن صناديق الاستثمار على الرغم من كونها شركة مالية مستقلة عن البنك لا تحتاج إلى تغيير هيكل البنك أو هيكله الإداري وتعيين كوادر جديدة وهذا ما يمنحها أهمية أكبر سواء من طرف البنك أو من طرف المودعين.
 - تشجيع أصحاب الدخل المحدود على الاستثمار وذلك من خلال تخفيض الحد الأدنى للمساهمات الذي يمكن صغار المستثمرين من الاشتراك في هذه الصناديق.
 - تحد هذه الصناديق من ظاهرة اكتناز الأموال وتعطيلها عن القيام بدورها في التنمية الاقتصادية من خلال استقطاب المدخرات وتنميتها وفي ذلك تحقيق لإحدى المقاصد الشرعية للاستثمار.
 - المساهمة في رفع مستوى الدخل الوطني والفردى وهو ما يساهم في دفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية وتحسين مستوى المعيشة وتحقيق الرفاهية الاقتصادية.
 - الزيادة في الإنتاج والإنتاجية وحماية المدخرات من التآكل الناتج عن التضخم وذلك من خلال القيمة المضافة التي تحققها صناديق الاستثمار.
 - جذب رؤوس الأموال الأجنبية وتوطينها الأمر الذي يساهم في زيادة الانفتاح الاقتصادي الدولي والنهوض بالاقتصاد الوطني ككل.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

الفرع الثاني: أهداف صناديق الاستثمار الإسلامية

تسعى صناديق الاستثمار الإسلامية إلى تحقيق جملة من الأهداف، منها أهداف عامة تشترك فيها جميع صناديق الاستثمار على اختلاف أنواعها وأشكالها وأهداف خاصة ترتبط أساساً بنشاط كل نوع من الصناديق على حدا وتختلف باختلاف كل نوع.

وفي ما يلي تحديد لأهم الأهداف العامة لصناديق الاستثمار¹:

- تجميع أموال المدخرين وتوجيهها لمجالات الاستثمار دون الاعتماد على البنوك، حيث يؤدي هذا إلى زيادة نشاط وفاعلية المؤسسات المستثمرة في أدواتها وكذا سوق الأوراق المالية، وحماية المدخرات الوطنية سواء للمقيمين أو العاملين بالخارج، وذلك بإتاحة وسائل استثمار مرتفعة العائد، وهذا في مجمله يؤدي إلى الحفاظ على المدخرات الوطنية.

- زيادة الربحية والعوائد لجميع الأطراف المتعاملة مع صناديق الاستثمار الإسلامية، فبالنسبة للأفراد فإن العائد الذي سيحصلون عليه يتشكل من قيمة الصكوك المقدرة قيمتها في وثيقة الاستثمار، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي تتمثل في الفرق بين القيمة الاسمية للصك والقيمة السوقية له، وهذا يختلف عما يحصل عليه المدخر في حسابات الادخار والاستثمار، ويتمثل العائد هناك في قيمة العائد عن الوديعة فقط ولا يحصل على أية أرباح رأسمالية، بل إن قيمة الوديعة تتآكل بفعل التضخم مما يؤدي على المدى الطويل إلى رفع المستوى المعيشي لطبقة صغار المدخرين، والوصول بالمجتمع إلى حالة من الرفاهية، أما الجهة المنشئة لصناديق الاستثمار الإسلامية فإنها تحصل على عوائد متمثلة في قيمة الفروق الرأسمالية التي سيحصل عليها من بيع جزء من محفظة الأوراق المالية لصندوق الاستثمار، ومن العمولات والأتعاب التي سيجنيها من خلال الدور الذي يؤديه في المراحل المختلفة لأداء الصندوق.

- إدخال صغار المستثمرين للاستثمار وخصوصاً للتعامل مع سوق الأوراق المالية، وهذا العنصر يوضح تماماً الشريحة الأساسية التي تكون القاعدة الأساسية لصناديق الاستثمار الإسلامية، وهي المدخر الصغير، وبالطبع فإن تحديد قيمة الحد الأدنى والأعلى لوثيقة الاستثمار من خلال السياسة الاستثمارية التي يضعها مدير الاستثمار يكون مع مراعاة تناسب قيمة الوثيقة مع قدرات ومصالح صغار المستثمرين.

¹ محمد عدنان بن الضيف، "العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وآثارها التنموية"، مرجع سبق ذكره، ص344-347.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

- مراعاة اعتبارات الأمان، حيث أن منهج وأسلوب عمل صندوق الاستثمار الإسلامي يهدف تماما إلى تقليل وتوزيع مخاطر الاستثمار من خلال تعدد منافذ الاستثمار باختيار المدى الزمني المناسب له، إذا كان طويل الأجل أو قصير الأجل وفقا لاحتياجاته، فرغبات المستثمر تحدد الاستثمارات التي سيتعامل معها من خلال صندوق الاستثمار الإسلامي، وكلما زادت رغبته في تحقيق ربح مرتفع كلما زادت درجة تقبله للمخاطر، فالصناديق تتناول محفظتها العديد من الاستثمارات مما يحقق تشكيلة متوازنة قد لا تتوافر لكثير من المستثمرين.

- تنشيط أسواق الأوراق المالية بصفة، و هذا في حد ذاته يحد هدفا رئيسيا ووسيلة في ذات الوقت، فمن خلال سوق الأوراق المالية النشط يمكن تحقيق أهداف الانفتاح الاقتصادي، وخاصة فيما يتعلق بعملية الخصخصة التي لن يتحقق لها النجاح إذا لم يكن هناك سوق أوراق مالية مؤهل له قوة و نشاط بما يسهل عملية توسيع قاعدة الملكية و مشاركة المواطنين في الممارسة الاقتصادية للدولة.

- تحقيق مرونة الانتقال بين الأدوات الاستثمارية المختلفة من صندوق لآخر، وفقا لما يتوافق مع أوضاع المستثمر.

- تخفيض التكلفة وتعظيم العائد، إذ أن المبدأ الاستثماري الأساسي لصناديق الاستثمار الإسلامية هو توظيف الأموال في أدوات استثمارية مناسبة ومتنوعة تساهم إلى حد كبير حركة السوق صعودا و هبوطا، و يمتد ذلك التنوع إلى القطاعات المختلفة صناعية أو تجارية أو زراعية و غيرها، و كذلك التنوع بين أنواع الأدوات الاستثمارية وأيضا التنوع بين مصادر تلك الأدوات، ونظرا لضخامة أموال الصناديق فإنه عندما يتم توزيع التكلفة على الوحدات الاستثمارية يكون ما يلحق الوحدة الاستثمارية ضئيل جدا، و من هذا كان من مسلمات عمل مدراء الصناديق أنهم لا يقومون باتخاذ قراراتهم الهامة لاستثمارات الصندوق من بين العديد من الأدوات الاستثمارية، إلا بعد إجراء تحليلات مالية واقتصادية مبنية على دراسة جدوى أنواع الاستثمارات والاتجاهات الاقتصادية وظروف و أرقام العوائد المتوقعة تشجع على الاكتتاب، وبعد ممارسة النشاط تقدم عوائد فعلية مقارنة للتوقعات أو تزيد، و بناء على ثقة المستثمرين لهذه التجارب فإنهم يفضلون التوجه للاستثمار في الصناديق، وهذا ما جعل الصناديق تنمو نموا مضطرد مما أكسبها ثقة جمهور المستثمرين عمليا بفضل النتائج الايجابية.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

المطلب الرابع: العوامل المؤثرة على اختيار صناديق الاستثمار الإسلامية

توجد عدة عوامل تتحكم وتؤثر في قرارات المستثمرين لاختيار الصندوق الاستثماري الإسلامي المناسب للاستثمار فيه، من أهم هذه العوامل نجد¹:

- تحديد الهدف من الاستثمار: أي أن يحدد المستثمر أهدافه في ضوء المخاطر التي يمكن أن يتحملها، وعليه يتوقف اختيار صندوق الاستثمار الإسلامي على الهدف الذي يسعى المستثمر لتحقيقه، فيما إذا كان يهدف إلى تحقيق دخل دوري أو نمو رأسمالي أو تحقيق كليهما أي تحقيق هدف مزدوج، وبالتالي سيتوجه المستثمر حتماً إلى الصناديق التي تحقق له هذه الأهداف وهي على التوالي: صناديق الدخل وصناديق النمو والصناديق المتوازنة (صناديق الدخل والنمو).

- تحديد مدة الاستثمار: يمكن تمييز ثلاثة أنواع أساسية للاستثمار حسب مدته الزمنية فنجد: استثمار قصير الأجل واستثمار متوسط الأجل وأخيراً استثمار طويل الأجل، فلكل مستثمر الحرية في اختيار المدة الزمنية التي يرغب في استثمار وتوظيف أمواله خلالها، وعليه فاختيار نوع الصندوق الاستثماري المناسب يتوقف على تلك المدة، ومن الملاحظ أنه يفضل الاستثمار المتوسط والطويل الأجل لما يحققه من نمو رأسمالي جيد لصاحبه.

- تحديد درجة المخاطرة: حيث تختلف درجة تقبل وتحمل المخاطر من مستثمر لآخر وذلك راجع لعدة عوامل أهمها: الفئة العمرية، الدخل، الذوق، المهنة أو النشاط، درجة التفاؤل في البيئة الاستثمارية المحيطة... وغيرها، فعلى سبيل المثال إذا كان المستثمر فرداً فالفئة العمرية تلعب دوراً هاماً في الاختيار بين أنواع الصناديق الاستثمارية المناسبة ذلك أن لكل فئة عمرية أهداف خاصة بها، لذلك هناك من يميز بين ثلاث فئات عمرية وأنسب لكل فئة نوع معين من الصناديق، وهي:

- ✓ كمستثمر في مستقبل العمر: أهدافه تكون ذات مدى بعيد ولا يعتمد على عائد استثماراته في الصندوق في تغطية نفقته المعيشية فهو يسعى إلى زيادة القيمة الرأسمالية للصندوق؛
- ✓ كمستثمر متوسط العمر: من المتوقع أن يكون شخصاً ذو مسؤوليات عائلية فعليه أن يختار صندوقاً استثمارياً يجمع بين مكاسب رأسمالية وتوزيعات نقدية جارية من الدخل؛
- ✓ كمستثمر متقدم في العمر: والذي يحتاج إلى الكثير من التوزيعات النقدية الدخلية للإعاشة منها، فيوصى بأن يأخذ في الاعتبار صندوقاً للإعاشة بحيث يحقق له دخلاً ثابتاً ودورياً مثل صناديق الدخل.

¹ صبرينة عتروس، مرجع سبق ذكره، ص ص 108، 109.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

لكن المستثمرين ذووا الخبرة الواسعة والمختصين في مجال الاستثمارات المالية ينصحون دائماً المستثمرين الراغبين في توظيف أموالهم في صناديق الاستثمار الإسلامية بتنويع اختياراتهم أي لا يجب أن تنحصر كل استثماراتهم أو أغلبها على نوع معين من الصناديق.

- الضوابط الشرعية: يفضل المستثمرون دائماً التوجه لاستثمار أموالهم في الصناديق الأكثر التزاماً والتي تتوافق أنشطتها مع أحكام الشريعة الإسلامية ولا تشوبها المخالفات الشرعية، وهذا لتجنب الوقوع في شبهة الربا وكافة الممارسات غير المشروعة، فصناديق الاستثمار الإسلامية استقطبت في الآونة الأخيرة عدداً لا يستهان به من المستثمرين سواء كانوا مسلمين أم غير مسلمين.

- المعايير الكمية والنوعية: الكمية ويقصد بها (المعايير الرقمية) التي تعكس أداء الصندوق ومخاطرته، وتتعلق بأتعاب الصندوق وأدائه ومخاطرته بالإضافة إلى مقاييس الأتعاب ومقاييس العائد على المخاطرة، أما المعايير النوعية تمثل الأساليب والإجراءات العملية التي تشكل ميزة الصندوق النسبية وتسمح له بتحقيق أهدافه، ويمكن اعتبارها المسببات التي تؤدي إلى تحقيق النتائج وقد تكون في بعض الأحيان أهم من المعايير الكمية ومن بين هذه المعايير: حجم الصندوق، جودة الفريق الإداري للصندوق، استراتيجيته الاستثمارية، غياب تضارب المصالح عن الصندوق.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

المبحث الثالث: تصنيفات وأنواع صناديق الاستثمار الإسلامية

يتم تصنيف صناديق الاستثمار الإسلامية وفقا لعدة اعتبارات ومعايير تراعي بالدرجة الأولى أهداف وحاجات ورغبات المستثمرين، فيمكن تصنيف صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث هيكل رأس مالها ونوع نشاطها الاستثماري وأهدافها وأيضا حسب نوع التعاقد بين الجهة المنشئة للصندوق والمكتتبين فيه.

المطلب الأول: تصنيف صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث هيكل رأس المال.

يمكن تصنيف صناديق الاستثمار الإسلامية وفق هيكل رأس المال إلى نوعين هما: الصناديق ذات النهاية المغلقة والصناديق ذات النهاية المفتوحة.

الفرع الأول: صناديق الاستثمار الإسلامية ذات النهاية المغلقة

تعرف على أنها: "تلك الصناديق التي يكون فيها عدد الوثائق أو الوحدات ثابت ومحدد ويتم بيع وشراء وحداتها من خلال الأسواق الثانوية لأسواق الأوراق المالية، بحيث لا يجوز لأصحاب الأموال استرداد قيمتها من الصندوق المصدر"¹. وبالتالي الصناديق المغلقة هي تلك الصناديق ذات رأس المال الثابت، حيث بعد الانتهاء من الإصدار الأولي للوحدات الاستثمارية أو لوثائق الاستثمار، لا يجوز إصدار وبيع وحدات أخرى إضافية، وهذا النوع من الصناديق الاستثمارية لا يتم تداول وثائقه (بيعا وشراء) إلا من خلال سوق الأوراق المالية.

فالصناديق المغلقة هي تلك الصناديق التي يتحدد فيها عند تأسيسها: مدتها وغرضها وحجم رأس مالها بحيث يبقى ثابتا دون زيادة أو نقصان، ويقسم إلى وحدات متساوية وتطرح لجمهور المستثمرين للاشتراك فيه، ويقفل الاشتراك بنفاذ هذه الوثائق، ولا تتعهد إدارة هذه الصناديق بإعادة شراء هذه الوثائق إذا رغب أحد مالكيها بالانسحاب من المشاركة، وإنما تقوم عادة بتكوين سوق ثانوي لتداولها بين العملاء، وبالتالي تتحقق للمشاركين فرص الدخول والخروج من الصندوق بالقدر الذي تحكمه ظروف العرض والطلب على هذه الوثائق، وقد يتخصص نشاط هذه الصناديق في الاستثمار في قطاع معين أو في دولة معينة أو تتحدد بحسب الغرض الذي تم تأسيسه من أجله، وبذلك فإن العمر الزمني لهذه الصناديق

¹ Halima Attia and Hayette Bensmaine, opcit, p212.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

يختلف باختلاف تحقيق هدفه الاستثماري¹، حيث يتم توزيع الأرباح المحققة وتصفية موجودات الصندوق حسب الشروط المبينة في نشرة الإصدار.

إذ يمكن تقسيم الصناديق المغلقة بحسب آجالها إلى ما يلي²:

أ. **الصناديق قصيرة الأجل:** وهي صناديق للسيولة السريعة، ويكون عائدها منخفضا نسبيا، وهي تتناسب حالات السيولة الفائضة المؤقتة بسبب كساد طارئ على الأعمال، أو بسبب موسمية النشاط، كما تتناسب أصحاب المدخرات الذين لا تسمح لهم ظروفهم بالاستغناء عنها لمدة طويلة، كما تتناسب صغار المدخرين لصغر الحد الأدنى اللازم للاكتتاب.

ب. **الصناديق متوسطة الأجل:** تتميز هذه الصناديق بالارتفاع النسبي للعائد، وبارتفاع الحد الأدنى اللازم للاكتتاب، وهي تتناسب الفئات التي تريد استثمار أموالها استثمارا مستقرا، لمدة محدودة ليست بالطويلة، ولا تعتمز بيع وحداتها إلا في حالات الاضطرار.

ج. **الصناديق طويلة الأجل:** وهي صناديق يرتفع فيها الحد الأدنى اللازم للاكتتاب، ونسبة الأرباح المتوقعة، وتتنخفض حصة المضارب فيها، وبها إمكانيات كبيرة للنمو الرأسمالي.

الفرع الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية ذات النهاية المفتوحة

الصناديق المفتوحة هي التي لا تحدد لها مدة زمنية معينة، ولا يحدد فيها مقدار رأس المال وإنما يتم تحديد سعر وثائقها من قبل إدارة الصندوق المصدرة لها عند بدء الاشتراك فيها، وتظل الفرصة متاحة أمام المستثمرين ومتاحة للحصول على وحدات جديدة، كما تتعهد إدارة الصندوق بإعادة شراء هذه الوحدات إذا رغب أحد مالكيها في التخلص منها جزئيا أو كليا وفقا لإجراءات تحددها نشرة الإصدار، وتتحدد قيمة وحدات الصندوق حينئذ بقسمة إجمالي موجودات الصندوق على عدد الوحدات المصدرة، ويتم ذلك خلال فترات زمنية تعلن خلالها إدارة الصندوق قيمة هذه الوحدات التي تعكس حجم الأرباح التي يحققها الصندوق، حيث يتم إضافة الأرباح المحققة إلى قيمة الوحدات ليعاد استثمارها من جديد إلى أن يتم تصفيتها وتوزيع أرباحها حسب الشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار³.

¹ أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، "صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص25.

² حسن بن غالب بن حسن دائلة، مرجع سبق ذكره، ص182.

³ صفوت عبد السلام عوض الله، "صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر "المؤسسات المالية الإسلامية والبورصات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، أيام 15-17 ماي 2005، ص821.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

ومن خلال ما سبق يمكن استنتاج أهم الاختلافات والفروق بين الصناديق ذات النهاية المغلقة والصناديق ذات النهاية المفتوحة على النحو التالي:

- رأس مال الصناديق المغلقة ثابت لا يجوز إصدار المزيد من الوحدات بمجرد انتهاء الاكتتاب، أما الصناديق المفتوحة لا يتحدد فيها مقدار رأس المال، أي غير ثابت وقابل للزيادة.
- لا تلتزم الصناديق المغلقة بإعادة شراء الوحدات المصدرة بل يتم تداولها من خلال سوق الأوراق المالية، في حين تلتزم إدارة الصناديق المفتوحة بشراء واسترداد وحداتها.
- يتم بيع وحدات الصناديق المغلقة وفق سعر تداولها في السوق، في حين تعلن إدارة الصناديق المفتوحة دورياً عن قيمة وحداتها والتي يتم شراؤها واستردادها من طرف الصندوق ووكلائه.

المطلب الثاني: تصنيف صناديق الاستثمار الإسلامية حسب نوع النشاط الاستثماري

تنقسم صناديق الاستثمار الإسلامية وفقاً لنوع نشاطها إلى صناديق الأسهم الإسلامية، أي تلك الصناديق التي يكون نوع استثمارها مالياً، وصناديق السلع وهي الصناديق التي يكون استثمارها حقيقياً.

الفرع الأول: صناديق الأسهم الإسلامية

صناديق الأسهم الإسلامية هي تلك الصناديق التي يقوم المدير فيها بتوجيه الأموال المجتمعة من اشتراكات المستثمرين إلى شراء سلة من أسهم الشركات، يختارها بطريقة تحقق أهداف الصندوق من حيث المخاطرة والعائد¹، وبعبارة أخرى هي تلك الصناديق التي تقوم باستثمار الأموال في شكل شركة مساهمة مشتركة، حيث يتم تحصيل الأرباح أصلاً من الأرباح المحققة من خلال المتاجرة بالأسهم بيعاً وشراءً، كما تحصل على الربح أيضاً من عوائد الأسهم المستثمر فيها. ومن المسلم به أنه إذا كان مجال عمل الشركة غير جائز شرعاً (الشركات التي تتعامل بالفائدة وشركات بيع الخمر...) فهو غير جائز أيضاً في معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية لأن ذلك يعني إدخال صاحب السهم في عمل غير جائز شرعاً²، وقد ظهر هذا النوع من الصناديق استجابة لرغبات المسلمين الملتزمين الذين يحرصون على الحصول على الدخل الحلال ولا يرغبون في استثمار أموالهم في صناديق لا يتوافق عملها مع الشريعة الإسلامية.

¹ سامر مظهر قنطججي، "صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، شعاع للنشر والعلوم، سوريا،

2010، ص377.

² صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص817.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

ويقوم عمل صناديق الأسهم الإسلامية على مجموعة من المبادئ هي¹:

- الاستثمار في الشركات التي يكون عملها لا يتعارض مع الشريعة الإسلامية، فلا يستثمر الصندوق في البنوك الربوية أو الشركات المنتجة للمواد المحرمة كالخمور مثلاً.
- أن يحسب مدير الصندوق ما دخل على الشركات التي تكون أسهمها في الصندوق من إيرادات محرمة مثل الفوائد المصرفية، ثم يقوم باستبعادها من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق.
- أن تكون عمليات البيع صحيحة شرعاً فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من الديون أو النقود.
- أن لا يمارس المدير في الصندوق عمليات غير جائزة مثل البيع القصير للأسهم أو أن يشتري الخيارات المالية أو الأسهم الممتازة وما إلى ذلك.

الفرع الثاني: صناديق السلع

هي الصناديق التي يكون نشاطها الأساسي يتمثل في شراء السلع بالنقد ثم بيعها بأجل، وتنتج هذه الصناديق بصفة أساسية إلى أسواق السلع الدولية، والسلع المقصودة هي السلع الأساسية التي لها أسواق بورصة منظمة مثل الألمنيوم والنحاس والبتترول وما إلى ذلك، وفي هذا النوع من الصناديق يتم استخدام الأموال المكتسبة من حصيلة الاكتتاب في شراء السلع المختلفة من أجل إعادة بيعها، وتشكل أرباح عملية البيع دخلاً للصندوق والذي يوزع على المكتتبين بنظام النسب، ويمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل أو المرابحة أو السلم، وكل هذه الصيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع الدولية².

ولصناديق الاستثمار في السلع الإسلامية ضوابط يجب توفرها تتمثل في³:

- أن تقتصر على السلع المباحة وتلك التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل، فيستثنى من السلع الذهب والفضة.
- أن تكون عمليات الشراء والبيع حقيقية لا صورية بحيث يقع البيع على سلعة موجودة فعلاً ويتحقق للطرفين القبض الذي هو أساس صحة البيع، كما يجب أن تكون السلعة تحت تصرف البائع قبل أن يبيعها، وأن يكون البيع جائزاً شرعاً، فالبيع المقدم غير مسموح به إلا في حالة السلم والاستصناع.

¹ غسان الطالب، "صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق" المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية عمان، الأردن، يومي 6 و7 أوت 2014، ص12.

² رفيق شرياق، مرجع سبق ذكره، ص184.

³ المرجع نفسه، ص184.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

– أن يحدد سعر السلعة لكلا الطرفين، فإذا لم يتم تحديد السعر أو تُركَ لأي حدث غير محدد، اعتبر البيع غير جائز.

المطلب الثالث: تصنيف صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث أهدافها

تنقسم صناديق الاستثمار الإسلامية وفقاً للأهداف التي تسعى إلى تحقيقها إلى:

الفرع الأول: صناديق النمو

هي الصناديق التي تُكوّن بقصد تحقيق مكاسب رأسمالية تؤدي إلى نمو رأس مال الصندوق وتسمى أيضاً صناديق النمو الرأسمالي، بحيث لا يكون الهدف من إنشائها الحصول على عائد منتظم، بل هدفها تحقيق عائد مستقبلي، وتتناسب هذه الصناديق مع المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع من الأموال المستثمرة وكذلك تتناسب مع المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم فيها لتغطية نفقات معيشتهم، ويهدف القائمون على إدارة صناديق النمو إلى تحقيق تحسن وتطور ونمو في القيمة السوقية لوحدات الصندوق لذلك عادة ما تشتمل تلك الصناديق على أسهم عادية للمنشآت التابعة لصناعات تتسم بدرجة عالية من النمو أو شركات ناشئة يتوقع لها النجاح والتوسع والنمو، وعادة لا يتم توزيع الأرباح المحققة على المستثمرين بل يعاد استثمارها من خلال ضمها إلى رأس المال حتى إذا تولد منها ربح جديد أعيد أيضاً للاستثمار وهو ما يساهم في تحقيق نمو مستقبلي في رأس المال¹.

الفرع الثاني: صناديق الدخل

وهذه الصناديق على عكس صناديق النمو فإن المستثمرين فيها لا يقبلون بمستوى خطورة مرتفع ولذلك فإن مدير الصندوق يكون هدفه بالدرجة الأولى المحافظة على رأس المال وتحقيق عائد ربحي مقبول، وتتناسب هذه الصناديق مع الأفراد الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم لتغطية نفقات معيشتهم².

الفرع الثالث: صناديق الدخل والنمو

تستهدف صناديق الدخل والنمو أولئك المستثمرين الذين يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء المعيشة ويرغبون في نفس الوقت في تحقيق قدر من النمو المضطرد لاستثماراتهم³.

¹ حسن بن غالب بن حسن دائلة، مرجع سبق ذكره، ص ص161، 162.

² عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، "صناديق الاستثمار – الضوابط الشرعية والأحكام النظامية"، ط1، دار النفائس، الأردن، 2010، ص 105.

³ منير إبراهيم هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 39.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

فصناديق الدخل والنمو هي الصناديق التي تجمع بين خصائص صناديق النمو وصناديق الدخل، وتسمى أيضا "الصناديق المتوازنة"، حيث تهدف أساسا إلى المحافظة على أصولها وتحقيق دخل دوري فضلا على النمو الرأسمالي طويل ومتوسط الأجل، مع أقل قدر من المخاطر السوقية المتوقعة، ووفقا لتشكيلة هذا النوع من الصندوق يمكن التمييز بين نوعين:

أ. **صناديق الدخل والنمو:** وهي الصناديق التي تعطي الأولوية فيها لهدف الدخل.

ب. **صناديق النمو والدخل:** وهي الصناديق التي تعطي الأولوية فيها لهدف النمو.

المطلب الرابع: تصنيف صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث شكل التعاقد

يقصد بالعلاقة التعاقدية هنا العلاقة بين الجهة المنشئة للصندوق والمكتتبين في وحدات الصندوق، ويجب أن يحتوي كل عقد من العقود على كافة الشروط اللازمة لصحته، ويمكن تقسيم صناديق الاستثمار الإسلامية وفق هذا المعيار إلى: الصناديق القائمة على المشاركة، الصناديق القائمة على الوكالة.

الفرع الأول: صناديق الاستثمار الإسلامية القائمة على المشاركة

هذه الأنواع من الصناديق تقوم العلاقة بينها على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة وفق ما تم التعاقد عليه وهي: صناديق المضاربة والمشاركة والمزارعة والمساقاة والمغارسة.

1. صناديق المضاربة

وهي الصناديق التي تدار على أساس عقد المضاربة، حيث تقوم الشركة المنشئة للصندوق أو الجهة القائمة بالإصدار بدور المضارب وتتولى جمع رأس مال المضاربة من حصيلة الاكتتاب في الوحدات الاستثمارية المطروحة حسب الشروط المبينة في نشرة الاكتتاب، ويقوم المشاركون في الصندوق بدور أرباب المال باعتبارهم مكتتبين في رأس مال الصندوق، حيث تشمل نشرة الإصدار على القيود والشروط التي تحدد مسار الاستثمار من حيث مجاله وكيفيته وفق أحكام المضاربة الشرعية¹.

ويمكن إبراز أهم نقاط الصيغة التعاقدية لصناديق المضاربة في ما يلي²:

– أن المضاربة في إدارة هذه الصناديق هي المضاربة المقيدة، حيث تشمل نشرة الإصدار على بيان مجال الاستثمار وكيفيته وجميع شروط المضاربة التي يضعها المضارب، ويبيدي استعداده للتقيد بها وليس

¹ عبد الستار أبو غدة، "صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة فقهية تأصيلية موسعة"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر "المؤسسات المالية الإسلامية والبورصات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، أيام 15-17 ماي 2005، ص 576.

² صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص 822.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

- لرب المال سوى القبول أو الرفض أو البحث على صندوق آخر، وهذا هو الوضع المناسب لكثرة عدد المشاركين، إذ ليس بالإمكان استيعاب قيودهم الفردية بما يتعذر معه إدارة المضاربة وفقا لرغبات الجميع.
- تتعد المضاربة بالإيجاب والقبول، حيث أن صورة الإيجاب هنا هي الاكتتاب في الصندوق والقبول هو موافقة الجهة المصدرة أو المنشئة للصندوق.
- رأس مال هذه الصناديق يقسم إلى وحدات متساوية القيمة تمثل في مجموعها ما قدمه المساهمين الذين يعتبرون رب المال، ويتمثل المضارب القائم بالأعمال في الإدارة.
- يمكن تداول الحصص المنبثقة عن هذه الصناديق، بشرط أن يكون الغالب من أصول الصندوق أعيانا لا نقود، إلا بشرط بيع الصرف والديون.
- يمكن للمضارب شراء جزء من الحصص من أصحابها إذا أرادوا التخلص منها كما هو الحال في صناديق الاستثمار الإسلامية المفتوحة، و بالتالي يصبح المضارب شريكا في رأس المال.
- يمكن أن يكون هناك طرف ثالث غير الطرفين المتعاقدين يكون ضامنا للخسارة و بالتالي يزداد الإقبال على هذا النوع من الصناديق، و قد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي السابع رقم 30(4/5) "ليس هناك ما يمنع شرعا من النص في نشرة الإصدار على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته و ذمته المالية عن طرفي العقد، بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاما مستقلا عن عقد المضاربة".

2. صناديق المشاركة

وهي الصناديق التي تكون فيها العلاقة التعاقدية بين الجهة المصدرة والمكتتبين فيها قائمة على عقد المشاركة، حيث تقوم الجهة المنشئة لهذا الصندوق بطرح جزء من الحصص للاكتتاب والاحتفاظ بالباقي لها فتكون هي والمكتتبين شركاء في موجودات الصندوق، مع قيام الجهة المصدرة بإدارة الصندوق والتكفل بجميع متطلباته من متابعة الاستثمار والحسابات والتخطيط وغيرها، والذي تأخذ عليه اجرا فيكون لها نصيب من الأرباح بالقدر الذي أسهمت به في رأس مال الصندوق بصفتها رب مال، ويكون لها نصيب من الأرباح بنسبة الحصة المحددة لها بصفتها مضاربا، ويمكن أن تربط بين الإدارة والمستثمرين أصحاب الوحدات الاستثمارية علاقة ثابتة دائمة أو علاقة مؤقتة وهذا على حسب نوع المشاركة القائمة، لذلك يوجد

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

نوعان من المشاركة التي يقوم عليها التعاقد في الصندوق وهي¹:

أ. **المشاركة الثابتة:** وهي إبقاء العلاقة قائمة ويبقى لكل طرف من الأطراف حصصه الثابتة من المشروع ولا تقوم إدارة الصندوق بشراء حصص المكتتبين، وتملك المشروع مثلها مثل الصناديق المغلقة؛

ب. **المشاركة المتناقصة:** تقوم إدارة الصندوق بشراء حصص الطرف الآخر تدريجياً إلى أن تمتلك المشروع بكامله، مع إعطاء المكتتبين الأرباح على حسب ما يمتلكون من رأس المال.

3. صناديق المزارعة، المغارسة والمساقاة.

وتنشأ هذه الصناديق انطلاقاً من علاقة قائمة على إحدى العقود الزراعية المستمدة من الفقه الإسلامي، حيث تقوم إدارة الصندوق بطرح إصدارات الصكوك من أجل اقتناء أرض زراعية أو اكتنائها بشجرها أو دون ذلك، من أجل استصلاحها أو القيام بعناية بأشجارها من طرف الهيئة المديرة للصندوق، إما مباشرة أو توكيل من ينوب عليها في الأعمال الزراعية، وما ينتج عن هذه الأعمال يقسم حسب ما هو موجود في نشرة الاكتتاب بين الصندوق وحملة إصدارات الصندوق، وتقسم هذه الصناديق إلى²:

أ. **صناديق مزارعة أو مغارسة:** وهي الصناديق التي يقوم عملها على زراعة أو غرس أشجار، والثمر الناتج عن هذه العملية يقسم بينها وبين المكتتبين؛

ب. **صناديق المساقاة:** وهي صناديق تستخدم الأراضي المغروسة بأشجار مثمرة أساساً لتثمين الأموال، فقيمة صكوكها تتمثل في معدات السقي وكذا قيمة الأرض، والصندوق وحملة الصكوك يتقاسمان الناتج منها وفق ما تقرر في نشرة الإصدار.

الفرع الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية القائمة على الوكالة

وتكون العلاقة التعاقدية فيما بين المكتتبين وإدارة الصندوق في هذا النوع من صناديق الاستثمار هي علاقة وكالة، إذ يوكل المستثمرون إدارة الصندوق باستثمار أموالهم وتحريكها وإدارتها نيابة عنهم، فالمدبر ينوب عن المستثمرين في إدارة أموالهم والتصرف فيها بما يحقق الربح، ويتقاضى مقابل ذلك أجراً محدداً لقاء إدارته، ويستحق الوكيل الأجرة سواء تحققت الأرباح أم لا، وكذلك يمكن أن يتفق الموكل مع الوكيل باستثمار المال على أنه إذا بلغت الأرباح حداً معيناً يستحق الوكيل زيادة مقدرة على الأجر المعلوم في

¹ محمد عدنان بن الضيف، "العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وآثارها التنموية"، مرجع سبق ذكره، ص 363، 364.

² المرجع نفسه، ص 364.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

صورة نسبة من الربح، وهذه الزيادة هي من قبيل الوعد بالجائزة (الجعالة)، أما الأجر المعلوم فهو الذي يصح به عقد الوكالة، ويكون التوكيل إما بصورة مقيدة كتوكيله في الاستثمار في البيوع الآجلة بجميع أنواعها أو الاستثمار بأي عقد في سلعة معينة أو غيرها من التقييد، أو بصورة مطلقة وهي توكيل الصندوق في الاستثمار بأي عقد كان وبدون تقييد كان، حيث يقوم الصندوق باستثمار الأموال وفق عقود مختلفة يحمل الصندوق اسمها¹، وصناديق الاستثمار القائمة على الوكالة هي:

1. صناديق الإجارة

عقد التأجير من العقود التي تقدم إمكانيات تمويلية ممتازة يمكن أن تكون بديلا للقروض وتغطي حاجات طالبي التمويل دون اللجوء إلى المعاملات الربوية غير الجائزة شرعا، وعقد الإجارة هو عقد محله منافع أصل معين قادر على توليد هذه المنافع كالسكنى بالنسبة للمسكن والنقل بالنسبة للسيارة.. الخ، فهو من هذا الباب عقد بيع للمنافع ولذلك يشترط فيه ما يشترط في عقد البيع من أركان لصحته². في هذا النوع من الصناديق يتم استخدام الأموال المكتتبة في شراء أصول مثل الطائرات والعقارات أو المعدات الصناعية التي يمكن تأجيرها، مع العلم أن ملكية هذه الأصول تبقى للصندوق ويتم تحصيل الإيجارات من المستأجرين أو مستخدمي الأصول، وهذه الإيجارات تعد هي مصدر الدخل للصندوق وتوزع بالنسب على المكتتبين، ويحصل كل مكتتب على شهادة تضمن له حقوقه وتحدد نسبة ملكيته في الصندوق وتسمى هذه الشهادات "صكوكا". وهذه الصكوك تكون قابلة للتداول ويمكن بيعها وشرائها في السوق الثانوية، ومن يشتري هذه الصكوك يحل محل البائعين في احتفاظه بنسبة الملكية للأصول المعنية، وتكون عليه كل الالتزامات وله كل الحقوق التي كانت لمالكها الأول، وتحدد أسعار هذه الصكوك على أساس قوى العرض والطلب في السوق³.

¹ عبد الستار أبوغدة، مرجع سبق ذكره، ص578.

² حسين محمد سمحان، "أسس العمليات المصرفية الإسلامية"، ط1، دار المسيرة، عمان، 2013، ص202.

³ صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص818.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

وتختلف صناديق الإجارة باختلاف نوع عقد الإجارة لأصول الصندوق، فنجد نوعين من هذه الصناديق¹:

أ. صناديق الاستثمار الإسلامية القائم استثمارها على عقود الإجارة التشغيلية، وفيها يتحمل الصندوق صيانة الأصل ومخاطر ثمن الأصول عند انتهاء العقد، والبحث عن مستأجر جديد وإعادة التخزين وغيرها من المصاريف المؤثرة في ربح الصندوق؛

ب. صناديق الاستثمار الإسلامية القائم استثمارها على عقود الإجارة المنتهية بالتمليك، وفي هذه الحالة فإن الأجرة الدورية تغطي قيمة الأصل والربح، ولا يكون الصندوق مسؤول عن الصيانة، ويبقى الأصل ملك للصندوق حتى نهاية العقد، عندها يبيعه أو يهبه للمستأجر حسب الاتفاق، وهي الأكثر انتشاراً وملائمة لعمل الصندوق.

أما أهم الضوابط التي يجب أن تتوفر في عمليات الإجارة في هذا النوع من صناديق الاستثمار الإسلامية حتى تكون صالحة ومقبولة فهي²:

- يجب أن يكون الصندوق مالكاً للأصول المؤجرة المولدة للدخل طوال مدة حصول ذلك الدخل، ولا يكفي أن تكون رهنا لتوثيق التدفقات النقدية من تلك الأصول، وأن تكون تلك الأصول من النوع الذي يبقى توليده للمنافع طوال مدة العقد.

- يجب أن تصاغ العقود بحيث تدل بوضوح على أن الإجارة بيع لمنفعة الأصل المؤجر، بحيث لو توقف الأصل عن توليد المنافع محل العقد انفسخ العقد، ولا يجوز تضمين المستأجر الأجرة على أية حال يكون عليها الأصل.

- يجب أن ينص العقد على الأجرة بطريقة نافية للجهالة طوال مدة العقد، ولا مانع من مراجعة الأجرة في العقود طويلة الأجل، ولكن هذه المراجعة إذا ترتب عليها أجر لا يحقق رضا الطرفين كان لأي واحد منهما فسخ العقد.

- لا مانع من بيع المؤجر الأصول المؤجرة إلى المستأجر أو إلى طرف ثالث، إلا أن هذا البيع يجب أن يتوفر على شروط الصحة المعروفة في عقود المعاوضات، ولا مانع أن يتضمن عقد الإجارة وعدا بالبيع يقدمه المالك إلى المستأجر دون أن يكون المستأجر ملزماً بالشراء، فإذا حلّ الأجل فهو مخير

¹ محمد عدنان بن الضيف، "العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وآثارها التنموية"، مرجع سبق ذكره، ص 366.

² هشام كامل قشوط، مرجع سبق ذكره، ص ص 229، 230.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

إن شاء اشترى وإن شاء أنهى عقد الإجارة دون شراء، وعندئذ يمكن للمؤجر ذكر سعر معين يلتزم بالبيع عند ذلك الأجل.

- يجوز تداول الوحدات الاستثمارية في صناديق الإجارة باعتبارها تمثل حصة ملكية شائعة في تلك الأصول، وبيع الوحدة يعني بيع ما تمثله من حصة يستحق معها المالك الجديد نصيبه من الأجرة، ومن ثم البيع في نهاية العقد.

2. صناديق المربحة

تقوم صناديق المربحة على التمويل بالأجل بطريقة المربحة وخاصة في أسواق السلع الدولية، فيقوم الصندوق باستخدام حصيلة أموال المكتتبين في شراء كمية من سلعة معينة مثلا الحديد، ثم بيعها (وفق عقد المربحة) إلى طرف ثالث غير من اشتراها منه بأجل قصير يتراوح بين شهر وستة أشهر¹، للإشارة هنا فإن الفارق بين سعر البيع وسعر الشراء يعتبر هو الربح الذي حققه والذي يمثل ويتم توزيعه على المكتتبين في الصندوق. ومعلوم أن أصول صناديق المربحة عبارة عن ديون، والمعروف أن بيع الدين لا يجوز شرعا.

3. صناديق البيع بأجل

ويتم في هذا النوع من الصناديق استخدام الأموال المكتسبة من حصيلة الاكتتاب في الوحدات الاستثمارية المطروحة من طرف المدير كوكيل على المكتتبين في شراء السلع المختلفة من أجل إعادة بيعها بأعلى من سعرها بأجل، فيستوفى ثمنها إما بالتقسيط أو جملة واحدة في آخر المدة، وتشكل أرباح هذا البيع دخل الصندوق والذي يوزع على المكتتبين بنظام النسب، بعد حساب ونزع كل المصاريف اللازمة للعملية².

4. صناديق السلم

السلم بيع يؤجل فيه قبض المبيع ويُعجل فيه قبض الثمن، وهو من البيوع الجائزة ومن شروطه أن يكون في سلعة قابلة لأن تكون موصوفة في الذمة، ويمكن توليد الربح من بيوع السلم في صناديق الاستثمار الإسلامية عن طريق الدخول في عقد سلم بأموال المكتتبين محله بضاعة موصوفة في الذمة

¹ أسامة عبد المجيد العاني، "صناديق الوقف الاستثماري (دراسة فقهية - اقتصادية)"، ط1، دار البشائر الإسلامية، بيروت، 2010، ص163.

² محمد عدنان بن الضيف، "العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وآثارها التنموية"، مرجع سبق ذكره، ص367.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

تسلم إلى الصندوق في أجل محدد مثلا 90 يوما وتكون لها مواصفات معينة محددة في العقد، ولكن الصندوق لا يرغب حتما في تسلم السلعة كما لا يجوز له بيع بضاعة السلم قبل القبض لأنها دين والدين لا يجوز بيعه. ولذلك فإن الصندوق يدخل في عقد سلم مواز بالشروط نفسها مع اختلاف المدة، مثلا السلم الأول مدته 90 يوما والثاني تكون مدته 30 يوما، ويحقق الربح من خلال فرق السعر بين العقدين نتيجة تغيرات أسعار السوق¹.

في هذه العملية يقوم مدير الصندوق بجمع الأموال من عند المكتتبين ويتولى دفعها سلم في سلعة موصوفة في الذمة، ثم بعد تملكه يقوم بإعادة بيعها بثمن أعلى إما مربحة أو يبيعا بالأجل أو غير ذلك ويحقق بذلك ربحا، وهناك طريقة أخرى تتمثل في أنه بعد إتمام عقد السلم يتم عقد سلم ثانٍ لنفس السلعة بنفس المواصفات بسعر أعلى من الأول، ويحقق الفارق بين الثمنين ربحا يقسم على المكتتبين على حسب نسبة كل مشارك، وذلك بعد حساب ونزع كل المصاريف اللازمة للعملية².

5. صناديق الاستصناع

تستثمر أموال صناديق الاستصناع في تمويل المشاريع الضخمة وذلك لشراء آلات أو مبان ونحوها استصناعا، ثم إذا قبض الصندوق تلك الآلات والمباني أعاد بيعها بثمن أعلى، ويكون فرق السعرين هو الربح الذي يتحصل عليه الصندوق³. وتتعامل صناديق الاستصناع بأسلوبين هما⁴:

أ. باعتباره مستصنعاً: فالصندوق من خلال هذا الأسلوب يكون طالبا لمنتجات صناعية ذات مواصفات خاصة حسب ما يتطلبه عقد الاستصناع، فيقوم بإجراء التعاقد مع الشركات والمؤسسات الصناعية والحرفية من أجل شراء السلع والمنتجات التي يتسلمها في موعد محدد في المستقبل، فالصندوق هنا هو المشتري المستصنع وهو من يمول عملية الاستصناع بأموال المكتتبين، حيث يقوم بتمويل عملائه بصفقتهم جهات صانعة فيوفر لهم الموارد المالية اللازمة عبر شراء منتجاتهم

¹ هشام كامل قشوط، مرجع سبق ذكره، ص ص 228، 229.

² محمد عدنان بن الضيف، "العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وآثارها التنموية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 327، 328.

³ حسن بن غالب بن حسن دائلة، مرجع سبق ذكره، ص 459.

⁴ صفية أحمد بوبكر، "صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها أنواعها"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر "المؤسسات المالية الإسلامية والبورصات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، أيام 15-17 ماي 2005، ص 847.

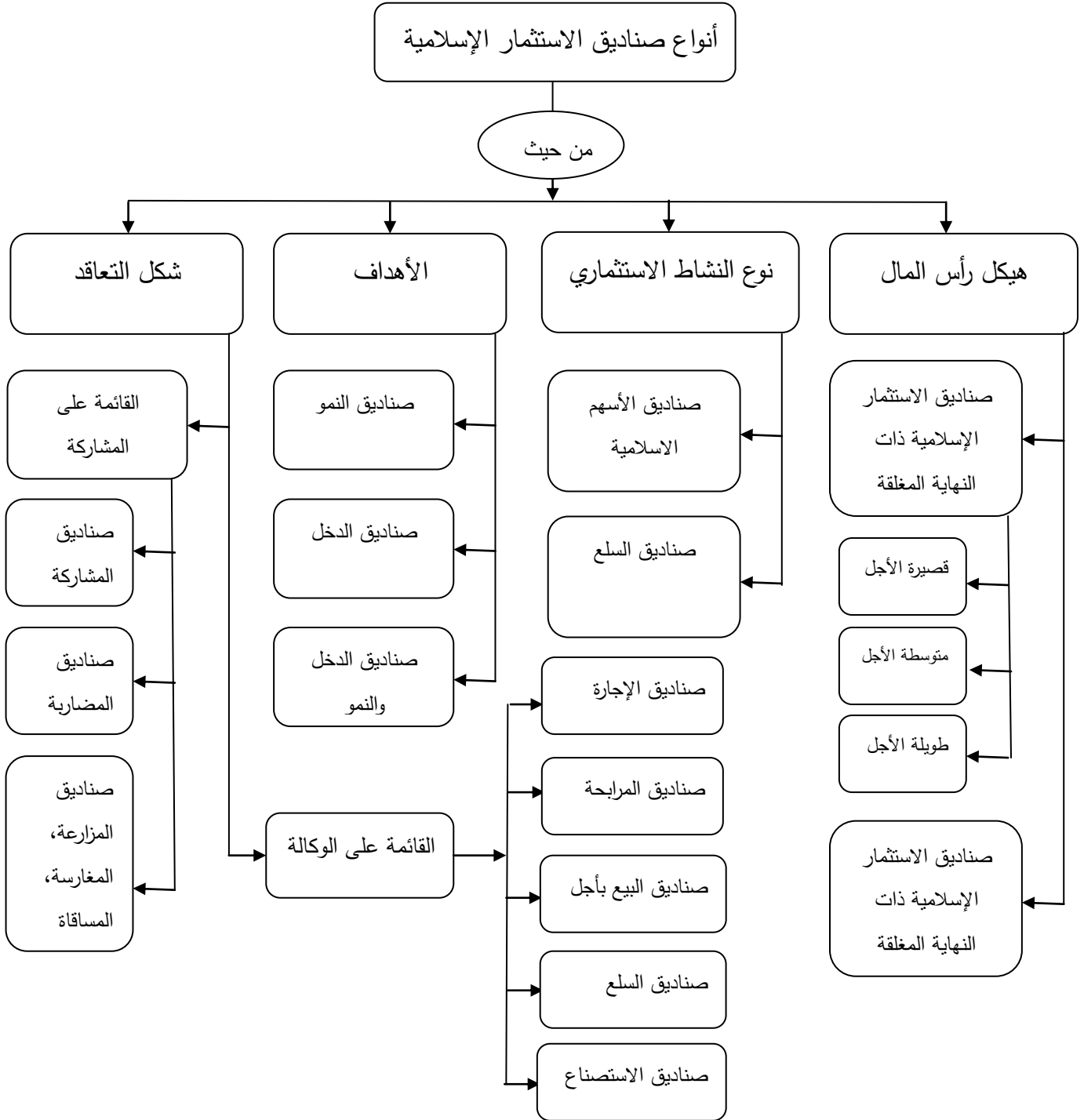
الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

الصناعية، حيث تدخل تلك المصنوعات في ملكية الصندوق فيقوم ببيعها أو تأجيرها ويحصل على الربح المتحقق من خلال الفرق بين سعر البيع أو سعر التأجير وبين تكاليف الصنع، ويتم توزيع هذه الأرباح على المكتتبين حسب نسب ملكيتهم في الصندوق.

ب. باعتباره صانعاً: يمكن للصندوق في معظم الأحيان أن يقوم بإبرام عقد استصناع موازي مع منتج السلعة (والذي يكون صانع آخر) على نفس الكمية و المواصفات المطلوبة في عقد الاستصناع الأول فيقوم بتمويل الاستصناع الموازي بأموال المكتتبين، ويلعب الصندوق في العقد الثاني دور المستصنع اتجاه الصانع النهائي، وبعد انتهاء عملية صنع المنتج حسب الشروط المتفق عليها، وحياسة الصندوق للمنتج الذي تم صنعه يقوم بتسليمه للمستصنع الأخير ويحقق الصندوق ربحه عن طريق اختلاف الثمن بين العقدين ويتم توزيعه على المكتتبين حسب مقدار مساهمتهم في الصندوق.

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

شكل رقم (5): أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية.



المصدر: من إعداد الطالبة .

الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية

خلاصة :

شجع الإسلام على تنمية المال واستثماره وفق الأساليب المباحة شرعا والتي توضحها أحكام الشريعة الإسلامية، فوضع مجموعة من القواعد والمبادئ التي توجه سلوك المستثمر لأمواله، وفقا لضوابطه ولتحقيق مراد الله وتحقيقا لمقاصد الاستثمار، وهذه الضوابط تتمثل في الضوابط الشرعية والضوابط الأخلاقية والضوابط الاقتصادية والاجتماعية تساعد على تحقيق أهداف الاستثمار ونجاحه.

تعد صناديق الاستثمار الإسلامية وسيلة مهمة لتجسيد الاستثمار الإسلامي حيث تعمل على جمع المدخرات من الأفراد والمؤسسات بغرض توظيفها في استثمارات متنوعة (سواء أصول مالية أو أصول حقيقية) وإدارتها بطريقة منظمة وبكفاءة عالية طبقا لأحكام الشريعة الإسلامية، وذلك قصد الحصول على أرباح تضمن للصناديق استمرارية نشاطها وتشجع المدخرين على المضي في عملية الاستثمار، ويتم تقسيم رأس مال الصندوق إلى وحدات أي حصص أو صكوك متساوية القيمة يكتب فيها المشاركون فيه، ويتم استثمار أموال الصندوق وفق عقد من عقود التمويل الإسلامية، عقد المرابحة، عقد المشاركة، عقد الإجارة... الخ؛

تعتمد صناديق الاستثمار الإسلامية في نشاطها على مجموعة من الأدوات الاستثمارية التي تتلاءم وأحكام الشريعة الإسلامية وتتماشى مع أهداف الصندوق من جهة وحاجات المستثمرين من جهة أخرى، حيث تصنف الصناديق وفق عدة اعتبارات أو معايير وذلك كما يلي: تقسم حسب هيكل رأس مالها إلى صناديق مغلقة وصناديق مفتوحة، أما من حيث نوع الاستثمار فتقسم إلى صناديق أسهم وصناديق سلع، وبالنظر للعلاقة التعاقدية بين الجهة المنشئة للصندوق والمكتتبون فيه نجد صناديق قائمة على المشاركة وصناديق قائمة على الوكالة، أما من حيث معيار الأهداف التي أنشئ من أجلها الصندوق فنجد صناديق النمو وصناديق الدخل والصناديق المزدوجة (دخل ونمو).

الفصل الثالث:

الإطار العملي لصناديق الاستثمار

الإسلامية ودورها على مستوى

سوق الأوراق المالية

تمهيد:

صناديق الاستثمار الإسلامية هي مؤسسات مالية تقوم بتعبئة المدخرات، خاصة من صغار المدخرين وتجميعها من أجل الدخول في استثمارات تلبي أهداف المستثمرين وتتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

ولكي تقوم هذه الصناديق بعملها على أكمل وجه كان لابد لها من هيكل تنظيمي قائم بحد ذاته ينظم عملها، ويحكم العلاقات بين جميع أطراف الصندوق، ويحدد حقوق وواجبات كل طرف، ويكلف الصندوق شخصية كفوة وذات خبرة يطلق عليها اسم المدير تضمن الحفاظ على أموال المودعين وحسن استثمارها، وهو ما يضمن للمستثمر تحقيق أكبر عائد وتجنب أكبر قدر من المخاطر التي تتعرض لها الصناديق.

لذلك فصناديق الاستثمار الإسلامية تؤدي دورا مهما، خاصة لصغار المدخرين غير القادرين على إدارة استثماراتهم وتنويعها. كما تلعب دورا مهما على مستوى الاقتصاد، بصفة عامة، وعلى مستوى أسواق الأوراق المالية، بصفة خاصة، من خلال تفعيل السوق والسماح لمستثمرين جدد لدخول السوق وإضافة أدوات مالية جديدة تساهم في تنشيط السوق والرفع من أدائه.

وقصد التفصيل أكثر في ما سبق، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كآآتي:

المبحث الأول: نظام تشغيل صناديق الاستثمار الإسلامية

المبحث الثاني: مخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية وآلية تطبيق الرقابة عليها

المبحث الثالث: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية والاقتصاد ككل

المبحث الأول: نظام تشغيل صناديق الاستثمار الإسلامية

تعمل صناديق الاستثمار الإسلامية - كغيرها من المؤسسات المالية الأخرى- وفق إطار تنظيمي محكم، يقوم أساسا على هيكل تنظيمي يبين مهام كل طرف من أطراف الصندوق وينظم آليات عمله، حيث تقوم صناديق الاستثمار الإسلامية بتجميع الأموال وتوظيفها وفق آليات استثمارية تحددها أحكام الشريعة الإسلامية.

المطلب الأول: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية وكيفية إدارتها

كأي مؤسسة مالية، يركز قيام أي صندوق استثمار إسلامي على هيكل تنظيمي دقيق يحدد علاقات كل الأطراف، ويسهل سيرورة العمل بينها، وتدار صناديق الاستثمار الإسلامية وفق صيغ مقبولة شرعا تضمن حصول كل طرف من أطراف الصندوق على حقوقه.

الفرع الأول: الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار الإسلامي

يكون الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية عادة كما يلي:

1. **الجهة المنشئة للصندوق:** وهم المؤسسون؛ وهي تمثل الجهة التي تقوم بتأسيس الصندوق الاستثماري، وقد تكون هذه الجهة أحد المصارف الإسلامية، أو مؤسسة مالية أخرى، أو شركة ما، أو مجموعة من رجال المال، ويطلق عليهم أيضا اسم "المؤسسون"، وترتبطهم بالصندوق عقد الملكية، وبالتالي هم الذين يمثلون الصندوق قانونا أمام غيرهم. وتتولى الجهة المنشئة للصندوق الاهتمام بكافة الترتيبات الضرورية لبدء واستمرار نشاط الصندوق؛ من ذلك استصدار التراخيص اللازمة لانطلاق نشاط الصندوق، وإعداد نشرة الاكتتاب واعتمادها من هيئة السوق، وكذلك تلقي الاكتتاب من الجمهور في الصندوق، مع التذكير أن المؤسسين (الجهة المنشئة للصندوق) يشاركون في أرباح وخسائر الصندوق بنسبة ما يملكونه من حصص.

2. **المشركون في الصندوق:** وهم المكتتبون؛ وهؤلاء يمثلون المدخرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم لدى الصندوق؛ فيشترون وثائق أو وحدات الصندوق، ويحصلون عليها مقابل ما يدفعونه من أموال للصندوق، وتمثل هذه الوثائق حق ملكية لأصحابها لحصة شائعة في موجودات الصندوق، حيث يشارك حاملوها في نتائج استثمارات الصندوق من أرباح وخسائر كل بنسبة ما يملكه من حصص.

3. مدير الصندوق: وهو الكيان القانوني القائم بإدارة الصناديق بشكل احترافي يتولى إدارة عملية الاستثمار نيابة عن المستثمرين أصحاب الأموال والأصول، فيُعرف بإسم مدير الصندوق، أو شركة إدارة الصناديق، و يتولى مدير الصندوق مسؤولية التعامل مع استثمارات العملاء¹.

فعموما تتعهد الجهة المنشئة للصندوق بإحالاته إلى شركة مستقلة ذات خبرة ودراية في هذا المجال، والتي يطلق عليها، كما سبق وأن أشرنا، اسم "مدير الاستثمار" وهذه الشركة مهمتها توظيف وإدارة أموال صناديق الاستثمار بصفتها مسؤولة عن إدارة أموال عملائها، على أن تكون الإدارة المسؤولة عن هذه الصناديق مستقلة عن الإدارة المسؤولة عن استثمار الأموال الأخرى الخاصة بالمؤسسة المنشئة، كما تتميز شركات الإدارة بأن غرضها يكاد ينحصر في جميع الدول في إدارة مال الصندوق الذي تنشئه، ويمكنها إدارة أكثر من صندوق استثماري بشرط مسك حسابات منفصلة لكل وعاء، وبذلك تعتبر هذه الجهة هي المخولة بإدارة الصندوق أو الصناديق وتوجيه الاستثمار وفقا لأحكام الشريعة وقرارات جهة الإشراف والقوانين السائدة، كما أنها هي التي تمثل الصندوق قانونا في علاقته مع الغير وأمام القضاء².

1.3 مهام مدير الصندوق

يقوم مديرو صناديق الاستثمار الإسلامية بالكثير من المهام، وفي ما يلي إبراز لأهم الأعمال التي تباشرها إدارة الصندوق:³

- تتولى إدارة الصندوق مهمة إعداد دراسة اقتصادية لنشاط معين أو مشروع أو مشاريع بحيث تبين جدوى الاستثمار في هذا المجال، وقد يكون هذا المجال الاستثمار في أسهم الشركات، أو في العقارات، أو في قطاع تجاري أو صناعي أو في بلد معين أو غيرها، ومن المجالات التي تتحقق فيها الجدوى الاقتصادية والمالية.

¹ Standing Committee for Economic and Commercial Cooperation of the Organization of Islamic Cooperation (COMCEC), « **Islamic Fund Management** » Ankara, Turkey, October 2018 , p11 .

² صلاح الدين شريط، "أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية"، ط1، دار حميثرا للنشر، مصر، 2019، ص ص 188، 189.

³ هشام أحمد عبد الحي، "الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2010، ص ص 74، 75.

- إعداد نظام إدارة الصندوق ونشرة الاكتتاب، وتتضمن هذه الوثائق تحديدا لأغراض الصندوق وطبيعة نشاطه وأهدافه الاستثمارية ودرجة مخاطر الاستثمار، كما تبين مختلف حقوق والتزامات الجهة المصدرة والمستثمرين، وكل ما يتعلق بكيفية الاكتتاب وشروطه ومواعيده ومختلف العلاقات المترتبة على إنشاء الصندوق وكيفية احتساب الأتعاب والعمولات، وشروط تصفية الصندوق والطريقة التي تتم بها.
- الحصول على موافقة جهة الإشراف على إنشاء الصندوق وذلك بتقديم طلب متضمن المعلومات والمستندات المطلوبة ولا سيما:

- ✓ نسخة من نظام الصندوق الذي يكون العلاقة التعاقدية بين الجهة المصدرة والمستثمرين.
- ✓ نسخة من الكتيبات والنشرات الدعائية التي ستوزع على جمهور المستثمرين.
- ✓ البيانات الخاصة بكل من: مدير الصندوق وأية اتفاقية مبرمة مع الجهات التي لها علاقة بالصندوق، كأمين الصندوق، متعهد إعادة شراء وثائق الصندوق ومتعهد تغطية الاكتتاب والموزعون ومدير أو مستشار الاستثمار والمحاسب القانوني.
- ✓ بيان كافة العمولات والأتعاب التي ستحصل عليها جهة الإصدار وباقي الجهات ذات العلاقة بالصندوق.

- تقسيم رأس المال إلى وحدات بعد إبرام التعاقدات اللازمة مع الأطراف الأخرى، التي يساهم كل منها في أحد الجوانب المتعلقة بعمل الصندوق، وبعد الحصول على الترخيص من جهة الإشراف تبدأ شركة الإدارة في تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات، أو حصص مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية، بحيث يكون امتلاكها عبارة عن المشاركة في ملكية حصة من رأس مال الصندوق. أما شروط إدارة الاستثمار فتؤكد الجهات الرقابية على ضرورة أن يتوافر في المسؤولين عن إدارة الصناديق التأهيل المناسب والخبرة اللازمة، ومشهود لهم بالأمانة والنزاهة.

2.3 حقوق وواجبات مدير الصندوق

- تتمثل حقوق المدير وسلطاته في اتخاذ جميع القرارات المتعلقة بإدارة الصندوق، كما أنه يعتبر مسؤول عن الكثير من الواجبات، وهو ما سنوضحه في الآتي¹:
- في ما يخص حقوق وسلطات مدير الصندوق تتمثل أساسا في:

¹ محمد عدنان بن الضيف، "العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وآثارها التنموية"، مرجع سبق ذكره، ص 349.

- وضع خطط الاستثمار، والنهوض بالنشاط اللازم لتحقيق هذا الغرض وإصدار الأوامر إلى أمين الاستثمار بتنفيذ بيع وشراء الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق دون أدنى تدخل من جانب المستثمرين.
- تقييم الوحدة الاستثمارية وأصول الصندوق، ومقدار السيولة التي يلزم الاحتفاظ بها، والأرباح القابلة للتوزيع... إلى غير ذلك، مما له علاقة بالسياسة الاستثمارية في الصندوق.
أما الواجبات والمسؤوليات المنوطة بالمدير فمن أهمها:
- أن يكون نشاطه موجهاً لحساب المستثمرين، وأن ينحصر في نطاق مصلحتهم المحضة.
- الاحتفاظ بحسابات وسجلات مستقلة للصناديق.
- الاحتفاظ بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات استرداد القيمة.
- الحرص على تنويع مكونات المحفظة، وفق المعايير المثلى للاستثمار، وبالتالي؛ تضع اللوائح والأنظمة حدوداً علياً للنسب التي يحق لمدير الصندوق امتلاكها من أوراق مؤسسة واحدة، وذلك بهدف تقليل المخاطر ومنع سيطرتها على الشركات الأخرى.
- يتحمل مدير الصندوق المسؤولية الكاملة اتجاه المستثمرين والسلطات الرقابية، فإذا أخل بتلك المسؤولية فإنه يتحمل تبعات ذلك، وصور الإخلال التي يقع فيها مديرو الصناديق عديدة، يأتي في مقدمتها سوء توزيع الاستثمار بما يتعارض مع سياسة توزيع المخاطر، أو إبرام صفقات لاعتبارات شخصية، القيام بأعمال المضاربة بتجاوزات غير مشروعة، أو ارتكاب الغش والتدليس، مهما كانت درجة هذا التدليس، حتى إن مجرد السكوت عن أية بيانات أو معلومات يوجب نظام الصندوق تبيانها يعتبر غشاً يتحمل مسؤوليته، ويعتبر التزام المدير في هذا الخصوص هو التزام الشخص الحريص المحترف والمتخصص، ولا يعذر إلا في حالة ظهور ظروف قاهرة.
- 4. أمين الصندوق: وهو أيضاً مؤسسة مالية، يكون من مهامها حفظ الأصول التي تتكون منها محفظة الاستثمار، ويتولى أمين الصندوق تنفيذ العمليات الصادرة من قبل مدير الصندوق بشأن الوحدات المودعة لديه من بيع وشراء واستبدال وغير ذلك، كما يعهد عليه بتسوية العلاقات المالية التي تنشأ بين مدير الاستثمار والمستثمرين، ويتقاضى أمين الصندوق أتعابه من الصندوق بنسبة محددة من القيمة الصافية لأصول الصندوق ويراعى في تحديد هذه النسبة طبيعة استثمارات الصندوق وأهدافه¹.

¹ يوسف حسن يوسف، "الصكوك المالية وأنواعها"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2014، ص 195.

ومن المهام الرئيسية لأمين الصندوق ما يأتي¹:

- مراقبة أعمال مدير الصندوق ومتابعته في تنفيذ السياسة الاستثمارية المثلى من ذلك الاحتفاظ بأموال وأصول الصندوق والتأكد من أن هذه الأموال تدار وتستثمر في حدود الأساليب والسياسات المحددة في قانون ونظام الصندوق.
- يقوم أمين الصندوق إمساك السجلات والدفاتر اللازمة لضبط حسابات الصندوق ويجب عليه أن يحتفظ بالسجلات والدفاتر اللازمة للرقابة على مدير الصندوق، وتخضع هذه السجلات والدفاتر لرقابة جهة الإشراف وهي مخولة للتحقق من صحة أي بيان مدون بها.
- يكون لأمين الصندوق الحق في الاطلاع على السجلات والدفاتر والوثائق المتعلقة بإدارة واستثمار أموال الصندوق، وعلى مدير الصندوق أن يزود أمين الصندوق بنسخ أو صور من كافة المعاملات التي يجريها لحساب الصندوق وبكافة التغييرات التي تطرأ على سجل المشتركين.
- على أمين الصندوق أن يقوم بتنفيذ الالتزامات المترتبة على قيام مدير الصندوق بإدارة واستثمار أموال الصندوق، ما لم يكن تنفيذ هذه الالتزامات متعارضاً مع أحكام القانون أو اللوائح أو نظام الصندوق أو التعليمات التي تصدرها جهة الإشراف، وتتولى جهة الإشراف الفصل في أي خلاف قد ينشأ بين أمين الصندوق والمدير بسبب تنفيذ هذه الالتزامات.
- يقوم أمين الصندوق بتقييم حصص أو وحدات الاستثمار بالطريقة الصحيحة وفي المواعيد المحددة، لذلك يجب أن يكون هذا التقييم مطابقاً للواقع وبراغي في إجراء التقييم طبيعة استثمارات الصندوق.
- يلتزم أمين الصندوق بإخطار جهة الإشراف بأية مخالفات تقع من مدير الصندوق وله أن يطلب من مراقب الحسابات القيام بفحص حسابات الصندوق في أي وقت شاء، وتزويده بتقرير بنتيجة أعمال الفحص التي قام بها.

5. وكيل البيع: ويطلق عليه أيضاً "جهات تسويق الوحدات الاستثمارية" حيث قد تعهد الجهة المنشئة للصندوق إلى بعض المؤسسات المالية بتوزيع شهادات الاستثمار التي يصدرها الصندوق وتسويقها على المكتتبين في بداية الصندوق بالسعر الوارد بنشرة الاكتتاب، مقابل الحصول على عمولة أو أجر وفقاً لعقد الوكالة بأجر، وقد تتجاوز مهمة الوكيل مجرد التسويق إلى ضمان تصريف جميع أو بعض الشهادات المقرر إصدارها، أو يقوم بشرائها ثم بيعها على المكتتبين، وفي هذه الحالة يخرج عن كونه مجرد وكيل

¹ يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 196، 197.

إلى كونه كفيلاً، وفي الدول التي تكون سوق أوراقها المالية صغيرة كما هو الحال في معظم الدول العربية تتولى الجهة المنشئة توزيع شهاداتها بنفسها دون اللجوء إلى وكيل¹.

6. الهيئة الاستثمارية: وتضم مجموعة من الخبراء المتخصصين في الاستثمار والتحليل المالي، يعينهم مدير الصندوق، ويتمثل دور الهيئة الاستثمارية في إسداء النصيحة لشركة توظيف أموال الصندوق في المجالات الأكثر جدوى، والمساعدة في اتخاذ القرارات الخاصة بالبيع والشراء لأصول الصندوق من أجل توجيه الاستثمارات للمجالات المناسبة، وتقاسم مع مدير الصندوق أتعاب الإدارة، ويمكن أن تكون هذه الهيئة أفراد أو شركة أو هيئة مالية متخصصة، كما يمكن إعطاء هذا الدور للشركة المديرة للصندوق بحيث تستفيد بالكامل من أتعاب الإدارة دون إشراك طرف آخر معها في ذلك².

7. هيئة الرقابة الشرعية: هي هيئة متخصصة تضم مجموعة من الفقهاء والاقتصاديين المتخصصين في فقه المعاملات وتحدد أهم مهام الهيئة فيما يلي³:

- المشاركة في وضع التعليمات واللوائح، ونماذج العقود الشرعية للمعاملات، ومراجعتها وتصحيحها وإقرارها وتطويرها.

- الرقابة على أعمال الصندوق للتأكد من مطابقة أعماله لأحكام الشريعة الإسلامية.

- الفتوى من خلال الرد على الأسئلة والاستفسارات المقدمة لها، سواء أكانت تلك الاستفسارات من العاملين بالصندوق أم المتعاملين معها أو المساهمين أنفسهم عند مناقشة الميزانية أو في الأوقات الأخرى.

- تثقيف العاملين بالصندوق من خلال الدورات التدريبية حتى يكونوا مؤهلين شرعياً لإنجاز الأعمال المسندة إليهم.

- الشهادة أمام الجمعية العمومية من خلال تقديم تقرير سنوي لها يعكس مدى مشروعية أعمال الصندوق، وما قامت به هيئة الرقابة الشرعية وأساليب متابعتها ورقابتها للنواحي الشرعية، وأهم ملاحظاتها، ومدى تجاوب الإدارة والعاملين لتوجيهاتها وقراراتها.

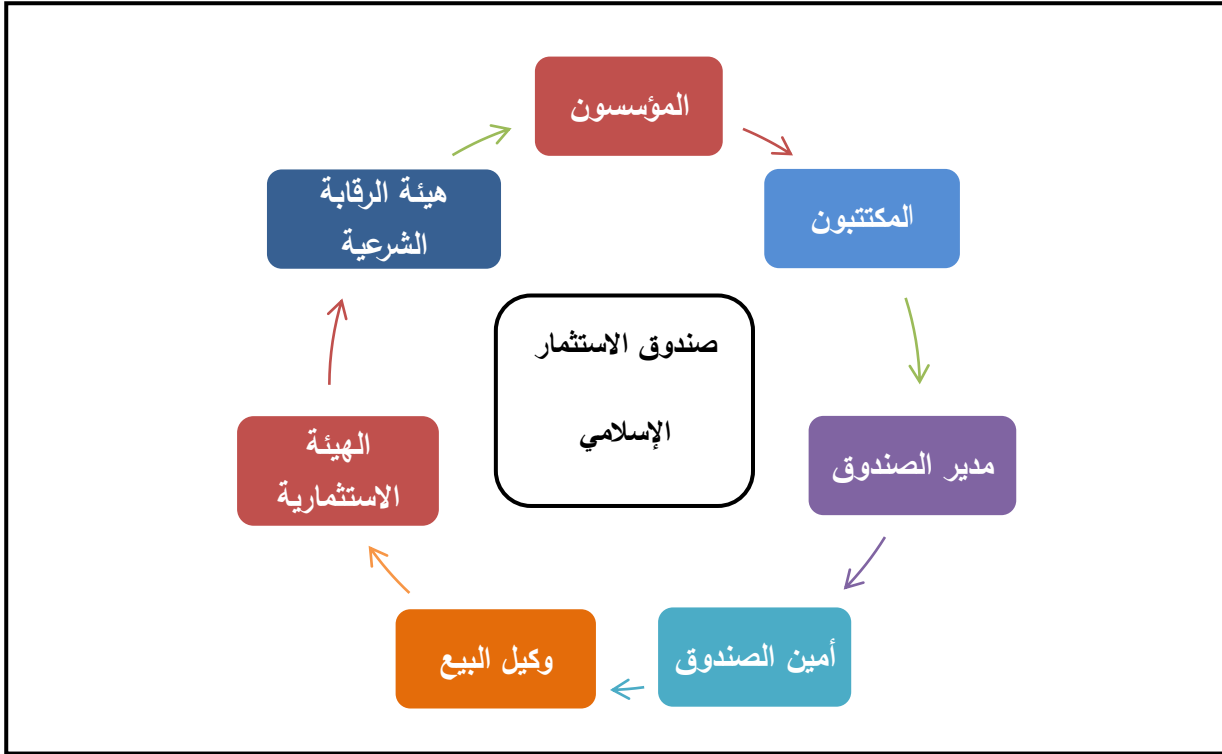
¹ حسن بن غالب بن حسن دائلة، مرجع سبق ذكره، ص 143.

² صلاح الدين شريط، "أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 193.

³ محمد عدنان بن الضيف، "العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وآثارها التنموية"، مرجع سبق ذكره، ص 351.

وفي ما يلي مخطط توضيحي للأطراف المكونة للهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار الإسلامي وأهم الأطراف المكونة له.

شكل رقم(6): أطراف صندوق الاستثمار الإسلامي



المصدر: من إعداد الطالبة.

الفرع الثاني: العلاقات التعاقدية بين أطراف الصندوق

تعدد أنواع العقود التي تربط الصندوق، كشخصية معنوية مستقلة، بالعديد من الأطراف المعنية به ومن أهم هذه العقود نجد¹:

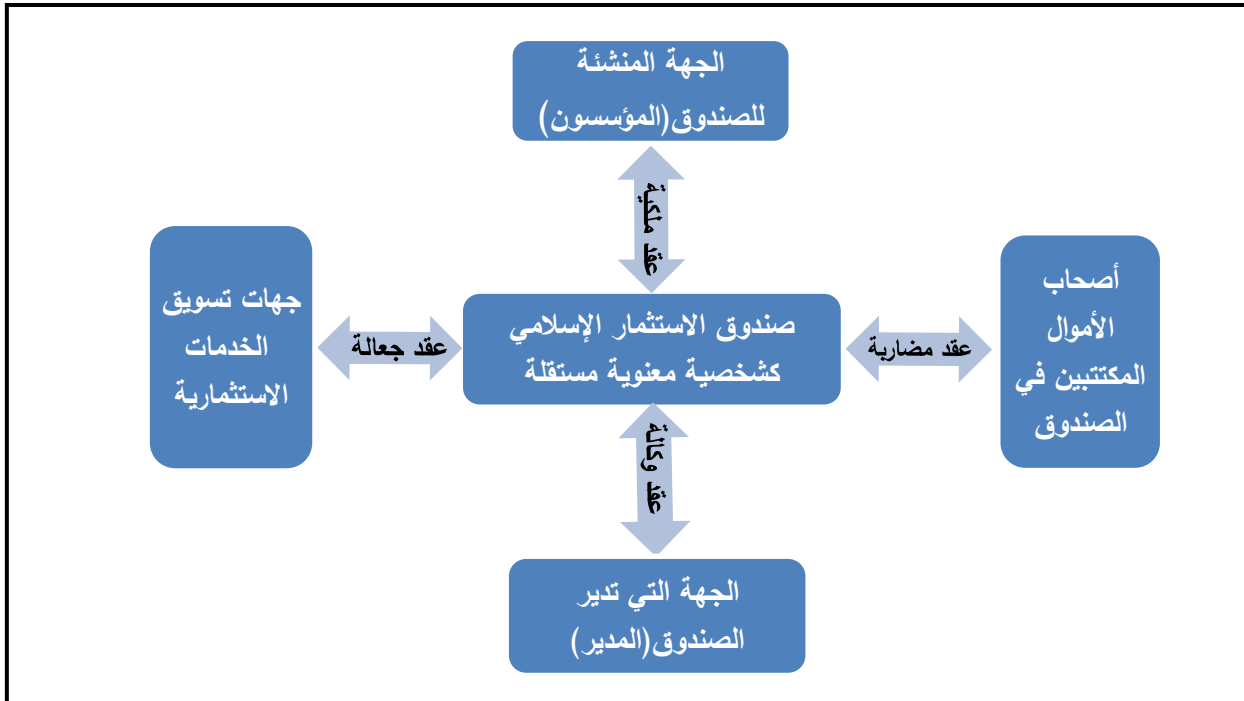
- **عقد الملكية:** وهو عقد يربط بين الصندوق والجهة المنشئة له والتي قد تكون أحد المصارف الإسلامية أو مؤسسة مالية أو مجموعة من رجال المال والأعمال، ويطلق عليهم المؤسسون أو المساهمون وهم يمثلون الصندوق قانوناً أمام غيرهم؛
- **عقد المضاربة:** وهو عقد يربط بين الصندوق والمشاركين فيه (المستثمرين) الذين يمثلون أصحاب المال؛

¹ حسين حسين شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، السعودية، 2005، ص16.

الفصل الثالث: الإطار العملي لصناديق الاستثمار الإسلامية ودورها على مستوى سوق الأوراق المالية

- **عقد الوكالة:** وهو عقد يربط بين الصندوق و الجهة التي تديره(إدارة الصندوق) وهي الجهة الفنية المنوطة بإدارة معاملات وعمليات الصندوق حسب الشروط المتفق عليها في نشرة الإصدار حيث يحصل المدير(الوكيل) على عمولة معينة(مبلغ مقطوع) أو نسبة من صافي الموجودات وذلك مقابل إدارة أموال الصندوق الموكل؛
- **عقد الجعالة*:** وهو عقد يربط الصندوق بجهات إصدار وتسويق الوحدات الاستثمارية أو كما تسمى بوكلاء البيع مقابل عمولة أو أجر معلوم.

شكل رقم(7): علاقة الصندوق بالأطراف المكونة له



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على حسين شحاتة، مرجع سبق ذكره، ص 17.

من جهة أخرى تنشأ بين أطراف صندوق الاستثمار الإسلامي ببعضهم عدة علاقات نذكر أهمها من خلال ما يلي¹:

- **علاقة المكتتبين أو المشتركين في ما بينهم:** يقوم المشتركون بالاشتراك في الصندوق ويحصلون على وحدات متساوية القيمة(الوحدات الاستثمارية) تمثل حصص المساهمين في الصندوق، وبالتالي فإن

* **عقد الجعالة:** هو عقد يلتزم فيه أحد طرفي العقد وهو الجاعل بتقديم عوض معلوم، والذي يسمى الجعل، لمن يحقق نتيجة معينة في زمن معين وهو العامل.

¹ بالاعتماد على:

- مليكة يحيات، "الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار في الفكر الإسلامي رؤية اقتصادية معاصرة"، مجلة البحوث والدراسات العلمية، العدد8، المجلد2، جامعة يحي فارس المدينة، نوفمبر 2014، ص36.

- حسن بن غالب بن حسن دائلة، مرجع سبق ذكره، ص ص287، 288.

العلاقة القائمة بين المكتتبين تصنف على أنها علاقة مشاركة، وتعتبر شركتهم شركة أموال وهي مشروعة في الفقه الإسلامي، وعليه فالمكتتبون حملة هذه الوحدات يشاركون في الربح أو الخسارة كل حسب حصته في الصندوق الاستثماري.

- **علاقة مدير الصندوق بالمكتتبين أو المشتركين:** بما أن المكتتبين هم من ساهموا بالأموال والمدير هو من يقوم بتشغيلها في أوجه الاستثمار المختلفة، فإن كان ما يتقاضاه المدير أجراً لقاء ما يقدمه من خدمات بغض النظر عن الربح أو الخسارة، تكون العلاقة هنا علاقة وكالة بأجر، وإن كان ما يتقاضاه المدير نسبة شائعة من الأرباح وليس له شيء عند الخسارة، فالعلاقة هنا هي علاقة مضاربة، للإشارة أن أغلب صناديق الاستثمار الإسلامية في الواقع تدار بصيغة الوكالة بأجر.

- **علاقة المؤسسين بالمكتتبين:** تصنف على أنها علاقة مشاركة حيث تنطبق عليها قواعد شركة العنان في الفقه الإسلامي، فالجميع مشتركون في ملكية وحدات الصندوق الاستثماري من حيث الصيغة والمتعاقدان والمعقود عليه، فالصيغة معناها الإذن في التصرف وهو ما يتجسد في القبول والإيجاب، أي اكتتاب المدخرين في وحدات الصندوق وفقاً لما جاء في نشرة الاكتتاب بينما يتمثل القبول في موافقة المؤسسين على تخصيص وحدات استثمارية للمكتتبين مقابل أموالهم، والمتعاقدان يتمثلان في المؤسسين والمكتتبين في الصندوق، والمعقود عليه هو ما يقدمه المكتتبون من أموال وما يقوم به المؤسسون من عمل.

- **علاقة المؤسسين بمدير الصندوق:** يتولى المدير مهمة إدارة صندوق الاستثمار الإسلامي عن طريق عقد إدارة مع المؤسسين ويحصل في أغلب الحالات على مبلغ مقطوع ومحدد عند التعاقد يسمى أتعاب المدير، وعليه فالعلاقة بين مدير الصندوق والمؤسسين في هذه الحالة هي علاقة وكالة بأجر؛ أما إذا كان مقابل الإدارة (أجر المدير) نسبة معينة من أرباح الصندوق، لا يتقاضاه المدير إلا إذا كان نشاط الصندوق إيجابياً وتحققت الأرباح، فإن عقد الإدارة يكون عقد مضاربة ويعتبر مدير الصندوق في هذه الحالة مضارباً.

شكل رقم(8): العلاقات التعاقدية بين أطراف الصندوق

علاقة وكالة بأجر	علاقة مضاربة	علاقة مشاركة
<ul style="list-style-type: none"> المؤسسون والمدير (إذا كان مقابل الإدارة مبلغ متفق عليه عند التعاقد) المكتتبون والمدير 	<ul style="list-style-type: none"> المؤسسون والمدير (إذا كان مقابل الإدارة نسبة معينة من الأرباح) المكتتبون والمدير 	<ul style="list-style-type: none"> المشتركون في ما بينهم (المكتتبون) المؤسسون والمكتتبون

المصدر: من إعداد الطالبة.

الفرع الثالث: كيفية إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية

تدار أغلبية صناديق الاستثمار الإسلامية على أساس عقدي المضاربة أو الوكالة بالاستثمار، وهو ما سنوضحه من خلال ما يأتي:

1. إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية على أساس المضاربة

تدار صناديق الاستثمار الإسلامية وفق صيغة المضاربة المقيدة، وعقد المضاربة هو عقد بين إدارة الصندوق التي تقوم فقط بالعمل وبين المكتتبين فيه إذ يمثل المكتتبون في مجموعهم رب المال، فيدفعون مبالغ مالية نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب، فتقوم بتجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة، وتعطي للمكتتبين صكوكا بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصة شائعة في رأس المال الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريقة مباشرة (مشاريع حقيقية متنوعة) أو بطريقة غير مباشرة (شراء وبيع أصول وأوراق مالية كأسهم الشركات الإسلامية)، وتوزع الأرباح المحققة وفق ما تنص عليه نشرة الاكتتاب بين الطرفين، وفي حالة حدوث خسارة يتحملها المكتتبون باعتبارهم أصحاب الأموال، إلا في حالة ثبوت تعدي إدارة الصندوق (المضارب) أو تقصيرها عن عمد أو مخالفتها الشروط فإنها تتحمل تبعات ذلك¹.

2. إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية على أساس الوكالة بالاستثمار

تدار صناديق الاستثمار الإسلامية على أساس الوكالة بأجر، إذ يوكل أو يفوض المستثمرون (الموكل) مدير الصندوق (الوكيل) بإدارة أمواله توكيلا عاما، أي بحسب الشروط والقيود المنصوص

¹ فتيحة كحلي، "تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية -دراسة تجارب بعض الدول العربية"، مذكرة ماجستير في علوم

التسيير، جامعة حسنية بن بوعلي الشلف، 2011، ص ص 64، 65.

عليها في نشرة الاكتتاب، وذلك مقابل أجر سنوي أو عمولة أو نسبة من المال المكتتب فيه - يسمى الرسوم والمصاريف الإدارية يؤخذ عند دخول أو خروج المستثمر من الصندوق-، ويعد مدير الصندوق بمثابة الأجير العام للمستثمر، إذ يستطيع مدير الصندوق قبول وكالة المزيد من المستثمرين في هذا الصندوق أو في صناديق أخرى يديرها، كما يمكن للوكيل توكيل غيره إذ أذن له الموكل، ويمكن تحقيق هذا الإذن بموافقة المستثمرين بتضمين ذلك في نشرة الاكتتاب¹.

الفرع الرابع: الفرق بين الإدارة عن طريق المضاربة والإدارة عن طريق الوكالة بأجر

مما سبق يمكن القول أنه يمكن من الناحية الشرعية تكوين وإدارة صناديق الاستثمار الإسلامية على أساس المضاربة أو الوكالة بأجر، وتتشابه الطريقتان في وجود أتعاب تحفيزية لمدير الصندوق في الوكالة بأجر إذ تصبح شبيهة لأول وهلة بالمضاربة إلا أنه ثمة اختلاف بين الطريقتين. وهناك عدة معايير يمكن من خلالها التفريق بين عقدي المضاربة والوكالة بأجر، وذلك كما يلي²:

- معيار الصيغة التي ينعقد بها عقد المضاربة وعقد الوكالة.
- معيار تحديد الأجر: فإذا كان الأجر مبلغا مقطوعا ومحددا عند إبرام العقد والاشتراك في الصندوق، كان العقد وكالة بأجر، أما إذا كان الأجر نسبة من ناتج نشاط العامل كالنصف أو الربع أو الثلث من صافي الأرباح المحققة، فإن العقد يكون مضاربة. وهناك فرق بين أجر الوكيل ونسبة المضارب في الأرباح المحققة، إذ يستحق الوكيل الأجر المحدد له دون النظر إلى نتيجة نشاطه سواء أكانت إيجابية أم سلبية، أما المضارب فإنه لا يستحق نسبه من الربح، إلا إذا كانت نتيجة النشاط إيجابية وتحقق الربح بالفعل فيستحق المضارب الربح في المضاربة مباشرة من الأرباح الصافية في شكل نسبة معلومة وليس بعد بلوغ الأرباح مستوى معيناً متفق عليه.
- يتمتع المضارب بالأحقية الكاملة في التصرف والإدارة بحسب الصيغة والتعليمات المتفق عليها بين الطرفين، بينما يمكن للموكل أو رب المال في الأصل في حال الوكالة بأجر التدخل في الإدارة بين الحين والآخر، وفي الممارسة العملية فإن الملحوظ أن المصارف تشتترط عدم تدخل العميل (الوكيل) في عمل مدير الصندوق بسبب تعلق الوكالة بحقوق الغير من المستثمرين في الصندوق، والمسلمون على شروطهم.

¹ جهاد بوضياف، "دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية-دراسة حالة سوق الأوراق المالية

السعودية-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2020، ص 132، 133.

² فتيحة كحلي، مرجع سبق ذكره، ص 66، 67.

- تعتبر درجة المخاطر التي بإمكان مدير الصندوق أن يتحملها هي الفاصل الأساس في اختيار نوعية العقد بين الطرفين (مضاربة أو وكالة بأجر)، إذ يحاول مدير الصندوق جاهدا اختيار الطريقة المناسبة التي تقلل من المخاطر التي يتحملها بقدر الإمكان، فعموما:

✓ تدار الصناديق المتدنية المخاطر والقليلة العائد مثل (صناديق المراهبات) على أساس المضاربة، لأن حجم الأموال المستثمرة في هذه الصناديق مرتفع نسبيا إضافة إلى تدني مستوى المخاطر مما يضمن عائداً أكبر منه، فيما لو كان مدارا بطريقة الوكالة بأجر.

✓ يفضل مدير الصندوق عند إدارة الصناديق العالية المخاطر مثل صناديق الأسهم العمل على أساس الوكالة بأجر، لتمييز هذه الصناديق بالتذبذب العالي في آدائها من يوم لآخر كما يمكن أن تتخضع انخفاضاً حاداً، ومن ثم يقوم المصرف ونظرا لعدم إمكانية ضمان تحقق الربح باستقطاب نسبة مئوية من أصول الصندوق المستثمرة في شكل رسوم إدارية عند اشتراك المستثمر في الصندوق، إضافة إلى سن الربح التحفيزي إذا تعدى صافي أرباح الصندوق المستوى المتوقع والمتفق عليه في العقد.

المطلب الثاني: آلية استثمار الأموال في صناديق الاستثمار الإسلامية.

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية قبلة هامة لصغار المدخرين والباحثين عن إدارة كفؤة لاستثمار أموالهم، وهذا بفضل اعتمادها على صيغ متعددة لاستثمار الأموال الموجهة، هذه الآليات تستند أساسا لصيغ التمويل الإسلامي المعروفة، فيمكن استثمار الأموال المجمععة في صناديق الاستثمار الإسلامية وفق عدة صيغ (التي ذكرناها سابقا في الفصل الثاني في تصنيف الصناديق حسب شكل التعاقد).

حيث تتم عملية الإصدار والاكتتاب في وحدات الصندوق واستثمار الأموال المجمععة بخطوات وآليات متسلسلة، وفيما يلي محاولة الإلمام بأهم خطوات استثمار الأموال في صناديق الاستثمار الإسلامية:

أ. إعداد الدراسة الاقتصادية والمالية: يتم إعداد دراسة اقتصادية ومالية لنشاط معين أو مشروع معين بحيث تبين جدوى الاستثمار في هذا المجال.

ب. إعداد نشرة الاكتتاب: وهي وثيقة تحدد بدقة أغراض الصندوق وطبيعة نشاطه وأهدافه الاستثمارية ودرجة مخاطر الاستثمار فيه، كما تبين بالتفصيل حقوق والتزامات جميع الأطراف (الجهة المصدرة والمستثمرين) وكل ما يتعلق بكيفية الاكتتاب وشروطه وطرق توزيع الأرباح والخسائر وكيفية احتساب الأتعاب والعمولات، وشروط تصفية الصندوق والطريقة التي تتم بها..الخ.

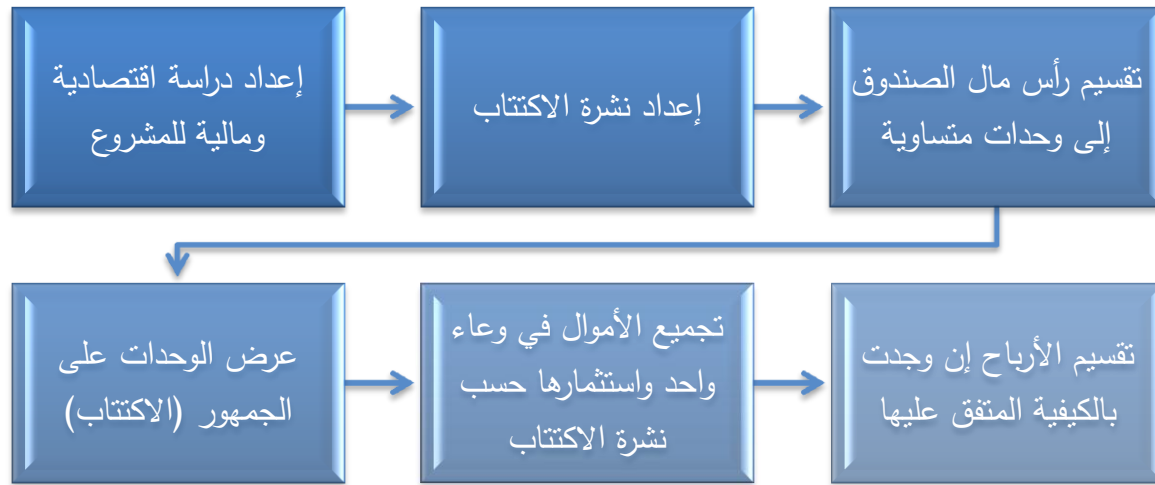
الفصل الثالث: الإطار العملي لصناديق الاستثمار الإسلامية ودورها على مستوى سوق الأوراق المالية

ج. تقسيم رأس مال الصندوق إلى وحدات والاكتتاب فيها: بعد إبرام التعاقدات اللازمة مع جميع الأطراف التي تساهم كل منها في أحد الجوانب المتعلقة بالإصدار، تبدأ الهيئة المشرفة على الصندوق في تقسيم رأس مال الصندوق إلى وحدات أو حصص، هذه الوحدات تكون متساوية القيمة الاسمية، وعرض هذه الوحدات أو الحصص على الجمهور والقيام بعملية الاكتتاب وبذلك يكونون قد وافقوا على شروط الإصدار¹.

د. تجميع الأموال في وعاء واحد واستثمارها: بعد تجميع أموال الاكتتاب يباشر الصندوق عملية استثمار هذه الأموال وفق ما تنص عليه نشرة الاكتتاب، وتوزع الأرباح حسب النسب المحددة على حملة وحدات الصندوق.

وفي ما يلي مخطط مختصر يوضح أهم الآليات والخطوات المشتركة التي تمر بها عملية استثمار الأموال في أي صندوق استثمار إسلامي.

شكل رقم (9): آلية استثمار الأموال في صندوق الاستثمار الإسلامي



المصدر: من إعداد الطالبة

¹ أحمد حسن محمود عربيات، "أثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات السوق المالي السعودي"، أطروحة دكتوراه في المصارف الإسلامية، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، 2017.

المطلب الثالث: عمليات صناديق الاستثمار الإسلامية

منذ تأسيس صندوق الاستثمار الإسلامي وحتى بداية قيامه بمهامه وعمله، والاستثمار في الأموال الموجودة لديه، يتخلل هذه المراحل مجموعة من العمليات أبرزها:

الفرع الأول: تسعير الوحدات الاستثمارية

تعرف الوحدات الاستثمارية (صكوك الاستثمار) بأنها النصيب الذي يشترك به المساهم في رأس مال الصندوق، وتتمثل الوحدة في صك يعطى للمساهم يكون وسيلة في إثبات حقوقه في الصندوق، فعندما يشتري شخص وحدات من صندوق يكون بذلك قد حصل على وثيقة تبين النسبة المئوية للملكية لحامل الصك. حيث تقوم الجهة المصدرة عادة بتقسيم رأس مال الصندوق إلى وحدات أو حصص متساوية القيمة الاسمية، وهي تمثل حصصاً شائعة في رأس المال، وتسلم شهادة لكل مكتب بقدر ما دفع من أموال مشاركة في الصندوق¹.

ويقصد بالتسعير، إعلان سعر الوحدات الاستثمارية في الصندوق، وتحدد صناديق الاستثمار الإسلامية في نظام تأسيسها ما إذا كانت مفتوحة أو مغلقة، فإذا كانت مغلقة لا يقوم المدير بإعلان سعر للوحدات إلا في آخر يوم من عمر الصندوق على أن ذلك لا يعني أن تلك الوحدات ليس لها سعر خلال هذه المدة إذ يمكن التعرف على قيمتها من خلال تبادلها في الأسواق المنظمة أو من خلال تبادلها بطريقة البيع المباشر بين المستثمرين، أما إذا كان الصندوق مفتوحاً فإن المدير يحدد يوماً معيناً كالأربعاء من كل أسبوع إذا كان أسبوعياً أو اليوم الأول من كل شهر إذا كان شهرياً، وهكذا يسمى يوم التسعير وفي هذا اليوم يعلن المدير سعر الوحدة الاستثمارية وهو السعر الذي يمكن بناء عليه خروج المستثمرين الراغبين في الحصول على السيولة ودخول أولئك الذين يرغبون في الاستثمار، ويعتمد السعر الذي يعلنه المدير على تقييمه للأصول المملوكة في الصندوق، فإذا كان الصندوق خاصاً بالأسهم اعتمد سعر الوحدة الاستثمارية على السعر السوقي للأسهم التي يمتلكها الصندوق مضافاً إليه الدخل المتولد لهذا الصندوق من أرباح الشركات وما إلى ذلك، فإذا أراد المستثمر الخروج يمكن له أن يبيع الوحدات التي يمتلكها إلى الصندوق بالسعر المعلن، وإذا أراد مستثمر جديد الدخول يمكن له الشراء بذلك السعر، وقد يفرق بين سعر الدخول والخروج².

¹ يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 198.

² حسين محمد سمحان، مرجع سبق ذكره، ص 178.

الفرع الثاني: الرسوم على المشتركين

تفرض صناديق الاستثمار الإسلامية رسوما على المشتركين لتغطية جزء من تكاليفها ولاسيما تلك المتعلقة منها بتوظيف الأموال، ومن هنا كان ضرورة البيان والتفريق بين المصروفات التي تخصم من الوعاء الاستثماري أي من الصندوق، وبين المصروفات التي لا تخصم منه، وإنما يتحملها المدير، إذ نجد نوعين من المصروفات أحدهما المصروفات الخاصة بأعمال التوظيف والاستثمار والثانية المصروفات المتعلقة بالمدير في حد ذاته كما في المضاربة¹:

1. المصروفات الخاصة بأعمال الاستثمار: وهي التكاليف المباشرة المتعلقة بتنفيذ وتشغيل العمليات الاستثمارية، وهذه تحمل بطبيعة الحال على الوعاء الاستثماري (القائم على المضاربة) ويكون عبؤها على الطرفين المشاركين بصفتهم أرباب المال والجهة المصدرة بصفتها المستثمر (المضارب) وعلى هذا الأساس تخصم هذه المصاريف من الربح إذا كان هناك ربح فينقص ربح الطرفين بتوزيع الربح الصافي المتبقي بعد خصم المصاريف، أما إن لم يحصل ربح فإن هذه المصاريف تخصم من رأس المال فيخسر المستثمر (المضارب) جهده وعمله ويتحمل المشاركون الخسارة.

2. المصروفات المتعلقة بالمدير (الجهة المصدرة): أما المصروفات المتعلقة بالمستثمر (المدير) نفسه وهي التكاليف الإدارية اللازمة لممارسة المضارب نشاطه في إدارة ومتابعة أعمال المضاربة، مثل المصروفات الخاصة بوضع الخطط ورسم السياسات واختيار مجالات الاستثمار، واتخاذ القرارات الاستثمارية ومتابعة تنفيذها، وحساب الأرباح والخسائر وتوزيعها، وكذلك مصروفات إدارات الاستثمار والأجهزة المعتمدة وإدارة المحاسبة يتحملها المستثمر نفسه (المدير) لأنه ضمن أعماله، ويجب أن تنص نشرة الإصدار وتبين على من تقع هذه المصاريف، كما لدينا نفقات التأسيس إذ يمكن أن يتحملها:

✓ الجهة المنشئة للصندوق إذا لم تنص على غير ذلك في نشرة الإصدار أو الاكتتاب أو لائحة الصندوق؛

✓ توزيع عبء مصاريف التأسيس على الطرفين كل منهما مستفيد من الأعمال التحضيرية إذ لا مانع من تثبيت مصاريف تأسيس الصندوق على أساس نسبة مئوية مقطوعة من رأس مال الصندوق مع إعلام المساهمين في نشرة الإصدار شريطة إعادة النظر في تلك النسبة عند

¹ محمد عدنان بن الضيف، "العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وآثارها التنموية"، مرجع سبق ذكره، ص354.

انتهاء مرحلة التأسيس باقتطاع المصاريف الفعلية ورد الفارق إلى حساب الاحتياطي أو الربح القابل للتوزيع؛

✓ تحميل مصاريف التأسيس على أرباب المال المشاركين في الصندوق حيث ينظر إلى هذه المصاريف على أنها خدمات سابقة.

الفرع الثالث: أتعاب الإدارة

يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على أتعاب مقابل إدارته وعموما تتراوح أجور الإدارة غالباً بين 1% إلى 5% من القيمة الصافية لأصول الصندوق، فتزيد أجور المدير كلما كبر حجم أصول الصندوق، فإذا اعتبرنا المدير وكيلاً عن المستثمرين فهي وكالة بأجر، فلزم أن يكون الأجر معلوماً مقدماً لصحة الوكالة، وأما إذا كانت الإدارة على أساس المضاربة يحصل المدير على جزء من الربح المتولد عن الاستثمار في نهاية عقد المضاربة¹.

الفرع الرابع: الاسترداد والتداول

يعد عنصر السيولة من أهم عناصر الجذب في صناديق الاستثمار الإسلامية ولذلك فقد صُممت هذه الأخيرة لتوفر للمستثمرين طرقاً فعالة لتحقيق هذا المطلب، حيث تعتمد الصناديق المفتوحة على ما يسمى الاسترداد بحيث يمكن للمشاركين استرداد أموالهم بصفة دورية، ويقوم عمل الصناديق المفتوحة على حرص المدير على الاحتفاظ بقدر من السيولة يمكنه من شراء وحدات أولئك المستثمرين الذين يرغبون في استرداد أموالهم في يوم التسعير، ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير وعلى عمر الصندوق وعلى الظروف والبيئة الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق، ويفترض أن جزءاً كبيراً من عمليات الاسترداد في يوم التسعير سيتم تغطيته من الأموال الجديدة التي يقدمها الراغبون في الدخول فيه، وفي كثير من الأحيان يحرص المدير على توزيع مدد الاستثمار بطريقة يتحقق معها قدر من السيولة في كل يوم تسعير دون الحاجة إلى تعطيل الأموال خلال مدة الصندوق، حتى ولو كانت لمدة قصيرة لأسبوع- أو نحو- ومع ذلك فإن المدير يواجه أحياناً حجماً من الاسترداد يزيد عن السيولة الموجودة في الصندوق وعن حجم الأموال الجديدة المستثمرة فيه².

¹ سامر مظهر فنطقي، مرجع سبق ذكره، ص 374.

² هشام أحمد عبد الحي، مرجع سبق ذكره، ص 80.

- لذلك فإن الصناديق تحتاط لهذا الموضوع من خلال إعدادها لنظامها الأساسي فتتص على ما يلي¹ :
- ✓ أن لا تلتزم في حالة عدم توفر السيولة برد كامل مبلغ الاستثمار بل جزءاً منه وذلك لمن يأتي أولاً، وعلى الآخرين الانتظار لمدة يتم الإعلان عنها في نشرة الاكتتاب بمدة قد تكون أسبوعاً أو أقل أو أكثر؛
 - ✓ أحياناً قد يتفق الصندوق مع إحدى المؤسسات المالية التي تقدم له مقابل رسوم محددة التزاماً بتوفير السيولة له عند الحاجة إليها، أو الالتزام بشراء الوحدات التي لا يستطيع الصندوق استردادها لعدم توفر السيولة عنده.

الفرع الخامس: أحكام تداول الوحدات الاستثمارية

يمثل صك الوحدة الاستثمارية ملكية حصة شائعة في الصندوق. وتستمر هذه الملكية طيلة مدتها، وتترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعاً للمالك في ملكه؛ من بيع وهبة وإرث وغيرها فيحق للمشارك التصرف في الوحدة بالبيع، ولكن عليه إعلام مدير الصندوق وله أن يبيع بالقيمة المتفق عليها بينه وبين المشتري. وطالما أن الوحدات الاستثمارية تمثل حصة شائعة في موجودات الصندوق فإنه لا يوجد مانع شرعي من تداولها، فالشريعة الإسلامية تجيز التصرف في الحصة الشائعة كما تجيز التصرف في مجموع المال، علماً أن أنظمة ولوائح الصناديق الاستثمارية تشترط أن يتم تداول الوحدات الاستثمارية بمعرفة المضارب حتى يتمكن من تحويل ملكية الوحدة الاستثمارية والتصرف فيها للمالك الجديد، وتعديل السجلات المحفوظة لديه بما يفيد تغيير الملكية المسجلة، ويحل المالك الجديد للوحدة محل المكتتب الأول، فتكون له جميع حقوقه وعليه جميع التزاماته. ويحق تداول الوحدات الاستثمارية ببيعها بالقيمة التي يتفق عليها بالتراضي بين الطرفين، سواء كانت بالقيمة السوقية أو أكثر أو أقل منها، لأنه من قبل بيع حصة شائعة في موجودات الصندوق بالتراضي².

الفرع السادس: الاحتياطات

الاحتياطي هو جزء من الأرباح، حيث تقوم صناديق الاستثمار الإسلامية باقتطاع نسبة معينة من الأرباح في نهاية كل دورة تودع في حساب خاص ومستقل وترصد حصيلة هذه المبالغ لتكوين احتياطات من أجل مواجهة مخاطر الاستثمار وتحقيق حماية رأس المال، أو لمواجهة انخفاض مستقبلي في الأرباح

¹ هشام أحمد عبد الحي، مرجع سبق ذكره، ص 80.

² كهينة رشام وأحمد جميل، "تطور العمل بصناديق الاستثمار الإسلامية مع إشارة خاصة للسوق المالي السعودي"، مجلة دراسات-العدد الاقتصادي-، العدد 2، المجلد 10، جامعة الأغواط، جوان 2019، ص 218.

وتحقيق موازنة في التوزيعات. فإذا كانت الأرباح المقنتعة مخصصة لمواجهة مخاطر الاستثمار وتحقيق حماية رأس المال بحيث يغطي هذا الاحتياطي أي خسارة تلحق برأس المال، ففي هذه الحالة يجب أن تقطع من حصة المشاركين في الربح وحدهم. ولا مجال لمشاركة الجهة المصدرة في هذا الاحتياطي لأنه يكون بذلك قد ضمن جزءاً من خسارة رأس المال. وهذا الضمان غير جائز باتفاق العلماء. أما إذا كانت الأرباح المقنتعة مخصصة لمواجهة انخفاض محتمل في الأرباح وتحقيق موازنة في التوزيعات، بحيث يتفق المتعاقدون على توزيع مستوى معين من الأرباح والاحتفاظ بالجزء المتبقي لاستخدامه مستقبلاً في حالة انخفاض الأرباح عن المستوى المطلوب، فإنه يجوز هنا اقتطاع تلك الاحتياطات من الربح الإجمالي قبل توزيعه¹.

الفرع السابع: التقويم أو التنضيز الحكمي

يقصد بالتنضيز الحكمي تقويم وتقدير الموجودات من عروض وأعيان ومنافع بقيمتها النقدية²، فنظراً للطابع الجماعي في الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية واستمرار النشاط فيها عادة لفترات ودورات زمنية متعددة (متوسطة وطويلة الأجل)، تقوم جهات الإصدار في أكثر الأحيان بتوزيع أرباح في فترات دورية.

وتتخذ هذه التوزيعات إحدى الطريقتين³:

1. الطريقة الأولى: توزيع دفعات على الحساب إلى أن تتم التصفية النهائية للصندوق فتعدل التوزيعات وفقاً للنتائج الفعلية المتحققة. وهذه الطريقة تعني قسمة الربح مع استمرار النشاط، وهذا مقبول طالما أن الربح لا يستقر بالقسمة؛ بحيث تجبر أي خسارة لاحقة بالربح الأول الموزع، لأن الربح يجب أن يكون وقاية لرأس المال.

2. الطريقة الثانية: توزيع الربح بشكل نهائي في فترات دورية محددة بحيث تعتبر نتائج كل دورة من دورات توزيع الأرباح مستقلة عن نتائج الدورات اللاحقة، فتكون لكل دورة حساباتها وأوضاعها المالية الخاصة وتوزيع نتائجها في كل مرة، دون اللجوء إلى التصفية الفعلية للصندوق، بل يعتمد على

¹ يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 233-235.

² حسن بن غالب بن حسن دائلة، "الصناديق الاستثمارية الإسلامية دراسة فقهية تطبيقية"، ج 2، ط 1، دار كنوز اشبيلية، السعودية، 2012، ص 245.

³ محمد عدنان بن الضيف، "العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وآثارها التنموية"، مرجع سبق ذكره، ص 355، 356.

الفصل الثالث: الإطار العملي لصناديق الاستثمار الإسلامية ودورها على مستوى سوق الأوراق المالية

التتضيض الحكمي التقديري من جهة ومن جهة أخرى القبض أو عدمه، فإذا سحب ماله وريحه تنتهي علاقته بالصندوق، وبذلك تعتبر كل دورة من دورات توزيع الأرباح دورة مستقلة.

الفرع الثامن: توزيع الأرباح والخسائر

يتم توزيع الأرباح إن تحققت وفق ما تنص عليه نشرة الإصدار؛ التي لا بد أن توضح كيفية توزيع الأرباح بين أطراف الصندوق، حيث يتم تقسيم الأرباح حسب ما اتفق عليه الطرفان في نشرة الإصدار، في حين أنه في حالة ما إذا تكبد الصندوق خسائر ولم يحقق أرباحاً، فالخسارة يتحملها أرباب المال بمقدار مساهمتهم في رأس مال الصندوق.

شكل رقم (10): عمليات صناديق الاستثمار الإسلامية



المصدر: من إعداد الطالبة.

المطلب الرابع: كيفية قياس أداء صناديق الاستثمار الإسلامية

تمكن عملية قياس أداء الصناديق من التعرف على العائد الإجمالي (أداء) لأي صندوق استثماري وهو ما يساعد المستثمر على اتخاذ قراره الاستثماري بالنظر لحجم العائد والمخاطرة في كل صندوق.

الفرع الأول: أسس تقييم الوحدات الاستثمارية للصندوق

يتم تقييم وحدات الاستثمار أو حصص الصندوق بصفة دورية، وفي غالب الأحيان يكون التقييم مرتين في العام، في منتصف العام وفي نهايته، ويتم تحديد قيمة الوحدة الاستثمارية على أساس نصيبها

من القيمة السوقية لصافي أصول الصندوق بتاريخ التقييم، ويتمثل صافي أصول الصندوق عادة في القيمة الإجمالية لموجوداته محسوبة بالقيمة السوقية مطروحا منها القيمة الإجمالية لالتزاماته، أما صافي الربح أو الخسارة المحققة من طرف الصندوق فيتمثل في الفرق بين صافي أصول الصندوق في بداية العام، وصافي أصوله بتاريخ التقييم¹. وعادة ما يحصل المستثمر أو المهتم بنشاط صندوق معين على كافة التفاصيل حول قيم أصول الصندوق وأرباحه وغيرها من المعلومات في التقارير والقوائم المالية التي تصدرها الصناديق الاستثمارية - عادة تكون سنوية ونصف سنوية وتتوفر على الموقع الإلكتروني للصندوق أو السوق المالي المعني - فهي تحوي في الغالب على المعلومات المهمة حول الصندوق فنجد مثلا قائمة المركز المالي وقائمة التدفقات النقدية والتغيرات في صافي الموجودات والخصوم، الأرباح.. الخ

الفرع الثاني: طرق قياس أداء صناديق الاستثمار

يتم القياس والتعرف على أداء أي صندوق استثماري بطريقتين هما:

1. الطريقة التقليدية (الأسلوب البسيط)

تناسب هذه الطريقة المستثمر المبتدئ الذي لا يملك دراية كافية بالاستثمار، وهي طريقة سهلة تتمثل في الاطلاع على التقارير المالية والقوائم المالية للصندوق الاستثماري المفتوح (الميزانية، قائمة الدخل)، حيث تنشر صناديق الاستثمار دوريا بيانات حول قيمة الأصل الصافية (القيمة الصافية للوحدة) وكذلك الأرباح الموزعة.. الخ، وفي ظل هذا الأسلوب البسيط للتعرف على أداء الصندوق تعد هذه المعلومات كافية لحساب معدل العائد على الاستثمار²، حيث يقوم هذا الأسلوب على احتساب معدل العائد المحقق خلال فترة زمنية قصيرة معينة اعتمادا على الأرباح الرأسمالية و الأرباح الموزعة، وتعتبر هذه المعلومات كافية لحساب قيمة مؤشر بسيط ومفيد.

حيث يحسب معدل العائد المحقق من خلال المعادلة التالية³:

$$R = \frac{(P1 - P0) + D + Dc}{P0}$$

¹ جهاد بوضياف، مرجع سبق ذكره، ص 141.

² وداد بوحلاسة، "صناديق الاستثمار الإسلامية ودور المصارف الإسلامية في تفعيلها لتمويل التنمية"، مذكرة ماجستير

في الاقتصاد والإدارة، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية - قسنطينة -، 2014، ص ص 94، 95.

³ جهاد بوضياف، مرجع سبق ذكره، ص 141.

حيث:

R: قيمة المؤشر أو معدل العائد على الأموال المستثمرة في الصندوق؛

P0: قيمة الأصل الصافية في بداية الفترة (سعر الشراء)؛

P1: قيمة الأصل في نهاية الفترة (سعر البيع)؛

D: الأرباح الإيرادية؛

Dc: الأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة

حيث يقوم المستثمر بمقارنة العائد على الاستثمار الذي حققه الصندوق الذي يستثمر فيه أمواله مع معدل العائد على الاستثمار لصناديق أخرى مماثلة.

والجدير بالذكر أن المعادلة السابقة تأخذ بعين الاعتبار الأرباح الرأسمالية والإيرادية في حالة الصناديق المفتوحة، وأما في حالة الصناديق المغلقة فيؤخذ في الاعتبار الأرباح الإيرادية فقط، للتذكير أن عدم مراعاة مخاطر الاستثمار في هذا المؤشر لا يعني تجاهلها تماما من قبل المستثمر، بل يقوم هذا الأخير بتقييم المخاطر عند الدخول في استثمار معين، فإذا كان حجم المخاطر عالياً جداً لا يدخل مهما كان العائد¹.

ورغم بساطة هذا الأسلوب وسهولة تطبيقه من الناحية العملية إلا أنه تعرض للعديد من الانتقادات خصوصا في مسألة تقييم صناديق الاستثمار بالتركيز على العائد دون الأخذ في الاعتبار المخاطر، ذلك أنه قد يحقق صندوق استثماري ما عائداً أكبر من العائد الذي يحققه صندوق آخر، غير أن الزيادة في العائد قد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قد ينطوي عليها الاستثمار فيم مقارنة بالصندوق الآخر، لذلك تم اقتراح أساليب أخرى تأخذ في الحسبان كلا من العائد والمخاطر، سميت ب: الأساليب المزدوجة أو الأساليب الثنائية والتي تتناسب مع المستثمرين ذوي المعرفة الواسعة بشؤون الاستثمار².

2. الطريقة الحديثة (الأسلوب المزدوج)

وفيها يتم استخدام أساليب وإجراءات كمية مختلفة لاختيار الوحدات الواجب شراؤها أو بيعها، وقد أصبحت هذه الطرق معروفة لدى المستثمرين، ومثل هذه النماذج الكمية تتراوح ما بين جدولة وترتيب وحدات الصندوق بواسطة الطرق الإحصائية المختلفة مثل: نمو الإيرادات ونسب الأسعار إلى القيمة

¹ صبرينة عتروس، مرجع سبق ذكره، ص 131.

² المرجع نفسه، ص 131.

الدفترية، وغيرها من الطرق الإحصائية معقدة النماذج والتي تعتمد على نظرية تحكيم الأسعار (الترجيح)، وتراعي هذه الطريقة الحديثة معدل العائد والمخاطرة بشكل كبير¹.

وتوجد العديد من الأساليب المزدوجة لقياس أداء الصناديق نذكر من بينها:

1.2 نموذج شارب (أسلوب المخاطر الكلية)

قدم وليم شارب (Sharpe 1966) هذا المؤشر لقياس أداء صناديق الاستثمار، وهو مقياس مركب يقوم على أساس العائد والخطر عند تقييم أداء الصندوق، وأطلق عليه (المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد)، ويقوم مقياس شارب على عدة نقاط هي: معدل العائد الخالي من المخاطر، متوسط معدل العائد للصندوق، المخاطر الكلية للصندوق مقاسا بدلالة δ الانحراف المعياري².
وبذلك يقاس مؤشر شارب لكل صندوق كما يلي³:

$$S = \frac{R_p - R_f}{\delta p}$$

حيث:

S: تمثل مؤشر شارب

R_p: معدل العائد على الاستثمار للصندوق

R_f: معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر

δp : يمثل الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمارات للصندوق، وهو يعبر عن المخاطر الكلية للاستثمارات الصندوق.

2.2 نموذج ترينور (أسلوب المخاطر المنتظمة)

يقوم هذا النموذج على فكرة أن المستثمر العادي يمكنه من خلال التنوع البسيط في الأوراق المالية المختارة أن يتخلص كلية من المخاطر غير المنتظمة، انطلاقاً من هذه القاعدة يمكن لإدارة الصندوق أن تشكل مكوناته بطريقة تجعلها تنطوي فقط على المخاطر المنتظمة؛ أي التنوع الجيد للمحفظة وبالتالي

¹ وداد بوحلاسة، مرجع سبق ذكره، ص 95.

² حاج قويدر قورين وآخرون، "تقييم أداء صناديق الاستثمار وفق المؤشرات المركبة- دراسة حالة سوق الكويت للأوراق

المالية-"، مجلة المعيار، العدد 2، المجلد 10، المركز الجامعي تيسمسيلت، جوان 2019، ص 142.

³ المرجع نفسه، ص 142.

القضاء على المخاطر غير المنتظمة، وعليه يتم فقط قياس المخاطر النظامية باستخدام معامل β كمقياس لمخاطر المحفظة بدلا من الانحراف المعياري الذي يقيس المخاطر الكلية للمحفظة¹. ويمكن حساب معادلة النموذج على النحو التالي²:

$$T = \frac{R_p - R_f}{\beta}$$

حيث:

T : تمثل قيمة المؤشر

R_p : معدل العائد على الاستثمار للصندوق

R_f : معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر

أما β فيحسب بالمعادلة التالية:

$$\beta = \frac{cov R_p R_m}{\delta^2 m}$$

حيث:

R_m : تمثل عائد السوق

δm : الانحراف المعياري لعائد السوق

β : مقياس مخاطر السوق

2.3 نموذج جنسن

تقوم فكرة هذا النموذج المعروف بـ"معامل ألفا" على إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد وذلك كما يلي³:
- المقدار الأول: يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي؛

¹ منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال-الأوراق المالية وصناديق الاستثمار-"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص174.

² جهاد بوضياف، مرجع سبق ذكره، ص ص143، 144.

³ عمر عبو، "الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار - دراسة تجارب دولية-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسينية بن بوعلي الشلف، 2016، ص162.

الفصل الثالث: الإطار العملي لصناديق الاستثمار الإسلامية ودورها على مستوى سوق الأوراق المالية

- المقدار الثاني: فيتمثل في حاصل ضرب المعامل β في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، والتي يطلق عليها علاوة مخاطر السوق. ويقوم هذا النموذج يقوم على الفكرة الأساسية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، والذي يفرض وجود دالة خطية بين العائد والمخاطرة. وتقدر معادلة هذا النموذج كما يلي¹:

$$\alpha = (R_p - R_f) - \beta(R_m - R_f)$$

حيث:

R_p : عائد الصندوق

R_f : معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر

R_m : تمثل عائد السوق

وتشير المعادلة إلى أن معامل α إما أن يكون موجبا، ويشير ذلك إلى الأداء الجيد للصندوق أو أن يكون سالبا ويشير ذلك إلى الأداء السيئ للصندوق، أما إذا كان معامل α يساوي الصفر فيشير ذلك إلى عائد التوازن، حيث لا يختلف في الواقع عائد المحفظة عن عائد السوق. وفي ما يلي تلخيص لأبرز ما يميز الأساليب المزدوجة لقياس أداء الصناديق الاستثمارية وأهم أهداف كل أسلوب

جدول رقم(4): أبرز الأساليب المزدوجة لقياس أداء صناديق الاستثمار

المقياس	السنة	الصيغة الرياضية	هدف المقياس
شارب	1966	$S = \frac{R_p - R_f}{\delta p}$	مقياس العائد الإضافي (بعد خصم العائد الخالي من المخاطر من المخاطر) نسبة للمخاطر الكلية للصندوق
ترينور	1965	$T = \frac{R_p - R_f}{\beta}$	مقياس لمخاطر الصندوق المرتبطة بالسوق، يوضح المدى الذي يتغير فيه عائد الصندوق مقارنة بعائد السوق

¹ عمر عبو، مرجع سبق ذكره، ص163.

الفصل الثالث: الإطار العملي لصناديق الاستثمار الإسلامية ودورها على مستوى سوق الأوراق المالية

هو الفارق بين العائد الفعلي للصندوق والعائد المتوقع له بناء على نسبة المخاطرة التي يتحملها ويتمثل بالعوائد الزائدة الناتجة من الاستثمار، وكلما كان معامل α أعلى كان الصندوق أفضل أداء	$\alpha = (R_p - R_f) - \beta(R_m - R_f)$	1968	جنسن
--	---	------	------

المصدر: بدر الزمان خمقاني، "اختبار نجاعة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة لإستراتيجية مخاطرة عالية -

حالات مختارة من السوق المالية السعودي خلال الفترة 2008 - 2017"، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 10،

العدد 1 (مكرر)، الجزء 1، جامعة ابن باديس مستغانم، جانفي 2020، ص ص 245، 246.

المبحث الثاني: مخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية وآلية تطبيق الرقابة عليها

تواجه صناديق الاستثمار الإسلامية - مثلها مثل صناديق الاستثمار التقليدية والمؤسسات المالية الأخرى- العديد من المخاطر التي تؤثر على أدائها لنشاطها بأفضل كفاءة، لذلك وجب البحث عن أساليب لمجابهة هذه المخاطر، وتعتبر معايير الرقابة الشرعية أهم رقيب لمعاملات صناديق الاستثمار الإسلامية ومعيار مهم لمعرفة مدى التزام الصندوق بمعايير الشريعة الإسلامية.

المطلب الأول: مفهوم المخاطر في صناديق الاستثمار الإسلامية

عموما تعرّف المخاطر بأنها: " حالة عدم اليقين المرتبطة بأي نشاط كان، مما يؤدي بالضرورة إلى خسارة في الأموال"¹.

وتعرّف أيضا بأنها: " عدم المعرفة الأكيدة بنتائج الأحداث، وهو حالة عدم التأكد أو الشك أو الخوف من تحقق ظاهرة معينة أو موقف معين، بالنظر لما قد يترتب عليه من نتائج ضارة من الناحية المالية أو الاقتصادية"².

انطلاقاً من ذلك يمكن تعريف المخاطر التي تواجه صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها: تلك المخاطر التي تنطوي على انخفاض نتائج استثمارات الصندوق بسبب الظروف التي تواجه السوق بأكمله أو نتيجة لظروف خاصة قد يواجهها الصندوق نفسه، وتنعكس بصفة مباشرة على المستثمرين فيه. تجدر الإشارة أن مفهوم المخاطر في صناديق الاستثمار الإسلامية يمكن أن يكون أوسع مما ذكرنا أعلاه وذلك من خلال: "إدخال الجوانب الشرعية المتعلقة بنشاط الصناديق في قياس المخاطر(الرقابة الشرعية) وذلك راجع لاحتمال تعلق المخاطر أحيانا بالمخالفات الشرعية التي يقع فيها مدير الصندوق، وهو ما قد يؤدي إلى اكتساب ربح غير مشروع يلزم المستثمر التخلص منه فيؤدي ذلك إلى انخفاض قيمة استثماره وبالتالي عدم تحقيقه أهدافه الاستثمارية"³.

¹ Naseem A Rahahleh, M.Ishak Bhatti, Faridah Najuna Misman, « **Developments in risk management in Islamic finance** », journal of risk financial management, vol12(1),37,2019, P09.

² عبد السلام مخلوفي وسعاد يوسفوي، "إدارة المخاطر في الصناعة المالية الإسلامية"، مجلة معارف، العدد17، جامعة البويرة، ديسمبر 2014، ص ص119، 120.

³ نورالدين بوشلاغم، "دراسة مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة وهران2، 2013، ص103.

المطلب الثاني: أنواع المخاطر التي تواجه صناديق الاستثمار الإسلامية

يواجه المستثمر في صناديق الاستثمار الإسلامية العديد من المخاطر، منها المخاطر المباشرة؛ وهي مخاطر الاستثمار في الصندوق ومخاطر مدير الصندوق، ومخاطر غير مباشرة؛ وهي المخاطر التي يواجهها الصندوق نفسه والتي تنعكس بصورة غير مباشرة على ذلك المستثمر، إضافة إلى مخاطر أخرى تتعلق بصيغ الاستثمار الإسلامي المطبقة في الصندوق.

الفرع الأول: المخاطر المباشرة

تنقسم المخاطر المباشرة التي تعترض نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية إلى :

1. مخاطر الصندوق: ويقصد بها تلك المكارِه التي يتعرض لها الصندوق ومن ثم تؤدي إلى فقدان المستثمر لجزء من قيمة استثماراته، وتتمثل في¹:

1.1 مخاطر التقلبات الاستثمارية: وهي أكثر ما يتعرض له الاستثمار في الصناديق بارتفاع قيمة الأصول أو انخفاضها مما يؤدي إلى التأثير سلباً أو إيجاباً على حصة المستثمر، وتختلف هذه التقلبات باختلاف نوعية الصناديق، فالصناديق التي تستثمر في الأسهم تكون تقلباتها عموماً أكثر حدة، ومن أهم هذه المخاطر نجد المخاطر السعريّة.

2.1 مخاطر التنويع: من المعلوم أن الهدف الأساسي للمستثمر في صناديق الاستثمار الإسلامية هو مزايا التنويع التي يوفرها هذا النوع من الاستثمارات، حيث يمكن للمستثمر الكبير أن يحقق التنويع بصفة مباشرة لأنه يتوفر على الحجم من الأموال الكافي لذلك، لكن المستثمر الصغير لا يملك هذا الامتياز وبالتالي لا يتأتى له الاستفادة من ميزة التنويع في استثماراته إلا من خلال الصندوق، فإذا لم يتوفر الصندوق على التنويع بالمستوى المطلوب، يتعرض المستثمر إلى احتمال انخفاض قيمة استثماره بسبب ذلك، ولهذا صنّفت مخاطر التنويع ضمن المخاطر التي قد يواجهها المستثمر في الصندوق.

3.1 مخاطر اختيار المركز: هناك بعض الصناديق التي يكون نشاطها محلياً أي تنشط في بلدها فقط، إلا أن أكثرها ينشط خارج الحدود، وفي هذه الحالة يتعرض الصندوق إلى مخاطر اختيار المراكز والتي تتضمن: مخاطر تغيير الصرف الأجنبي، (فمثلاً إذا حقق الصندوق ربحاً بالعملة الأجنبية قد لا ينعكس هذا بصفة ربح على المستثمر بعملته المحلية بسبب أسعار الصرف)، والمخاطر السياسية (كتغيير

¹ محمد علي القري، "إدارة المخاطر في صناديق الاستثمار الإسلامية"، الندوة السادسة عشرة لدلة البركة، بيروت، 24 صفر 1420 هـ، ص 7.

الحكومات)، ومخاطر عدم القدرة على نقل الأموال إلى خارج البلد الأجنبي (كما وقع في ماليزيا عندما جمدت أموال المستثمرين الأجانب).

4.1 المخاطر القانونية: تتمثل في التشريعات والقوانين المحددة لعمليات الاستثمار في كل دولة والتي لا بد من احترامها من قبل مدير الصندوق.

5.1 المخاطر المتعلقة بأمين الصندوق: أمين الصندوق يقوم بمهمة موازية للمدير وفي أكثر الأحيان يكون الأمين جهة مختلفة عن المدير، ومهمة أمين الصندوق هو حفظ الأوراق والمستندات والسيولة الفائضة أو المؤقتة وإتمام إجراءات العقود بالبيع ونحوه، ولذلك فإن نوعية الأمين وصدقه وخبرته وقدراته تؤثر على النتائج النهائية للصندوق ومن ثم فإن أي تقصير أو خطأ من أمين الصندوق أو سوء تصرف صادر عنه عن قصد أو غير قصد يمثل مخاطرة يواجهها ويتحمل نتائجها المستثمر في الصندوق.

2. مخاطر مدير الصندوق: ويقصد بها احتمال فقدان المستثمر لجزء من استثماره بسبب يتعلق بالمدير، وتتمثل هذه المخاطر أساسا في¹:

1.2 مخاطر عدم التزام المدير: تنص اتفاقية إنشاء أي صندوق على وظيفة المدير والمهام الملقاة على عاتقه، كما تنص اللوائح والقوانين المنظمة لعمل الصناديق على مسؤولية كل طرف من أطراف الصندوق، وعليه لن يتحقق للمستثمر مراده وأمله من الاستثمار في الصندوق إلا بقيام المدير بوظيفته على أكمل وجه، وإذا لم يتحقق ذلك اعتبرت هذه مخاطرة يواجهها المستثمر، ولذلك يحرص المستثمرون قبل اتخاذ قرار الاستثمار في صندوق معين على معرفة الخبرة التي يتمتع بها المدير وقوته المالية، ولهذا السبب البنوك نشط جيد في مجال إدارة الصناديق، من جهة أخرى لا بد أن يلتزم مدير صندوق الاستثمار الإسلامي بمعايير استثمارية محددة (وفق معايير وأحكام الشريعة الإسلامية) وبالإشراف الشرعي على عمله (الهيئة الشرعية)، وعليه يمكن القول أيضا أن المخاطر المتعلقة بعدم الالتزام الشرعي تمثل جزءا من هذا القسم من المخاطر (مخاطر عدم التزام المدير).

2.2 أخطاء المدير وسوء تصرفه: وأخطاء موظفيه وإهمالهم وسوء تصرفهم حيث يمكن أن تكون هناك تأمينات ضد بعض التصرفات السيئة كالسرقة مثلا.

3.2 خيانة المدير للأمانة: يجب على المدير أن يتحلى بقدر عال من الأمانة فإن حدث وأن خان الأمانة، أو اعتمد على غيره مثلا في الإدارة دون إذن من المستثمرين أو سعى للثراء على حسابهم أو نافسهم في ذلك، فكل ذلك مخاطر يواجهها المستثمر.

¹ هشام كامل قشوط، مرجع سبق ذكره، ص ص 247، 248.

4.2 عدم وجود الصلاحيات الكافية لدى المدير للتصرف: الصندوق هو شخصية اعتبارية لها مجلس إدارة تقوم بالتعاقد مع المدير لإدارة الصندوق، وتعيّن له حدود التصرف والصلاحيات التي تراها مناسبة، وهو يتصرف ضمن ذلك، ففي حالة ما إذا كانت هذه الصلاحيات غير ملائمة أو غير كافية يعجز المدير عن أداء وظيفته بالشكل الذي يتوقعه المستثمر.

الفرع الثاني: المخاطر غير المباشرة

وهي تلك المخاطر التي يواجهها الصندوق في تعامله مع الجهات الأخرى، ويمكن تلخيص أهم هذه المخاطر من خلال ما يأتي:

1. **المخاطر الائتمانية:** تبرز هذه المخاطر أساساً لدى الصناديق التي تستثمر أموالها وفق صيغة البيوع (المرابحة والاستصناع مثلاً)، ويقصد بها تلك المخاطر الناجمة عن إخفاق طرف ما وعدم مقدرة على الوفاء بالتزاماته مما يسبب حدوث خسارة مالية للطرف الآخر، والخطر الائتماني هنا يتمثل أساساً في عدم قدرة الطرف الآخر على دفع المستحقات المترتبة عليه في الوقت المحدد (المتفق عليه) أو عدم مقدرة على السداد نهائياً، وهو ما ينعكس بآثار سلبية على أسعار وحدات الصندوق.

2. **المخاطر التجارية:** مثل مخاطر تغيرات أسعار السلع.

3. **مخاطر السيولة:** يحتاج الصندوق إلى بيع بعض أو كل أصوله في وقت من الأوقات قد يكون ذلك جزءاً من إجراءات المعتادة لغرض إعادة تكوين المحفظة أو لتوفير سيولة جاهزة لغرض الاسترداد، وقد يكون ذلك في حالات الطوارئ أو عند تصفية الصندوق وفي كل الأحوال هناك احتمال أن لا يجد المدير من يشتري هذه الأصول عند الحاجة إلى بيعها، فيواجه مشكلة السيولة، فهذه مخاطرة قد يواجهها أي صندوق استثماري والمعتاد في هكذا حالات هو تبني إجراءات احتياطية مثل الاتفاق مع أمين الاستثمار على الاقتراض منه عند الحاجة¹.

الفرع الثالث: مخاطر صيغ الاستثمار المطبقة في الصندوق

يمكن تلخيص المخاطر المرتبطة بصيغ الاستثمار المطبقة في الصندوق في ما يلي²:

1. **مخاطر عقد المربحة:** يمكن إيجاز أهم مخاطر صيغة المربحة في النقاط التالية:

- تأجيل السداد عمداً لعدم وجود عقوبات تأخير أو عدم التسديد لإفلاس وإعسار المستثمر؛
- مخاطر رفض السلعة لوجود عيب فيها؛

¹ هشام كامل قشوط، مرجع سبق ذكره، ص 248.

² فتيحة كحلي، مرجع سبق ذكره، ص 85، 86.

- مخاطر تعرض السلعة للتلف وهي ما تزال ملكا للصندوق.
- 2. **مخاطر عقد السلم:** يمكن تلخيص أهم مخاطر عقد السلم في:
 - عدم تغطية العائد من السلم للتكلفة؛
 - مخاطر الاحتفاظ بالسلعة عند تسليمها قبل الوقت المتفق عليه والصندوق ملزم بالاستلام، وهنا يتحمل الصندوق المخاطر المترتبة على ذلك (تكلفة التخزين، التأمين، التلف..).
- 3. **مخاطر عقد الاستصناع:** من أهم هذه المخاطر نجد:
 - تقلبات الأسعار بعد تحديدها في عقد الاستصناع؛
 - تأخر الصانع في تسليم البضاعة إذا كان الصندوق مستصنعا؛
 - تأخر المقاول أو المنتج في تسليم البضاعة إذا كان الصندوق صانعا؛
 - تلف البضاعة تحت يد الصندوق قبل تسليمها للمستصنع.
- 4. **مخاطر متعلقة بالمضاربة والمشاركة:** من أهم مخاطر عقدي المضاربة والمشاركة ما يأتي:
 - المخاطر الناتجة عن عدم دفع الشريك نصيب الصندوق من الأرباح أو التأخير في دفعها؛
 - المخاطر الناتجة عن ضعف الأداء من جانب الشريك أو عدم دراسة المشروع دراسة جيدة؛
 - المخاطر الناتجة عن تلف البضاعة تحت يد المضارب؛
 - المخاطر الناتجة عن خسارة الشركة أو كون الربح الفعلي أقل من المتوقع.
- 5. **مخاطر عقد الإجارة:** تتمثل أهمها في:
 - يتحمل الصندوق المؤجر عند شراء العين لتأجيرها كل الأعباء، ومنها ضمان العين المملوكة، تكلفة الصيانة... الخ؛
 - تحمل مخاطر تقادم الأصل تكنولوجياً.

المطلب الثالث: أهمية تطبيق الرقابة الشرعية على معاملات الصناديق الاستثمارية

تخضع صناديق الاستثمار الإسلامية لمعايير رقابية على مختلف عملياتها، ولكنها تتميز عن غيرها من الصناديق التقليدية بخضوع أنشطتها للرقابة الشرعية لمعرفة مدى التزام الصندوق بمعايير الشريعة الإسلامية وعدم وقوعه في أي محذور شرعي.

الفرع الأول: مفهوم الرقابة الشرعية

الرقابة الشرعية بصفة عامة يُقصد بها: "فحص مدى التزام المؤسسة المالية بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع أنشطتها، ويشمل الفحص العقود، والاتفاقيات والسياسات والمنتجات والمعاملات وعقود التأسيس والنظم الأساسية".¹

أما الرقابة الشرعية على الصناديق الاستثمارية الإسلامية فتتمثل في: "متابعة ومراجعة وفحص وتقييم كافة المعاملات والتصرفات والأعمال التي تقوم بها تلك الصناديق للاطمئنان من أنها تتم وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وكذلك طبقاً للفتاوى والقرارات والتوصيات المعاصرة الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات ومجالس الفتوى، وبيان المخالفات وتحليل أسبابه ثم تقديم المعالجات الشرعية لها مقرونة بالتوصيات والإرشادات اللازمة لتطوير الضبط الشرعي على الأفضل، وذلك بتقديم تقارير دورية تثبت ما إذا كانت إدارة الصندوق قد التزمت في معاملاتها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية".²

ويتولى الرقابة الشرعية في صناديق الاستثمار الإسلامية هيئة الرقابة والتي تعين في الصندوق وفقاً لضوابط شرعية وقانونية ووفقاً للوائح خاصة. وتعدّ هذه الهيئة هي الجهاز المخول لمراقبة مدى التزام الصندوق الاستثماري بأحكام الشريعة الإسلامية في نشاطه الاستثماري، فهي تضم لجنة من الفقهاء والمتخصصين في المعاملات المالية والشرعية، وتقوم بوضع مجموعة من الضوابط الشرعية المستمدة من أحكام الشريعة الإسلامية، حيث يكون صندوق الاستثمار الإسلامي ملزم باتباع هذه الضوابط في مختلف عملياته الاستثمارية.

¹ هشام أحمد عبد الحي، مرجع سبق ذكره، ص 383.

² نور الدين كروش وآخرون، "دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تحسين أداء البنوك الإسلامية"، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، العدد 1، المجلد 5، جامعة البويرة، جوان 2020، ص 6.

وعرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية* هيئة الرقابة الشرعية بأنها: "جهاز مستقل من الفقهاء المتخصصين في فقه المعاملات، ويجوز أن يكون أحد الأعضاء من غير الفقهاء على أن يكون من المتخصصين في مجال المؤسسات المالية الإسلامية وله إمام بفقه المعاملات¹، وتقوم هيئة الرقابة الشرعية بمتابعة نشاطات المؤسسة المالية ومراقبتها والإشراف عليها للتأكد من مطابقتها لأحكام الشريعة الإسلامية، وبالتالي فإن أي فتوى أو أي قرار تصدره هذه الهيئة يكون ملزم للمؤسسة المالية.

وقد أكّدت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على وجوب قيام كل مؤسسة مالية إسلامية بتعيين هيئة رقابية شرعية يعينها المساهمون في الاجتماع السنوي للجمعية العمومية وذلك بناء على توصية من مجلس الإدارة، مع مراعاة القوانين والأنظمة المحلية ويحق للمساهمين تفويض مجلس الإدارة بتحديد المكافأة لهيئة الرقابة الشرعية².

الفرع الثاني: أهمية الرقابة الشرعية والمالية على معاملات الصناديق

بسبب تعدد وتشعب العلاقات بين أطراف صندوق الاستثمار الإسلامي يجب أن تخضع نشاطات هذا الأخير للرقابة الشرعية والمالية من أجل الحفاظ على مصداقية سير المعاملات من كل النواحي، الشرعية والقانونية والاستثمارية وغيرها، وعليه يجب أن يكون هناك إطار متكامل لنظم الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية يحكمه التنسيق والتعاون والتكامل. وتبرز أهمية الرقابة الشرعية والمالية لمعاملات صندوق الاستثمار الإسلامي من خلال النقاط التالية³:

- التأكد من التزام الصندوق بأحكام الشريعة الإسلامية.
- التأكد من السلامة القانونية لمعاملات وعقود الصندوق وأنها تتم وفقاً للقوانين والقرارات والتعليمات الواردة من الجهات المختصة مثل: هيئة سوق المال ومؤسسة النقد (البنك المركزي) وغيرها من المؤسسات وهي تختلف من دولة لأخرى.

* هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية: هي منظمة دولية غير هادفة للربح تقوم بإعداد وإصدار معايير المحاسبة المالية والمراجعة والضبط وأخلاقيات العمل والمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية خاصة والصناعة المصرفية والمالية الإسلامية بصفة عامة.

¹ أحمد مصطفى لطفي، "الرقابة على المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، ط1، دار الفكر والقانون، المنصورة، 2013، ص59.

² نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح، مرجع سبق ذكره، ص30.

³ حسين حسين شحاتة، مرجع سبق ذكره، ص19، 20.

- ضرورة الاطمئنان من أن أموال المشتركين قد جمعت على أسس صحيحة ووظفت طبقاً لأسس ومعايير وصيغ التمويل والاستثمار الإسلامي.
- ضرورة الاطمئنان من أن عمليات القبض والصرف والإيداع والسحب وغيرها من العمليات، قد تمت مراجعتها مستندياً وحسابياً ومحاسبياً طبقاً للوائح.
- التأكد من صحة القياس والإفصاح المحاسبي عن الحقوق المالية لأطراف الصندوق، والتأكد من سلامة المركز المالي ونتائج الأعمال وتوزيعها وفق ما تتطلبه الشروط.
- ضرورة تقويم الأداء على فترات قصيرة وكذلك تحديد صافي قيمة الوحدة الاستثمارية لمساعدة المشتركين لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الإبقاء أو التخارج.

الفرع الثالث: مجالات الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية

- تخضع كافة معاملات وعمليات صناديق الاستثمار الإسلامية للرقابة الشرعية والتي تتمثل في الآتي¹:
- الرقابة الشرعية على عمليات إصدار الوحدات الاستثمارية للتأكد من استيفاء شروط عقد المضاربة من الناحية الشرعية وأنه لا يتضمن أي بنود غير جائزة شرعاً، ويجب على هيئة الرقابة الشرعية القيام بعملية التدقيق قبل الإصدار لمراجعة شروطه.
 - التدقيق الشرعي على عمليات شراء الأوراق المالية وتكوين محفظتها، والتأكد من أنها لا تتضمن أي أوراق محرمة شرعاً، وكذلك التدقيق الشرعي على عمليات الاستثمار في مشروعات استثمارية مباشرة والتأكد من أنها تتم وفقاً لصيغ ومعايير الاستثمار الإسلامي.
 - التدقيق الشرعي على عمليات التقويم الدوري لقيمة الوحدات الاستثمارية، والاطمئنان من أنه قد اتبعت الأسس والمعايير الشرعية والمحاسبية الإسلامية ولاسيما الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.
 - التدقيق الشرعي على عمليات استبدال الوحدات الاستثمارية والاطمئنان من أنها قد تمت وفقاً للمعايير الشرعية والأسس المحاسبية الصادرة عن الهيئة.
 - التدقيق الشرعي على عمليات تحديد وقياس أرباح وخسائر نشاط الصندوق والتأكد من أن التوزيع قد تم وفقاً لشروط عقود المضاربة والوكالة.
 - التأكد من شرعية الإيرادات والتأكد من أنها لا تتضمن أي كسب حرام أو خبيث، وإن وجد فقد جُنّب

¹ محمد عبد الله شاهين، "صناديق الاستثمار العمود الفقري للأسواق المالية"، ط1، دار يافا للنشر والتوزيع، عمان، 2019، ص ص 241، 242.

- في حساب مستقل تمهيداً للتخلص منه في وجوه الخير حسب الفتاوى الشرعية الصادرة في هذا الشأن؛
- التأكد من شرعية النفقات، وأنها لا تتضمن بنود إسراف أو تبذير أو ترف أو بنود لا تخص نشاط الصندوق.
- التأكد من شرعية القرارات الإدارية والسياسات الإستراتيجية المختلفة للتأكد من أنها تتفق مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وأنها لا تتضمن أي أمر يخالف شرع الله.
- الاطمئنان من التزام العاملين بالصندوق بالقيم والأخلاق والسلوكيات الإسلامية.
- ورغم أهمية الرقابة الشرعية وفوائدها الجمة في مراقبة عمل صناديق الاستثمار الإسلامية وفق الأحكام الشرعية، إلا أن هذه العملية في حد ذاتها يمكن أن تواجه مجموعة من المخاطر التي يمكن أن تؤثر على نتائجها.

الفرع الرابع: مخاطر الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية

- في بعض الحالات الاستثنائية قد يواجه الصندوق بعض المخاطر والناجمة أساساً على عدم اعتماد الرقابة الشرعية على أكمل وجه، وفي ما يلي أهم المخاطر التي قد تتجم عن عملية الرقابة الشرعية على الصناديق الإسلامية¹:
- قلة عدد الفقهاء المتخصصين في مجال المعاملات المالية الإسلامية والمسائل الاقتصادية الحديثة، مما يؤدي إلى عدم تصور واضح لهذه المسائل ومن ثم صعوبة الوصول للحكم الشرعي الصحيح فيها، وكذلك التطور السريع والكبير في المعاملات الاقتصادية وصعوبة متابعتها بالفتوى وبيان الحكم الشرعي.
 - عدم الاستجابة السريعة لقرارات الهيئة من قبل إدارة الصندوق، وهذا الأمر سيؤدي إلى استمرار وجود المخالفات الشرعية والاعتقاد عليها من قبل الموظفين ويقود في نهاية الأمر إلى رقابة شرعية صورية لا معنى لها.
 - الضغوط التي تمارسها إدارة الصندوق على الهيئة لإباحة بعض التصرفات وقد تعتمد الإدارة على عدم إمام الهيئة الكامل بدقائق المعاملات اليومية للصندوق.
 - ضيق اختصاصات الهيئة، فيقتصر دورها في أغلب الأحيان على صورة سؤال وجواب، ثم لا تقوم بتقويم الأخطاء، وتقديم البديل الشرعي، وتصبح بذلك واجهة شرعية تكمل بقية الواجهات لإضفاء الصيغة الشرعية على الصندوق ودعاية أمام جمهور المسلمين.

¹ فتيحة كحلي، مرجع سبق ذكره، ص 86.

المطلب الرابع: التحديات التي تواجه عمل صناديق الاستثمار الإسلامية

رغم نجاح تجربة صناديق الاستثمار الإسلامية إلا أنها وكغيرها من المؤسسات المالية تواجه بعض التحديات نذكر منها ما يلي¹:

- ضعف الثقة بالاقتصاد العالمي والمؤسسات المالية عموماً.
- الإقبال الكثيف من المؤسسات المالية الربوية والحكومات الأجنبية على استقطاب الأموال تحت مسميات إسلامية بحيث تنتهي هذه الأموال في النظام المالي الربوي الذي وجد التمويل الإسلامي بديلاً عنه.
- ضعف الإمكانيات الفنية والبشرية لدى المؤسسات المالية الإسلامية لتشغيل أموال الصناديق التي تديرها بشكل كفؤ ومنافس للمؤسسات المالية الربوية.
- إتباع المصارف الإسلامية للتقنيات والمنتجات الغربية أكثر من اعتمادها على وضع منتجات محلية شرعية.
- محاولة الكثير من صناديق الاستثمار الإسلامية تجاوز بعض الضوابط الشرعية باللجوء إلى التعامل بالهامش الربحي أو البيع على المكشوف.
- مساهمتها السلبية في تمويل التنمية في الدول الإسلامية لأنها تتوجه نحو أسواق المال في الدول المتقدمة وتحرم منها الدول الإسلامية.
- تساهم القيود الشرعية الواجب مراعاتها في هذه الصناديق في التأثير على جانب المنافسة في السوق المالي.
- إن كثيراً من هذه الصناديق لا يزال غير متوافق بصورة تامة مع المتطلبات الأساسية الشرعية.

¹ بالاعتماد على:

- منى محمد الحسيني عمار، "دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير الأسواق المالية"، مجلة أماراباك، المجلد 5، العدد 13، الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، 2014، ص 98.
- نور الدين كروش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 10.

المبحث الثالث: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية والاقتصاد ككل

تقدّم صناديق الاستثمار الإسلامية مزايا مهمة وفوائد كثيرة؛ سواء للأفراد المستثمرين أو الجهات المؤسسة لها - والتي من أهمها المصارف الإسلامية- أو على المستوى الكلي سواء الاقتصاد الكلي أو على مستوى سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: المزايا التي تقدّمها صناديق الاستثمار الإسلامية للمستثمرين الأفراد

أثبت الاستثمار من خلال صناديق الاستثمار الإسلامية كفاءة عالية في توفير الفرص الاستثمارية المناسبة لتشغيل أموال مختلف شرائح المستثمرين، خاصة أصحاب المدخرات الصغيرة منهم، وبشكل يحقق طموحاتهم في استثمار يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية مع توفير حد أدنى من الحماية لأموالهم من المخاطر الاستثمارية، لذلك يعتبر الاستثمار في الصناديق الإسلامية حلا جيدا للمستثمرين أصحاب المدخرات الصغيرة نسبيا. الذين لا يملكون الخبرة الكافية في ما يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية، فيقوم الصندوق بما يتيح للمستثمرين من معلومات وبفضل إدارته الكفؤة بكسب ثقة المستثمر ويتحمل المسؤولية لإدارة استثمارات مكنتيه¹.

وفي ما يلي أهم الفوائد والمزايا التي تقدّمها صناديق الاستثمار الإسلامية للمستثمرين²:

- توفير إمكانية أكبر للمستثمرين للاستفادة من التنوع الاستثماري والتقليل من مخاطر الاستثمار، إذ تقوم الصناديق بتوزيع الاستثمارات على عدد كبير من الأدوات الاستثمارية وعدد كبير من المؤسسات التي يتم اختيارها وانتقاؤها بشكل فني دقيق.
- الصناديق أكثر قوة من المستثمر العادي في انتقاء الاستثمارات المناسبة وتوقيت البيع والشراء وفقا للظروف المناسبة، وبالتالي فهي قادرة على زيادة العائد على الاستثمار.
- تعفي المستثمرين من تحمل عناء إدارة الاستثمارات وبالتالي التفرغ لأعمالهم اليومية.

¹ مصطفى مختاري وعلي قرود، "صناديق الاستثمار الإسلامية كآلية لاستقطاب وتوظيف الأموال الجامدة"، المنتدى الوطني "دور البنوك الإسلامية في تعبئة الادخارات النقدية في ظل الأزمة المالية الحالية بالتركيز على حالة الجزائر واقع وآفاق"، جامعة يحي فارس المدية، 2016/12/01، ص 11.

² بالاعتماد على:

- صلاح الدين شريط، "أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 143، 144.
- حسن بن غالب بن حسن دائلة، "الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية"، ج1، مرجع سبق ذكره، ص 106-109.
- أشرف محمد دوابة، مرجع سبق ذكره، ص 68.
- ياسر نصر الله محمد، مرجع سبق ذكره، ص 75.

- لها القدرة على تجميع المدخرات وتوجيهها نحو فرص استثمارية جيدة، يصعب على الأفراد أو المؤسسات الصغيرة القيام بها، لأن الصناديق بموجب المبالغ الضخمة المدفوعة لديها القدرة على الدخول في مشاريع كبيرة ذات عائد مرتفع، ولا يستطيع القيام بمتطلبات ذلك إلا خبراء متخصصون، وعملها يرتكز على أساس توزيع المهام بين جميع الأطراف، وكل جهة مسؤولة عن عملها ومراقبة على الجهة الأخرى، وتخضع هذه الجهات لتعليمات وإشراف الجهات الرقابية.
- توفر عنصر الأمان للمستثمر فهو يترك مسؤولية استثمار أمواله للصندوق نتيجة لما يتميز به هذا الأخير من توفر محترفين متخصصين وجهات متعددة تساهم في تأسيسه وإدارته وجهات رقابية تنظم عمله.
- تمكين وإعطاء الفرصة لصغار المستثمرين للدخول للسوق المالي والاستثمار فيه والاستفادة من أرباحه وميزاته لأنه كان حكرا فقط على كبار المستثمرين.
- السيولة: تعد السيولة أكثر العناصر أهمية بالنسبة للمستثمرين، فمتى ما احتاج المستثمر في الصندوق إلى تسيل وحداته فإنه لا يقابل أدنى صعوبة في ذلك، في وقت وجيز وبأقل التكاليف.
- انخفاض مستوى المخاطرة: حيث أن المستثمر في الصندوق يعتبر مالكا مقابل أمواله لحصة شائعة في الصندوق حيث يعتمد المستثمر في استثماره على مبدأ التنويع وفقا للقاعدة التي تقول (لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة).
- يمكن للمستثمرين في صناديق الاستثمار الاستفادة من الوفرة في عمولات السماسرة أو الوكالات عند شراء الصندوق للحصص الممكنة لهم، ذلك أن صناديق الاستثمار التي تتميز بكبر حجمها عادة ما تقوم بشراء أو بيع عدد كبير من الأوراق المالية وبالتالي فإن نسبة العمولة المدفوعة لوسطاء التداول تكون أقل من تلك التي يدفعها المستثمر الفرد.

المطلب الثاني: المزايا التي تقدمها صناديق الاستثمار الإسلامية للمؤسسين

تستفيد الجهة المؤسسة لصناديق الاستثمار الإسلامية سواء كانت مصرفاً إسلامياً أو أية مؤسسة مالية أو شركة أخرى من عدة مزايا وفوائد تتمثل في¹:

- جذب وتجميع مدخرات الأفراد لديها: حيث أن الجهة المؤسسة لصناديق الاستثمار الإسلامية هي موضع ثقة العملاء والمستثمرين، وبتأسيسها لتلك الصناديق فإنها تتيح الفرصة أمام المستثمرين بكافة فئاتهم لتشغيل مدخراتهم التي قد تكون جامدة لعدم إمكانية المستثمر الفرد من استثمارها لوحده، ومن ثم يمكن توجيه الأموال المجمعة من المستثمرين إلى الأدوات الاستثمارية المناسبة، وبالتالي تحقيق عوائد مجزية.

- التمكين من الدخول في استثمارات متنوعة ومواكبة لتطورات الاستثمار في المجال المحلي والعالمية، لأنه بموجب السماح للمؤسسين بتأسيس صناديق استثمارية يفتح المجال أمامهم لاستقطاب أموال المستثمرين، ويمكنهم من تحصيل مبالغ كبيرة بغرض الاستثمار في فرص استثمارية متنوعة وكبيرة لدرجة تعجز معها قدرة الأفراد أو المؤسسات الصغيرة عن منافسة الصناديق، ومن هنا استأثرت بفرص كان من نتائجها الأرباح المتميزة التي أسفرت عنها تجربة الصناديق.

- تحقيق عمولات الاستثمار، إذ تقوم بإدارة تلك الصناديق مقابل عمولات معينة وقد تكون تلك العمولات محددة أو في صورة نسبة معينة من إجمالي الأصول، أو نسبة من الأرباح التي تتحقق من استثمارات أموال الصناديق، وذلك حسب نوع الصندوق الاستثماري وطريقة التعاقد.

- الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة أو الإدارة المتخصصة في صناديق الاستثمار الإسلامية بحيث تدار هذه الأخيرة من قبل متخصصين ومحترفين في الاستثمار يتمتعون بخبرات كبيرة في هذا المجال المهني.

- الإعلان والترويج: حيث أنه بمجرد الإعلان عن تأسيس صندوق معين هو في حد ذاته دعاية وإعلان يخدم سمعة مؤسسه ويروج لنشاطاتهم، وبالتالي يعتبر عاملاً مهماً في زيادة الإقبال عليها ويتيح لها فرصة الجذب والتعامل مع عدد كبير من العملاء بشكل نشاطاتها، ويحقق لها عوائد ومنافع كثيرة.

¹ بالاعتماد على:

- صلاح الدين شريط، "دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية"، مرجع سبق ذكره، ص 172، 173.

- صبرينة عتروس، مرجع سبق ذكره، ص 156-158.

- يمكن أن تلعب صناديق الاستثمار الإسلامية المنشأة من قبل المصارف الإسلامية دورا مهما في تمويل النشاط الاستثماري طويل الأجل بهذه المصارف، أي أنه كلما توسعت المصارف الإسلامية في إنشاء صناديق استثمارية تعمل وفق مبدأ المضاربة الشرعية سيؤدي ذلك إلى زيادة جلب مدخرات المساهمين والمستثمرين واستثمارها في المجالات ذات العلاقة بالاقتصاد الحقيقي التي تعود على الجميع بالفائدة.

- تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية من بين أحدث وأنجع قنوات الاستثمار الشرعية لتعبئة المدخرات أو الفوائض المالية وتوجيهها لدفع عجلة التنمية في المجتمع الإسلامي يمكنها أن تساهم في التخفيض من مخاطر السيولة التي قد تقع فيها المصارف الإسلامية وفي نفس الوقت تبقى إمكانية تسهيلها قائمة وبأقل تكلفة، وبتكلفة تحويلية ضئيلة، ويتأتى ذلك من خلال استثمار السيولة الفائضة لدى المصارف الإسلامية وتوظيفها في المجالات الاستثمارية التي يراها مدراء الصناديق منتجة وهذا من شأنه يحافظ على استمرار المصارف الإسلامية في أداء وظيفتها على أحسن وجه هذا من جهة، وتقوية ثقة المتعاملين مع هذه المصارف وبالتالي الاستمرار في التعامل معها مستقبلا من جهة أخرى بالإضافة إلى تحقيق عوائد مناسبة لكليهما.

المطلب الثالث: دور صناديق الاستثمار الإسلامية بالنسبة لسوق الأوراق المالية

تلعب صناديق الاستثمار الإسلامية دورا هاما بالنسبة لسوق الأوراق المالية كوسيلة فعالة لتجميع المدخرات، ومن ثم فهي تحقق لها العديد من المزايا لها، والتي تتمثل في¹:

- تساهم في تنشيط حركة سوق الأوراق المالية عن طريق جذب المدخرين الصغار من جهة، ومن جهة أخرى يمكن أن تقوم هذه الصناديق بشراء تشكيلة من الأوراق المالية المتداولة في السوق مما يساهم في تنشيط حركة تلك الأسواق.

¹ بالاعتماد على:

- محمد بوجلال ومريم زابدي، "دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية- حالة سوق الأسهم السعودي-" الملتقى الدولي الثاني "آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية"، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، يومي 8 و9 ديسمبر 2013، ص 14.

- أحمد رشاد مرداسي، "دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء ودعم السوق المالية الإسلامية-دراسة حالة السوق المالية الماليزية-"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة عباس لغرور خنشلة، 2018، ص 162.

- محمد عدنان بن الضيف، "العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وأثارها التنموية"، مرجع سبق ذكره، ص 394-396.

- يمكن لصناديق الاستثمار الإسلامية طرح أدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال عرض أدوات تلك الصناديق للتداول العام- في حالة صناديق الاستثمار الإسلامية المغلقة- مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة في السوق، كما توفر هذه الصناديق الخبرة اللازمة للمستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم ولا تتوفر لديهم الخبرة اللازمة.
- 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 وأهداف الكثير من المستثمرين.
- انتظام سوق الأوراق المالية: حيث تضمن صناديق الاستثمار الإسلامية بانضمامها إلى سوق الأوراق المالية التقليل من التقلبات المفاجئة التي تحدث عادة بسبب المضاربات على الأوراق المالية، إذ أن هذه الصناديق لا تعمل بالمضاربات بل تعمل على تكوين مجموعة من الأوراق المالية الجيدة، وهو ما يساهم في تحقيق استقرار وتوازن عمليات سوق الأوراق المالية وتوفيرها للسيولة اللازمة للمستثمرين.
- تدويل سوق الأوراق المالية: حيث تساهم صناديق الاستثمار الإسلامية في التحول نحو الأسواق المالية العالمية من خلال تدويل هذه السوق الحاضنة للصناديق مستقبلا فتنشيطها وتقويتها ما هو إلا خطوة مبدئية نحو تحقيق هدف أكبر وهو تدويلها خارج الحدود.
- المحافظة على توازن سوق الأوراق المالية وزيادة كفاءتها: حيث تساهم صناديق الاستثمار الإسلامية في المحافظة على توازن السوق وزيادة كفاءته إذ يتم ذلك من خلال:
 - ✓ تتميز ردود الأفراد في سوق الأوراق المالية عادة بالانفعال الزائد وحدة التصرفات مما يسبب اهتزازات في سوق المال بينما تكون تصرفات مديري الصناديق عقلانية إلى حد كبير وتقوم على أساس علمي سليم، كما أنها قد تقوم في بعض الأحيان بدور مشابه لصانع السوق لحفظ التوازن؛
 - ✓ تقوم إدارات الصناديق بتحليل المعلومات الداخلة بدقة والتصرف بالبيع أو الشراء وفقا لتلك المعلومات مما ينعكس على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة مما يعني زيادة في كفاءة سوق الأوراق المالية.
- امتصاص وتوفير السيولة اللازمة: حيث تساهم صناديق الاستثمار الإسلامية في امتصاص السيولة من المجتمع وبالتالي خفض معدلات التضخم من جهة ومن جهة ثانية فإنها توفر السيولة اللازمة

للشركات باعتبارها تمثل قوة شرائية في سوق الأوراق المالية مما يساعد الشركات على الاتجاه للسوق لتمويل نشاطاتها بدلا من اللجوء إلى البنوك للاقتراض.

المطلب الرابع: دور صناديق الاستثمار الإسلامية بالنسبة للاقتصاد الكلي

تقوم صناديق الاستثمار الإسلامية بدور مهم على مستوى الاقتصاد الكلي للدولة من خلال المساهمة في تحريك الاستثمارات وتنشيطها وتمويل الاقتصاد.. الخ، وفيما يلي أهم المزايا والفوائد التي تقدمها صناديق الاستثمار الإسلامية للاقتصاد ككل¹:

- تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية إحدى أدوات التمويل الداخلي للاقتصاد الوطني، ولذا فإن الدول المختلفة تسعى إلى تدعيم وتنشيط هذه الصناديق بغرض المحافظة على المدخرات الوطنية من خلال توفير قنوات استثمار مأمونة.
- المساهمة في جذب رأس المال المكتنز وضخه في الاقتصاد، من خلال تحويله إلى استثمارات فعالة تسهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي، وبالتالي فهي تمثل إحدى القنوات المهمة لتحويل مدخرات الأفراد من أموال معطلة في الاقتصاد إلى أموال معطلة تساهم في رفع مستوى الاستثمار المتاحة في الاقتصاد؛ خاصة أصحاب الأموال الذين لا يريدون استثمار أموالهم عن طريق قنوات لا تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.
- صناديق الاستثمار الإسلامية أداة لتحريك الأموال الجامدة لأن مصدر التمويل لتلك الصناديق في معظمه من مدخرات أفراد القطاع الخاص، والتي قد تكون مجمدة ولا تقدم منفعة للاقتصاد، وأثبتت تجربة الصناديق دورها الفعال في تحريك تلك الأموال نحو الاستثمارات المناسبة في مختلف القطاعات الاقتصادية.

¹ بالاعتماد على:

- جهاد بوضياف ، مرجع سبق ذكره، ص ص 117، 118.
- أسامة عبد المجيد العاني، مرجع سبق ذكره ، ص 133، 134.
- محمد عدنان بن الضيف، "العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وأثارها التنموية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 395، 396.

الفصل الثالث: الإطار العملي لصناديق الاستثمار الإسلامية ودورها على مستوى سوق الأوراق المالية

- مساعدة الدولة في تحقيق أهداف برامج الإصلاح الاقتصادي وخاصة فيما يتعلق بتوسيع قاعدة الملكية عن طريق تحويل ملكية القطاع العام إلى القطاع الخاص، وكذلك تنشيط قاعدة الملكية الخاصة للمشروعات الكبيرة.
- حماية المدخرات الوطنية، حيث أنه نتيجة لقبول صناديق الاستثمار حتى المبالغ الصغرى للاستثمار يعمل على جذب المدخرات وحمايتها من التآكل الناتج عن التضخم، وانخفاض القيمة الشرائية، وذلك من خلال إيجاد قنوات استثمارية مأمونة وبعوائد مجزية.
- تساهم صناديق الاستثمار في تخفيض معدل التضخم بطريقة غير مباشرة عن طريق امتصاص السيولة النقدية من أيدي الأفراد والحد من الميل للاستهلاك.
- يعمل وجود صناديق استثمار محلية من الحد من تهريب المدخرات الوطنية واستثمارها خارج البلد.
- تساهم صناديق الاستثمار الإسلامية في جذب رؤوس الأموال الأجنبية مما يساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية.
- نظرا لمتنوع مديري الصناديق بخبرات مالية واقتصادية تدعمها الممارسات العملية والدراسة الواسعة بمتغيرات السوق، فإن إحدى أهم المزايا تكمن في مساعدة المستثمرين على ترشيد قراراتهم الاستثمارية ما سيرفع كفاءة الاستثمارات الوطنية.
- رفع المستوى المعيشي الفردي والوطني، مما تنتجه الاستثمارات التي تقوم بها الصناديق، والملاحظ من أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية أن غالبيتها تعمل وفق الاستثمار الحقيقي مما يساهم في التنمية الاقتصادية والاجتماعية وتحسين الحياة وإشاعة الرفاهية بين أفراد المجتمع.
- إذا كانت لهذه الصناديق السمعة الحسنة عالميا؛ ولما كانت لها القدرة على استقطاب الأموال الأجنبية، فإنها تعمل على تحسين ودعم الميزان التجاري للدولة، لما تقدمه من خدمات لاستقطاب العملة الصعبة نتيجة بيع أدواتها في الأسواق العالمية.
- تحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين. من مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية أنها يمكن أن تكون أداة ووسيلة لتحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين، وذلك بتسهيل نقل المدخرات من الدول الإسلامية ذات الفائض إلى الدول الإسلامية ذات العجز، والعمل على تنمية الأموال فيها مما يحقق التكافل من جهة والربح من جهة أخرى.
- تنشيط الجانب التشغيلي إذ تقوم هذه الصناديق بالاستثمار في الغالب في الجانب الحقيقي وهذا يعني فتح أبواب تشغيل جديدة حتى وإن كانت مؤقتة.

خلاصة:

مما سبق نستخلص أن صناديق الاستثمار الإسلامية هي إطار منظم يضم مجموعة من الأطراف تربط بينهم علاقات تعاقدية مختلفة تحكمها مبادئ الشريعة الإسلامية، ويتكون الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار الإسلامي عادة من: الجهة المنشأة للصندوق وقد تكون مصرفاً إسلامياً أو شركة أو حتى مجموعة من رجال الأعمال، المكتتبون في الصندوق وهم المستثمرون، مدير الصندوق، أمين الاستثمار، وكيل البيع، الهيئة الاستثمارية، جهات تسويق الوحدات الاستثمارية وهيئة الرقابة الشرعية.

تعمل الصناديق على تجميع الأموال من المدخرين على اختلاف أنواعهم (أفراد، مؤسسات.. الخ) وتقوم بتوظيفها وفق آليات استثمارية مبنية على العقود الاستثمارية المختلفة، ويساعدها في ذلك وجود إدارة منظمة ذات خبرة ودراية تنوب عن المستثمرين في إدارة استثماراتهم، بداية من قيامها بإعداد دراسة اقتصادية لنوع النشاط وتبيان جدوى الاستثمار فيه وقد يكون الاستثمار في أسهم الشركات، أو في العقارات، أو في قطاع اقتصادي آخر، ثم تجميع الأموال واستثمارها وأخيراً تقسيم الأرباح إن وجدت، وتتم إدارة الصناديق الإسلامية عادة وفق عقدي المضاربة أو الوكالة بأجر وفق ما تنص عليه نشرة الإصدار.

قد تتعرض صناديق الاستثمار الإسلامية كغيرها من المؤسسات المالية لجملة من المخاطر منها غير المباشرة، كمخاطر السوق والمخاطر الائتمانية وغيرها، والمخاطر المباشرة كمخاطر الصندوق، مخاطر مدير الصندوق، ومخاطر صيغ التمويل الإسلامي، لذلك تكتسي الرقابة وخاصة الرقابة الشرعية أهمية بالغة في مراقبة عمليات الصندوق قصد مجابهة هذه المخاطر خاصة المباشرة منها، وذلك من خلال فحص وتقويم كافة معاملات الصندوق والتأكد من مدى مطابقتها لمبادئ الشريعة الإسلامية لتجنب الوقوع في المحظورات الشرعية.

ونتيجة للعمل الذي تقوم به صناديق الاستثمار الإسلامية من جذب للمدخرات وإعادة استثمارها وإعطاء الفرصة لصغار المدخرين للدخول في استثمارات ضخمة ومتنوعة، فإنها بذلك تحقق العديد من المزايا للمستثمرين الأفراد من تحقيق للأرباح والاستفادة من دخولهم في استثمارات ضخمة ومتنوعة، وكذلك تلعب هذه الصناديق دوراً مهماً على الصعيد الكلي للاقتصاد من خلال المساهمة في زيادة الاستثمارات وهو ما يؤدي لزيادة مداخيل للدولة وزيادة الإنتاج الوطني، كما تساهم صناديق الاستثمار الإسلامية في زيادة حركة أسواق الأوراق المالية من خلال زيادة عدد المستثمرين فيها، وتنشيط السوق بفضل إضافة أدوات مالية جديدة، وهو ما يساهم في تحسين التداول في السوق ورفع معدلات أداء مؤشراتته.

الفصل الرابع:

دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق
الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء
سوق الأسهم السعودي خلال الفترة
(2009 - 2019)

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

تمهيد:

يعتبر سوق الأسهم السعودي تجربة رائدة في أسواق الأوراق المالية العربية، بفضل الجهود التي تبذلها المملكة العربية السعودية عموماً ومؤسسة النقد العربي السعودي بصفة خاصة، هذه الأخيرة تتولى من خلال إدارتها المختصة مسؤولية الإشراف والرقابة على سوق الأسهم السعودي. ومن بين الجهود المبذولة لتطوير وتدويل سوق الأسهم السعودي ربطه بكافة التقنيات الحديثة وأنظمة التداول الجديدة وتأسيس هيئة السوق المالية التي تتمثل مهامها في تنظيم عمل المستثمرين في السوق ومتابعة عمليات إدراج وتداول الأوراق المالية ومتابعة كل ما يتعلق بعمليات السوق.

يعد سوق الأسهم السعودي سابقاً إلى خوض تجربة صناديق الاستثمار، حيث أنشئ أول صندوق استثماري سنة 1979م ونجحت التجربة بنمو قطاع الصناديق الاستثمارية من سنة لأخرى، وهو مادفع بالتفكير لإنشاء صناديق استثمارية تتوافق مع الشريعة الإسلامية للمدخرين الذين يريدون استثمار أموالهم بطرق شرعية، فأنشئ أول صندوق استثماري إسلامي سنة 1987م، ثم تنامت وازدهرت تجربة صناديق الاستثمار الإسلامية في سوق الأسهم السعودي وازداد الطلب عليها، مما دفع بالكثير من المصارف الإسلامية والشركات لإنشاء صناديق جديدة تلبية للطلب المتزايد من المستثمرين على هذا الوعاء الاستثماري.

وعليه سيتم معالجة هذا الفصل من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: الملامح الرئيسية لسوق الأسهم السعودي

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية في سوق الأسهم السعودي

المبحث الثالث: تحليل وقياس أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء مؤشرات سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019).

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

المبحث الأول: الملامح الرئيسية لسوق الأسهم السعودي

تعتبر أسواق الأوراق المالية الخليجية بصفة عامة أسواقاً ناشئة ومن بين أنشط الأسواق العربية في الفترة الأخيرة، ويعتبر سوق الأسهم السعودي من أفضل الأسواق في المنطقة العربية؛ إذ تعد دعامة من دعائم الاقتصاد السعودي، ويرجع الفضل في تطورها وريادتها إلى التقنيات الحديثة التي تم إدخالها على أنظمة تداول السوق والجهود المبذولة لتطوير السوق.

المطلب الأول: المؤسسات المشكلة للنظام المالي السعودي

يعد النظام المالي في المملكة العربية السعودية أحد أكثر الأنظمة سلامة وكفاءة في الدول العربية، ويضم النظام المالي في السعودية بوجه عام المؤسسات المالية والمصرفية وسوق رأس المال، حيث تشمل هذه المؤسسات أساساً مؤسسة النقد العربي السعودي (SAMA) والمصارف التجارية ومؤسسات الإقراض المتخصصة إضافة إلى مؤسسات حكومية أخرى وشركات التأمين وبعض المؤسسات الأخرى، أما سوق رأس المال فيتمثله بصورة كبيرة سوق الأسهم.

الفرع الأول: مؤسسة النقد العربي السعودي

أنشئت مؤسسة النقد العربي السعودي - وهي المصرف المركزي في المملكة - في عهد الملك عبد العزيز بموجب مرسومين ملكيين صدرا بتاريخ 1371/07/25 هـ الموافق ل 1952/04/20 م الأول برقم 30/4/1046 وقضى بإنشاء مؤسسة النقد العربي السعودي، وأن تكون مدينة جدة مقراً لها وتفتح لها فروعاً في المدن والأماكن التي تدعو إليها الحاجة، والمرسوم الثاني برقم 30/4/1/1047 باعتماد وثيقة النظام الأساسي لمؤسسة النقد العربي السعودي الملحقة بالمرسوم والأمر بوضعها موضع التنفيذ¹، حيث أوكلت لهذه المؤسسة العديد من المهام نذكر منها²:

- تنظيم القطاعات المالية والإشراف عليها.
- إصدار وإدارة العملة الوطنية.
- وضع وتنفيذ السياسات النقدية وسياسات الاستقرار المالي.
- إدارة احتياطات البلاد من النقد الأجنبي.
- العمل على توفير أنظمة مدفوعات مبتكرة وضمان أمنها.

¹ مؤسسة النقد العربي السعودي، من الموقع: <http://www.sama.gov.sa>، تاريخ الاطلاع 2020/05/23.

² نفس المرجع السابق.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

- تقديم الخدمات المصرفية للحكومة.

- جمع وتوفير البيانات المالية والنقدية وإجراء التحليلات والأبحاث الاقتصادية.

الفرع الثاني: المصارف التجارية

حتى سنة 2019 تم إحصاء 13 مصرفاً تجارياً محلياً يزاول نشاطها بالقطاع المصرفي السعودي، مع الإشارة لسيطرة مطلقة لأربع بنوك محلية على النشاط المصرفي في السعودية بنسبة 60% وهذه البنوك هي: البنك الأهلي التجاري الذي تأسس سنة 1953م، ومصرف الراجحي الذي تأسس سنة 1957م، ومجموعة سامبا المالية 1980م، وبنك الرياض 1957م، أما فروع البنوك الأجنبية المرخصة في المملكة العربية السعودية فقد بلغت مجموع 17 بنكا (منها 4 بنوك مرخصة لكنها لم تباشر نشاطها بعد)، تقدّم البنوك العاملة في السعودية خدمات هامة ومتميزة لكل عملائها كما تدعم المعاملات المالية الإسلامية التي تحرّم التعامل بالفائدة.

وفي ما يلي قائمة للمصارف المحلية وفروع المصارف الأجنبية الناشطة في القطاع المصرفي السعودي.

جدول رقم (5): المصارف السعودية وفروع المصارف الأجنبية المرخص لها حتى سنة 2019.

المصارف المحلية	فروع المصارف الأجنبية
البنك الأهلي التجاري	بنك الإمارات دبي الوطني
البنك السعودي البريطاني	بنك البحرين الوطني
البنك السعودي الفرنسي	بنك الكويت الوطني
البنك الأول	بنك مسقط
البنك السعودي للاستثمار	دويتشه بنك
البنك العربي الوطني	بي إن بي باريبا
بنك البلاد	جي بي مورقان تشيز إن آيه
بنك الجزيرة	بنك باكستان الوطني
بنك الرياض	بنك تي سي زراعات بانكاسي
مجموعة سامبا المالية (سامبا)	بنك الصين للصناعة والتجارة
مصرف الراجحي	بنك قطر الوطني
مصرف الإنماء	بنك إم يو إف جي المحدودة
بنك الخليج الدولي - السعودية	بنك أبوظبي الأول

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

المصرف العراقي للتجارة	}	*
بنك ستاندرد تشارترد		
بنك كريديت سويس		
بنك الصين المحدود		

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على مؤسسة النقد العربي السعودي،

<http://www.sama.gov.sa>، تاريخ الاطلاع 2020/01/25.

مازالت المصارف السعودية تعمل جاهدة على تقديم خدمات عصرية وتلبية حاجيات عملائها المتزايدة، وفي ما يلي أهم الخدمات التي تقدّمها البنوك في السعودية¹:

- فتح الحسابات بمختلف أنواعها سواء: الحساب الجاري، حساب التوفير، حساب الودائع لأجل، حساب الرواتب.
- الصراف الآلي وما يوفره من خدمات مثل خدمة السحب النقدي أو الإيداع في الحساب، طلب كشف حساب،...
- خدمات الأنترنت المصرفية لتنفيذ معاملاتهم المصرفية في أي وقت ومن أي مكان.
- خدمات الهاتف المصرفي وتشمل خدمة الاستفسار عن الرصيد أو التحويل إلى حساب آخر عن طريق الهاتف،....
- خدمة الرسائل النصية القصيرة وتعتبر من أحدث الخدمات الالكترونية التي تقدمها البنوك لعملائها بحيث تتيح لهم استقبال رسائل قصيرة على الجوال الخاص بهم لمعرفة العمليات التي تمت على حساباتهم.
- خدمة سداد، صمّمت لسداد فواتير الخدمات مثل الكهرباء والهاتف وغيرها لعملاء البنك.
- خدمة القروض الشخصية وخدمة البيع بالتقسيط اللذان يكون فيهما سداد المبلغ على أقساط مع إضافة فوائد.
- الخدمات المصرفية الإسلامية كالمrabحة والإجارة، المشاركة، بطاقة الائتمان الإسلامية، الصناديق الاستثمارية الإسلامية،.. وغيرها.

* بنوك مرخصة لكنها لم تباشر نشاطها بعد.

¹ صبرينة عتروس، مرجع سبق ذكره، ص ص 170، 171.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

- خدمات الاستثمار، حيث تقدّم البنوك السعودية خدمات الاستثمار عن طريق الشركات التابعة لها والتي تتولى إدارة الخدمات والمنتجات الاستثمارية التي يوفرها البنك لعملائه.
- خدمات الخزينة مثل: عقود الصرف الأجنبي الفورية والآجلة، بيع وشراء المعادن الثمينة وغيرها؛
- توفير خطابات الضمان والحوالات.
- الاعتماد المستندي والتحصيل المستندي.
- تقديم الحلول التمويلية للشركات.
- صناديق الأمانات، بحيث توفر البنوك هذه الصناديق للعملاء لحفظ الوثائق الهامة والممتلكات.
- خدمة بطاقات الائتمان بالإضافة إلى خدمة صرف الرواتب وبطاقة الرواتب.

الفرع الثالث: مؤسسات الإقراض المتخصصة

تشكّل مؤسسات الإقراض المتخصصة قطاعاً مهماً من النظام المالي السعودي، وهي تشمل: صندوق التنمية الصناعية السعودي، والبنك الزراعي العربي السعودي، وصندوق التنمية العقارية، وصندوق الاستثمارات العامة، وبنك التسليف السعودي. ومارست المؤسسة دوراً هاماً في إنشاء هذه المؤسسات العامة، وتقدّم هذه المؤسسات القروض الطويلة الأجل لقطاعات حيوية من الاقتصاد مثل: الصناعة و الزراعة والتنمية العقارية والهن الحرة وتلبية الاحتياجات الاجتماعية مما يشجع النمو القطاعي وتنويع الاقتصاد، وتمارس هذه المؤسسات أدواراً هامة في تعزيز النمو ودعم تلك القطاعات.¹

الفرع الرابع: سوق رأس المال

بالإضافة إلى توسع دور القطاع المصرفي، بذلت الحكومة جهوداً لتطوير سوق رأس المال وخاصة سوق الأسهم، وقد بدأ تداول الأسهم بالمملكة العربية السعودية عام 1935م، وفي منتصف الثمانينات وضعت الحكومة كافة عمليات تداول الأسهم تحت إشراف مؤسسة النقد العربي السعودي، وفوضت المصارف التجارية بممارسة أعمال الوساطة في تداول الأسهم، وشهدت سوق الأسهم تطوراً كبيراً بإدخال تداول TADAWUL في أكتوبر 2001.²

¹ محمد بن سليمان الجاسر، "تطور القطاع المالي لتحقيق نمو اقتصادي أفضل"، ندوة "الرؤية المستقبلية للاقتصاد السعودي حتى عام 1440 هـ (2020م)"، وزارة التخطيط، الرياض، المملكة العربية السعودية، 19-23 أكتوبر 2002م، صص 10، 11.

² سميرة بلعيد، "دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، 2014، صص 121.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

المطلب الثاني: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي

يعد سوق الأسهم السعودي من الأسواق الناشئة التي استطاعت أن تنمو وتتطور وتصبح من بين أفضل الأسواق المالية في دول الخليج والشرق الأوسط.

الفرع الأول: نشأة سوق الأسهم السعودي ومراحل تطوره

تعود البداية التاريخية لسوق الأسهم السعودي إلى ثلاثينيات القرن الماضي حيث أنشئت أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، وهي الشركة العربية للسيارات عام 1934م، وفي عام 1954م تم طرح أسهم شركة الإسمنت العربية ثم تبعها تخصيص الحكومة السعودية لثلاث شركات كهرباء، وتتابع بعد ذلك تأسيس العديد من الشركات المساهمة الأخرى مواكبة للاحتياجات الأولية للتنمية الاقتصادية لتلك المرحلة.¹ ويعتبر نظام الشركات الصادر سنة 1965م المصدر المنظم لإصدار الأوراق المالية، وفي سنة 1983م تم تنظيم السوق الثانوية والتي كان بموجبها يتم تداول أسهم الشركات عن طريق المصارف التجارية، فعموما شهد سوق الأوراق المالية السعودية تطورا كبيرا من سنة لأخرى حيث مرّ بالعديد من المراحل الأساسية تمثلت في ما يلي:

1. المرحلة الأولى: 1954م إلى أوائل الثمانينات

حيث بلغ عدد شركات المساهمة حوالي 10 شركات برأسمال قدره 1,7 مليون ريال، وكان تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر، في منتصف السبعينيات برزت مكاتب الوساطة وازدادت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى إلى ارتفاع حجم التداول، ومع بداية عقد الثمانينات سجلت أسعار الأسهم في السوق مستويات عالية.²

2. المرحلة الثانية: من 1983 إلى 2000

تميزت هذه المرحلة بمحاولة تنظيم هيكل السوق المالي السعودي، أين تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم سنة 1983م وصدر مرسوم ملكي يقضي بإنشاء لجنة رقابية وزارية على مستوى سوق الأسهم، وعليه تشكل هيكل السوق المالي السعودي. وفي عام 1984 أصدرت مؤسسة النقد السعودي

¹ رفيق شرياق، مرجع سبق ذكره، ص 218.

² مسعودة بن لخضر وحليمة عطية، "تكييف صناديق الاستثمار الإسلامية ودورها في تفعيل التنمية استنادا إلى السوق المالي الإسلامي - مع الإشارة إلى تجربة صندوق صائب للفترة (2003 - الربع الأول من 2016) -"، مجلة دفاتر البحوث العلمية، المجلد 5، العدد 1، المركز الجامعي تيبازة، 2017، ص 176، 177.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

منشورا يوضح أسلوب تداول الأسهم في السوق السعودية، وعُهد إلى ثلاثة أجهزة رئيسية إدارة تلك العمليات وهي¹:

- وزارة التجارة: تتولى العناية بتنظيم السوق الأولي للإصدار وتسجيل الشركات وعمليات طرح الأسهم للاكتتاب وزيادة رأس مال الشركات وغيرها.
- وزارة المالية: هي الجهة الرقابية على أعمال مؤسسة النقد التي تقوم بدور هام في ممارسة الرقابة على سوق الأسهم من الناحيتين التشغيلية والوظيفية.
- مؤسسة النقد العربي: تتولى من خلال إدارتها المختصة مسؤولية الإشراف والرقابة على سوق الأسهم السعودي.

ثم في عام 1990م بدأ العمل بأول نظام آلي للتداول، وهو أول نظام الكتروني في العالم، حيث تم تطبيق النظام الآلي لمعلومات الأسهم وهو نظام الكتروني يختص بالتداول والقيام بعمليات المقاصة والتسوية، وأصبحت عملية تنفيذ الصفقات تتم في لحظات، وتتم التسويات في نفس اليوم، واستمر العمل به حتى سنة 2001².

3. المرحلة الثالثة: خلال الفترة (2001-2005)

في سنة 2001 حدث إطلاق جيل جديد من أنظمة التداول سمي باسم "تداول" الذي أحدث نقلة نوعية وذلك بإدخال تقنيات متقدمة وإضافة مزايا وخصائص جديدة لنظام التداول، وفي عام 2003 تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر في 2003/07/31، وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري تتمثل مهامها في تنظيم عمل المستثمرين والوسطاء ومتابعة عمليات طرح وإدراج وتداول الأوراق المالية ومتابعة أوامر التنفيذ وكل ما يتعلق بعمليات السوق. أما في سنة 2005 فعززت الهيئة من توفير البيانات والمعلومات واستخدام قنوات حديثة للاكتتاب من أهمها الأنترنت والصراف الآلي والهاتف³.

4. المرحلة الرابعة: خلال الفترة (2006-2015)

في سنة 2007 وافق مجلس الوزراء السعودي على تأسيس شركة السوق المالية السعودية (تداول) باعتبارها شركة مساهمة برأس مال مقداره مليار ومائتي مليون ريال سعودي، وتعد السوق المالية السعودية

¹ حليلة عطية، مرجع سبق ذكره، ص ص167، 168.

² المرجع نفسه، ص168.

³ أحمد حسن محمود عربيات، مرجع سبق ذكره، ص95.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

(تداول) الجهة الوحيدة المصرح لها بإدراج الأوراق المالية وتداولها ونشر المعلومات المتعلقة بها، ويوضح نظام السوق المالية "الوضع القانوني والأهداف والمسؤوليات المنوطة بالسوق ومركز إيداع الأوراق المالية". وانضمت تداول عضواً منتسباً في المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية وعضواً في الاتحاد الدولي للبورصات¹.

وفي سنة 2008 حدثت الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالاقتصاد العالمي كان لها تأثيرات مباشرة على الاقتصاد السعودي، من خلال حدوث تباطؤ في نمو الاقتصاد السعودي وتراجع في الصادرات السعودية (البتروولية وغير البتروولية) وانخفاض في تدفق الاستثمار الأجنبي للمملكة السعودية، إضافة إلى بقاء سعر صرف الريال منخفضاً اتجاه معظم عملاء الشركاء التجاريين للمملكة، ليهبط المؤشر العام حوالي 56 نقطة مقارنة بسنة 2007، وفقدت القيمة السوقية لإجمالي الأسهم المصدرة حوالي 52%².

وفي سنة 2013 قامت الشركة المالية للسوق المالي السعودي (تداول) بالتوقيع على اتفاقية مع شركة نازداك أو أم أكس لترقية أنظمة التداول آلياً وتوفير الدعم الفني لها عدة سنوات بعد تشغيلها، وقامت ببحث اتفاقيات تعاون مع عدد من البورصات الإقليمية والدولية بهدف تبادل المعلومات والخبرات والإطلاع على تجاربها والتعاون بينها، وأطلقت الشركة نظام الإفصاح وذلك لتعزيز مستوى الشفافية في السوق المالي، وهو نظام آلي موحد يمكّن مصدري الأوراق المالية المدرجة في السوق من الإفصاح عن المعلومات والقوائم المالية الخاصة بهم على الموقع الإلكتروني للشركة (تداول)³.

الفرع الثاني: مراحل التطور التقني والبنية الفنية لأنظمة التداول في سوق الأسهم السعودي

مرت السوق المالية السعودية بعدد من المحطات الرئيسية التي أكسبتها الريادة في مجال الأوراق المالية على مستوى الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وأكسبتها المهنية العالية والخبرة اللازمة لإدارة هذا النوع من مشاريع التطوير لأنظمة التداول الآلية، حيث يعمل السوق حالياً بأنظمة تداول وتسوية فورية (T+0) بالإضافة إلى تمكن السوق من إدارة مخاطر التقنية أو البشرية التي قد تحدث في أي سوق

¹ السوق المالية السعودية، من الموقع: www.tadawul.sa.com ، تاريخ الاطلاع (2020/06/24).

² أحمد حسن محمود عربيات، مرجع سبق ذكره، ص 95.

³ المرجع نفسه، ص 96.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

مالي يعتمد على التقنية وشبكات الاتصال، وسنتطرق إلى أبرز مراحل التطور التقني في السوق السعودي من خلال ما يأتي¹:

المرحلة الأولى: بدأت في عام 1990م بإطلاق نظام ESIS ثم أُضيف تحديث يعنى بنشر الأسعار وإعلانات الشركات ونشر قوائمها المالية، وفي عام 1994م تم إضافة فترة تداول ثانية وتم احتساب مؤشر السوق أسبوعياً، وفي مرحلة لاحقة من نفس السنة أُضيف يوم الخميس لفترة واحدة صباحية

المرحلة الثانية: وبدأت من سنة 1997م حتى عام 2000م حيث بدأت إدارة الرقابة على الأسهم بإرسال العديد من التقارير إلى مؤسسة الخليج للاستثمار، وتم أيضاً دمج أنظمة التسويات والتقاص ونقل الملكية في منصة واحدة ومن ثم تم التحول من الإشعارات كوسيلة لإثبات الملكية إلى الحسابات.

المرحلة الثالثة: في عام 2001م تم تطوير جميع الأنظمة بالتعاون مع شركة EFA الكندية نتج عنه إطلاق نظام التداول الآلي Horizon والتحول إلى التسوية اليومية (T+0) بدلا من (T+1) واستبدال الوثائق بتطبيقات الحسابات الاستثمارية، وفي هذه المرحلة تحديدا طورت البنوك من أنظمتها وبدأ التداول من خلال شبكة الأنترنت والهاتف المصرفي وأجهزة الصراف الآلي.

المرحلة الرابعة: في عام 2007م قامت السوق المالية السعودية وبالتعاون مع الشركة الرائدة في عالم البرمجيات OMX بتطوير شامل للبنية الفنية ولجميع أنظمة التداول فيها، مما جعلها تكتسب قدرة فنية واستيعابية وطاقية تحمل أكبر، وذلك تحسبا لزيادة وارتفاع معدلات العمليات اليومية والرغبة في إدراج أدوات استثمارية جديدة وكذلك منصة نشر بيانات السوق ومنصة مراقبة السوق (SAXESS, TARGIN, SMARTS).

المرحلة الخامسة: لمواكبة التطور السريع في الأنظمة والبرامج وتطبيق التقنيات الحديثة وتسخيرها لخدمة القطاع، وضمن مساعي السوق المالية الحديثة لاستخدام أحدث حلول التقنية التي تساعدها على تقديم أفضل الخدمات والمنتجات المالية للأسواق والمتعاملين فيها، وقعت السوق المالية في أواخر العام 2013م اتفاقية مع شركة NASDAQ العالمية- كما ذكرنا سابقا-، وهي الشركة الرائدة في البرمجيات والأنظمة الخاصة بالأسواق المالية عقداً تقوم بموجبه الشركة بتحديث وتطوير بنية التداول التحتية وترقيتها من نظام SAXESS إلى نظام X-SRREAM INET والذي يتميز بسرعه الفائقة وقدراته الاستيعابية

¹ "التطور التقني للسوق السعودي في ثلاثين عاما"، من الموقع:

<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/386293>، تاريخ الاطلاع (2020/06/24).

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

العالية. تستخدم هذه النسخة من النظام في عدد من الأسواق المالية العالمية المتقدمة، وتعتبر السوق المالية السعودية واحدة من أربع أسواق عالمية تطبق هذا الإصدار من النظام الذي يتضمن العديد من الخصائص الفنية والمزايا الإضافية، كما يدعم النظام تطبيق العديد من المنتجات (الأسهم، الصكوك والسندات، السلع، صناديق الاستثمار وصناديق المؤشرات وغيرها)، ويساعد على تقديم أفضل الخدمات والحلول المالية للأسواق والمتعاملين فيها.

هناك العديد من المخاطر التي تواجهها الشركات عند تطبيق أي نظام بهذا الحجم، منها ما يتعلق ببرامج التشغيل وقنوات وشبكات الاتصالات مع الأعضاء ومزودي خدمات البيانات والمؤشرات، وتتمتع السوق المالية بالكثير من القدرات والخبرات التي اكتسبتها في السابق باعتبار أن هذا التغيير ليس التجربة الأولى للسوق المالية السعودية في هذا الخصوص مما يؤهلها لتجاوز أي خلل طارئ في تشغيل أنظمة السوق.

ولضمان سهولة وانسيابية الانتقال إلى البيئة الجديدة قامت السوق المالية بالتنسيق المباشر مع جميع الأشخاص المرخص لهم ومزودي بيانات ومعلومات السوق للتغلب على المخاطر والمشاكل الفنية التي قد تطرأ عند تطبيق أي نظام جديد بهذا الحجم، والقيام بإجراء العديد من الاختبارات الضرورية للتأكد من سلامة الأنظمة والتغلب على المخاطر التي قد تصاحب عمليات التطبيق سواء كانت في البرامج أو قنوات وشبكات التواصل مع أعضاء السوق ومزودي البيانات، كما اعتمدت السوق المالية العديد من الإجراءات الاحترازية التي تساعد على تعزيز أمن وسلامة العمليات وتطبيق أفضل المعايير المهنية لخطط سلامة واستمرارية أعمالها (Business continuity).

المرحلة السادسة: خلال الفترة من 2012م إلى 2014م حيث نجحت السوق المالية السعودية في الحفاظ على شهادة الإيزو العالمية لأمن المعلومات ISO27001.

المرحلة السابعة: سنة 2014 قامت السوق المالية السعودية بفصل إدارة المخاطر عن أمن المعلومات وذلك من أجل تعزيز الأمن والإجراءات الاحترازية.

المرحلة الثامنة: سنة 2015 اعتمدت السوق المالية السعودية "تداول" نظام آلي جديد للتداول هو X-STREAM INET والذي يعد من أفضل منصات التداول العالمية.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

الفرع الثالث: أهداف سوق الأسهم السعودي

يمكن حصر أهداف سوق الأسهم السعودي في ما يأتي:¹

- إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وفعالية مع ضمان جودة وعدالة السوق.
- العمل على رفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين.
- تطوير إمكانيات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية.
- تقديم خدمات متميزة وذات جودة عالية للعملاء سواء أكانوا: وسطاء، مستثمرين، مصدري، مزودي خدمات البيانات وغيرهم.
- تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية، وذلك من خلال:
 - ✓ توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم.
 - ✓ تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكارية.
 - ✓ تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق.
 - ✓ العمل على تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق.

المطلب الثالث: الإطار القانوني والتنظيمي لسوق الأسهم السعودي

تخضع السوق المالية السعودية لمجموعة من الأنظمة والقوانين واللوائح والتي تصدر بموجب مراسيم ملكية، وتتكون السوق من هيئة مختصة في تسيير ومراقبة نشاط السوق المالية مع وجود لجان أخرى مساعدة ومنظمة لسير عمل السوق.

الفرع الأول: نظام السوق

تتكون السوق المالية السعودية من عدة هيئات ولجان هي:

1. هيئة السوق المالية

قصد مواكبة التطورات السريعة في الأسواق المالية الدولية، وبهدف العمل على وجود سوق منظمة وعادلة وتعمل بشفافية، صدر نظام السوق المالية السعودي بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 2003/07/31م، وصيغت مواد النظام بهدف تنظيم السوق المالية وتطويرها، وتنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبة تداولاتها، ومراقبة أعمال الجهات المرخصة من الهيئة للقيام بأعمال الأوراق المالية، إضافة إلى حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة.

¹ شافية كتاف، مرجع سبق ذكره، ص 336.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

وبموجب هذا النظام أنشئت "هيئة السوق المالية" لتكون الجهة المسؤولة عن تنظيم سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية والإشراف عليه وتطويره.

تتمتع هيئة السوق المالية بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري وتكون لها جميع الصلاحيات اللازمة لأداء مهامها ووظائفها بموجب هذا النظام، حيث تعمل هيئة السوق المالية على¹:

- تنظيم السوق المالية وتطويرها، والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية، وتطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.
- تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها.
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها.
- حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة، أو غير السليمة، أو التي تتطوي على احتيال أو غش أو تدليس أو تلاعب.
- العمل على تحقيق العدالة والكفاية والشفافية في معاملات الأوراق المالية.
- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، والجهات المصدرة لها، وتعامل الأشخاص المطلعين وكبار المستثمرين والمستثمرين فيها، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور.
- تنظيم طلبات التوكيل والشراء والعروض العامة للأسهم.
- الترخيص بتأسيس شركات ذات أغراض خاصة وتنظيم ومراقبة أعمالها ونشاطاتها وإصدارها للأوراق المالية، وتسجيلها في السجل الخاص بها الذي تضعه الهيئة وأحكام نظام تأسيسها.

2. شركة السوق المالية السعودية "تداول"

شركة السوق المالية السعودية "تداول" هي سوق الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بإدراج الأوراق المالية وتداولها، حيث يوضح نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) سنة 2003 الوضع القانوني والأهداف والمسؤوليات المنوطة بالسوق ومركز إيداع الأوراق المالية، وتعمل على تحقيق الكفاءة والعدالة في التداول والشفافية التامة في كافة

¹ "نظام السوق المالية"، من الموقع: <https://cma.org.sa> ، تاريخ الاطلاع (2020/05/27).

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

تعاملات السوق وتطبيق معايير المهنية لدى أعضاء السوق...الخ، حيث تعتبر سوق الأوراق المالية "تداول" المصدر الرسمي لجميع المعلومات بالسوق¹.

حيث تنص الفقرة (ب) من المادة 22 على أن شركة تداول يديرها مجلس إدارة مكون من 9 أعضاء يعين بقرار من مجلس الوزراء بترشيح من رئيس مجلس هيئة السوق المالية، ويختارون من بينهم رئيساً للمجلس ونائباً للرئيس، وتتكون العضوية من: ممثل وزارة المالية، ممثل وزارة التجارة والاستثمار، ممثل مؤسسة النقد العربي السعودي، أربعة أعضاء يمثلون شركات الوساطة المرخص لها وعضوان يمثلان الشركات المساهمة المدرجة في السوق².

تأسست السوق المالية السعودية "تداول" بتاريخ 19 مارس 2007م كشركة مساهمة تنفيذاً للمادة العشرين من نظام السوق المالية، وتحظى تداول عند تنفيذ عملياتها بدعم من شركتين مملوكتين لها بالكامل، وهما: شركة إيداع الأوراق المالية (إيداع)، وشركة مركز مقاصة الأوراق المالية (المقاصة)، وتعد "تداول" عضوً منتسباً في المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) والاتحاد الدولي للبورصات (WFE) واتحاد البورصات العربية (AFE). كما يتمتع المدير التنفيذي لتداول حالياً بعضوية مجلس إدارة الاتحاد الدولي للبورصات. وفي ديسمبر 2018م، انضمت تداول كشريك لمبادرة الأمم المتحدة لأسواق المال المستدامة (SSE)، وتوفر تداول منصة لإدراج وتداول عدد كبير من الأوراق المالية مثل الأسهم وصناديق الاستثمار العقاري المتداولة والصناديق والمؤشرات المتداولة والصكوك والسندات الحكومية وسندات الشركات، حيث تمثل المؤسسات الاستثمارية أكثر من 70 في المائة من قاعدة المستثمرين في السوق مما يدل على نضج السوق. خلال عام 2018م قامت تداول باستقطاب عدد أكبر من المستثمرين الأجانب المؤهلين بفضل تخفيف الشروط والمتطلبات والتواصل الفعال مع هذه الشريحة³.

¹ السوق المالية السعودية، من الموقع: <https://www.tadawul.com.sa>، تاريخ الاطلاع (2020/06/12)

² السوق المالية السعودية، "التقرير الإحصائي السنوي 2018"، من الموقع:

<https://annualreport2018.tadawul.com.sa/Resources/AnnualReport/ar/stewardship/governan>

ce_at_tadawul.html، تاريخ الاطلاع (2020/06/12)

³ المرجع نفسه.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

3. مركز إيداع الأوراق المالية

تأسست شركة مركز إيداع الأوراق المالية ("مركز الإيداع") في عام 2016، وتتمثل أنشطة المركز بالأعمال المتعلقة بإيداع الأوراق المالية وتسجيل ملكيتها ونقلها وتسويتها ومقاصتها، وتسجيل أي قيد من قيود الملكية على الأوراق المالية المودعة. كذلك يقوم مركز الإيداع بإيداع وإدارة سجلات مصدري الأوراق المالية وتنظيم الجمعيات العامة للمصدرين بما في ذلك خدمة التصويت عن بعد لتلك الجمعيات وتقديم التقارير والإشعارات والمعلومات بالإضافة إلى تقديم أي خدمة أخرى ذات صلة بأنشطته يرى مركز الإيداع تقديمها وفقاً لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية¹.

4. شركة مركز مقاصة الأوراق المالية

تم تأسيس شركة مركز مقاصة الأوراق المالية (مقاصة) عام 2018 كشركة مساهمة مغلقة مملوكة بالكامل لشركة السوق المالية السعودية (تداول) بموجب نظام الشركات السعودي الصادر بالمرسوم الملكي رقم: م/3 بتاريخ 2015/11/11م، وتعرف شركة مركز مقاصة الأوراق المالية "مقاصة" بأنها جهة اعتبارية تتوسط بين الأطراف المتقابلة للصفقات المتداولة في السوق حيث تمثل دور البائع بالنسبة إلى عضو مقاصة الشراء ودور المشتري بالنسبة لعضو مقاصة البيع. ونتيجة لدور مقاصة، فإنه يقع من ضمن مسؤوليتها إتمام عملية التسوية التي من شأنها خفض المخاطر الناتجة عن عدم وفاء الطرف المقابل بالتزاماته.

هذا وبإمكان مقاصة ضمان أي أوراق مالية يتم تداولها في السوق أو خارجة تقع تحت تغطيتها، بالإضافة إلى مقاصة صافي العمليات بين عدة أعضاء مما يقلل عدد وقيمة المدفوعات أو التسليم اللازم لتسوية مجموع عمليات الأوراق المالية وعمليات الدفع النقدي والذي بدوره سوف يسهم في زيادة فاعلية عملية المقاصة والتقليل من التزامات الأعضاء، فعوضاً عن تجميع العمليات بن أعضاء السوق بعلاقة ثنائية، والتي ينشأ عنها التزامات متعددة بين أعضاء المقاصة، سيكون مركز المقاصة هو الجهة المقابلة دائماً لكل أعضاء المقاصة².

¹ شركة مركز إيداع الأوراق المالية ، من الموقع <https://www.edaa.com.sa> ، تاريخ الاطلاع(2020/06/28)

² شركة مركز مقاصة الأوراق المالية، من الموقع: <https://www.muqassa.sa> ، تاريخ الاطلاع(2020/06/28)

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

5. لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية

نصت المادة الخامسة والعشرون من نظام السوق المالية بأن تقوم هيئة السوق بإنشاء لجنة تسمى "لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية" وهي لجنة مختصة تتسم بالاحترافية يتمتع أعضاؤها بالتخصص بفقہ المعاملات والأسواق المالية، وبالخبرة في القضايا التجارية والمالية والأوراق المالية، ويتم تعيين واختيار أعضاء لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية بقرار من مجلس هيئة السوق المالية لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد. ولتمكين لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية من مباشرة اختصاصاتها في تلك المنازعات، فقد منح النظام في مادته الخامسة والعشرين فقرة (أ) للجنة جميع الصلاحيات الضرورية للتحقيق والفصل في الشكوى أو الدعوى، بما في ذلك سلطة استدعاء الشهود، وإصدار القرارات، وفرض العقوبات، والأمر بتقديم الأدلة والوثائق. ومن بين اختصاصات هذه اللجنة النظر في التظلم من القرارات والإجراءات الصادرة عن هيئة السوق المالية أو السوق المالية السعودية، والنظر في الدعاوى الناشئة بين المستثمرين فيما بينهم في إطار أحكام نظام السوق المالية، ولوائحه التنفيذية، ولوائح الهيئة والسوق وقواعدهما وتعليماتهما في الحق العام والحق الخاص، وكذلك الدعوى التي ترفع من هيئة السوق المالية - كجهة ادعاء عام - ضد مخالفات أحكام نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية¹.

6. لجنة الاستئناف في منازعات الأوراق المالية

يأتي تشكيل "لجنة الاستئناف في منازعات الأوراق المالية" امتداداً لضمان حق المترافعين في منازعات الأوراق المالية في الحصول على جملة من الضمانات والتي من ضمنها حق التقاضي على درجتين، بحيث يُمكن الطرف الذي لم يسجل قناعته بقبول القرار الصادر عن لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية (محكمة أول درجة) أن يرفع النزاع إلى لجنة الاستئناف في منازعات الأوراق المالية (محكمة درجة ثانية) ذات تشكيل مختلف عن الدرجة الأولى. حيث نصت المادة الخامسة والعشرين فقرة (ز) و (و) على تشكيل لجنة بسمى (لجنة الاستئناف في منازعات الأوراق المالية) تتصدى لطلبات استئناف قرارات لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية المقدمة خلال ثلاثين يوماً من تاريخ الإبلاغ بقرارات لجنة الفصل.

¹ لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، من الموقع:

<https://crsd.org.sa/ar/resolutionscommittee/Pages/dault.aspx>، تاريخ الاطلاع (2020/06/29)

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

وحددت المادة الخامسة والعشرين فقرة (ز) صلاحيات هذه اللجنة في التعامل مع طلبات استئناف قرارات لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، وهذه الصلاحيات تتمثل أساساً في رفض النظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية أو تأكيدها، وكذلك إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد استناداً على المعلومات الثابتة في ملف الدعوى أمام لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، وإصدار القرار الذي تراه مناسباً في موضوع الشكوى أو الدعوى، للتذكير تعد القرارات الصادرة من لجنة الاستئناف في هذا الشأن قرارات نهائية، غير قابلة للطعن فيها¹.

الفرع الثاني: اللوائح التنفيذية لسوق الأسهم السعودي

اللوائح التنفيذية هي مجموعة القواعد والتعليمات والإجراءات التي تصدرها الهيئة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية، وقد عملت الهيئة على إعداد اللوائح التنفيذية بعد أخذ رأي المختصين من الجهات الحكومية والقطاع الخاص، وقد أصدر مجلس الهيئة اللوائح التنفيذية التالية²:

- لائحة مؤسسات السوق المالية.
- لائحة أعمال الأوراق المالية المعدلة.
- تعليمات إصدار شهادات الإيداع خارج المملكة.
- قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها.
- قواعد تسجيل مراجعي حسابات المنشآت الخاضعة لإشراف الهيئة.
- دليل إجراءات استطلاع مرئيات العموم عن مشاريع اللوائح التنفيذية.
- التعليمات المنظمة لتملك المستثمرين الاستراتيجيين الأجانب حصصاً إستراتيجية في الشركات المدرجة.
- لائحة مراكز مقاصة الأوراق المالية.
- تعليمات تصريح تجربة التقنية المالية.
- التعليمات الخاصة بإعلانات الشركات.
- التعليمات الخاصة بتنظيم آلية الاستقرار السعري للطروحات الأولية.

¹ لجنة الاستئناف في منازعات الأوراق المالية، من الموقع:

<https://crsd.org.sa/ar/appealscommittee/Pages/default.aspx>، تاريخ الاطلاع (2020/06/28)

² مؤسسة النقد العربي السعودي، من الموقع: <https://cma.org.sa>، تاريخ الاطلاع (2020/06/28).

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

- التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار المغلقة المتداولة.
- القواعد المنظمة للمنشآت ذات الأغراض الخاصة.
- التعليمات الخاصة بإعلانات الصناديق الاستثمارية.
- القواعد المنظمة لاستثمار المؤسسات المالية الأجنبية المؤهلة في الأوراق المالية المدرجة.
- تعليمات بناء سجل الأوامر وتخصيص الأسهم في الاكتتابات الأولية.
- لائحة حوكمة الشركات.
- الإجراءات والتعليمات الخاصة بالشركات المدرجة أسهمها في السوق التي بلغت خسائرها المتراكمة 20% فأكثر من رأس مالها.
- الدليل الاسترشادي لاستثمار الأجانب غير المقيمين في السوق الموازية.
- قواعد طرح الأوراق المالية والالتزامات المستمرة.
- لائحة صناديق الاستثمار.
- لائحة الاندماج والاستحواذ.
- لائحة إجراءات الفصل في منازعات الأوراق المالية.
- قواعد الكفاية المالية.
- لائحة سلوكيات السوق.
- لائحة الأشخاص المرخص لهم.
- لائحة أعمال الأوراق المالية.
- لائحة صناديق الاستثمار العقاري.
- الضوابط والإجراءات التنظيمية الصادرة تنفيذاً لنظام الشركات الخاصة بشركات المساهمة المدرجة.
- التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار العقارية المتداولة.
- تعليمات الحسابات الاستثمارية.
- لائحة وكالات التصنيف الائتماني.
- الدليل الاسترشادي للضوابط والإجراءات التنظيمية الصادرة تنفيذاً لنظام الشركات الخاصة بشركات المساهمة المدرجة.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

وفيما يلي تفصيل لأهم لوائح السوق:

أ. **لائحة سلوكيات السوق:** تحدد هذه اللائحة السلوكيات التي يجب الاتصاف بها من قبل المتعاملين في السوق، كما تشير إلى الممارسات المحظورة في السوق والتي تؤثر سلباً على نشاطه، وتهدف أساساً هذه اللائحة إلى:

- ✓ منع التصرفات أو الممارسات التي تتطوي على تلاعب أو تضليل.
- ✓ حضر الإفصاح عن المعلومات الداخلية ومنع التداول بناءً عليها.
- ✓ حضر التعامل بالبيانات غير الصحيحة وبناءً على الإشاعات.

ب. **لائحة طرح الأوراق المالية:** حددت هذه اللائحة - في شكل مواد - كل التفاصيل المتعلقة بطرح الأوراق المالية والاكتتاب فيها، وأشارت اللائحة أنه يُشترط لطرح الأسهم طرماً عاماً لا بد أن يكون المصدر شركة مساهمة وأن يكون طلب تسجيل الأوراق المالية وطرحتها عموماً يكون مصحوباً بنشرة إصدار... إلى غير ذلك من الشروط والأحكام.

ج. **لائحة الأشخاص المرخص لهم:** تهدف هذه اللائحة إلى تنظيم الأشخاص المرخص لهم للتعامل في سوق الأوراق المالية، فخصّصت لتحديد إجراءات وشروط حصولهم على الترخيص وشروط استمراره، وبيان قواعد السلوك التي يجب على الأشخاص المرخص لهم الالتزام بها أثناء قيامهم بعملهم، وكذلك قواعد وأحكام ممارسة الأعمال، والنظم والإجراءات الرقابية، والأحكام المتعلقة بأموال وأصول العملاء، كما حدّدت هذه اللائحة أيضاً الضوابط التي يجب على المرخص لهم الالتزام بها مثل: النزاهة والمهنية والرقابة الداخلية والكفاية المالية والإفصاح... وغيرها من الضوابط.

د. **لائحة صناديق الاستثمار:** تهدف هذه اللائحة إلى تنظيم تأسيس صناديق الاستثمار في المملكة و تسجيلها و طرح وحداتها وإدارتها وعملياتها والإشراف على جميع النشاطات المرتبطة بها، وتتبع هذه اللائحة كافة الأوامر والمواد والنظم التي جاءت بها لائحة سلوكيات السوق ولائحة الأشخاص المرخص لهم وباقي لوائح السوق.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

المطلب الرابع: تطور مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي للفترة (2009-2019)

يمكن تتبع مراحل تطور أداء سوق الأسهم السعودي من خلال العديد من المؤشرات، أهمها: المؤشر العام للأسعار TASI إضافة لمؤشرات حجم السوق ومؤشرات سيولة السوق..الخ.

الفرع الأول: المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي

تختلف المؤشرات في أسواق الأوراق المالية باختلاف الهدف الذي ترمي إليه، وعموماً هناك مؤشرات عامة تهدف لقياس الأداء الإجمالي للسوق ومؤشرات خاصة تختص بقياس مستوى الأسعار العام لشركات التجزئة المتداولة في السوق. مثلاً مؤشر قطاع التأمين لشركات التأمين، وهكذا بقية القطاعات، أي أن المؤشر الخاص يختص فقط بقطاعات محددة في السوق، أو نوع معين من الشركات لا غير.

1. التعريف بالمؤشر العام للسوق TASI

يعطي المؤشر العام للسوق فكرة عامة عن اتجاه أداء السوق صعوداً أو هبوطاً، فهو بمثابة المقياس الذي يمكن للمستثمر من خلاله معرفة تحركات السوق وتحديد اتجاه قوى البيع والشراء فيه. مؤشر تاسي TASI هو مؤشر يقيس مستوى الأداء في سوق الأسهم السعودي، واسمه TASI مؤلف من الأحرف الأولى لاسم المؤشر باللغة الإنجليزية Tadawul All Share Index ويتم حساب رقم المؤشر مرجحاً لأسعار أسهم الشركات العاملة في السوق¹، وعليه مؤشر TASI هو معيار رقمي يعكس التغير في القيمة السوقية لأسهم الشركات المتداولة في سوق الأسهم السعودي، وبالتالي يعتبر مقياس لنشاط السوق وأدائه ومنه يعكس الأداء العام للاقتصاد الكلي، باعتباره المرآة العاكسة لوضعية الشركات في السوق ومدى تحقيقها للأرباح وهو ما يضمن ثقة الجمهور والمستثمرين في السوق المالي واقتصاد الدولة.

بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية بإعداد مؤشر الأسهم المحلية منذ بدء إصدار نشرات الأسهم من قبل مؤسسة النقد، وذلك ابتداءً من 28 فيفري 1985م، وهذا التاريخ مهم إذ إنه تاريخ الأساس لحساب المؤشر، حيث عدت قيمته في ذلك الوقت 100 نقطة فقط وقد تم تعديل هذه القيمة المرجعية في جانفي 1999م لتصبح 1000 نقطة في سنة الأساس 1985م، وهناك اهتمام كبير بمتابعة

¹"الاستثمارات المالية وسوق الأسهم"، ص14، من الموقع:

<https://www.alahlicapital.com> ، تاريخ الاطلاع 2020/07/31.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

تطور المؤشر (مؤشر تداول لجميع الأسهم) من قبل المحللين الماليين داخل المملكة وخارجها ويتم متابعته ونشره بشكل واسع محليا ودوليا¹.

2. كيفية حساب المؤشر العام للسوق السعودي TASI

يحسب المؤشر من خلال حاصل قسمة إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق في فترة ما على إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في المؤشر لفترة سابقة، وهذا ما يعرف بالمؤشر المرجح بأوزان القيمة السوقية، ويقاس المؤشر العام TASI في السوق السعودية مستوى الأسعار العام للشركات مقوماً بالقيمة السوقية للأسهم الحرة* لكل الشركات المدرجة في السوق.²

يتم حساب المؤشر في أي يوم (أو وقت معين) عن طريق تعديل (أو ترجيح) قيمة المؤشر في يوم سابق (أو وقت سابق) بواسطة التغير في القيمة السوقية لجميع الشركات المتداولة في السوق. وعلى وجه التحديد فإن معادلة المؤشر هي³:

$$\text{المؤشر} = \left(\text{مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم} / \text{مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم السابق} \right) \times \text{قيمة المؤشر لليوم السابق}$$

حيث:

مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة = مجموع القيم السوقية لجميع شركات السوق

القيمة السوقية لإحدى الشركات = (عدد الأسهم المصدرة للشركة) × (سعر السهم)

ومن هنا فإن القيمة السوقية (وبالتالي المؤشر) تعتمد على عاملين:

(أ) عدد الأسهم المصدرة (وليس المتداولة فعلاً) وهي ثابتة بشكل عام وتتغير فقط إذا تم إصدار أو

دمج أو تخفيض عدد الأسهم فقط؛

(ب) سعر السهم في السوق ويتغير خلال فترات فتح السوق للتداول (فترات التداول).

¹ سمية بلعيد، مرجع سبق ذكره، ص214.

* الأسهم الحرة هي الأسهم المتاحة للتداول.

² "الاستثمار في سوق الأسهم"، من الموقع: <https://cma.org.sa>

تاريخ الاطلاع 2020/07/31.

³ فطوم حوحو، "سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية - دراسة حالة السوق المالي السعودي"، أطروحة دكتوراه في

العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015، ص215.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 – 2019)

3. خصائص المؤشر العام للسوق TASI

يتميز المؤشر العام للسوق TASI بالخصائص والمميزات التالية¹:

- يعكس المؤشر بصورة مباشرة وسريعة حركة أسعار الأسهم صعوداً وهبوطاً من يوم إلى آخر، كما يعكس عدد الأسهم المصدرة للشركات المتداولة في السوق (وهي كمية شبه ثابتة ولا تتغير إلا ببطء).
- يعكس المؤشر بصورة غير مباشرة الانتعاش (أو الركود) الاقتصادي المالي والمتوقع وثقة المستثمرين في السوق وعوامل أخرى مثل توفر السيولة وجاذبية (أو عدم جاذبية) القنوات الاستثمارية الأخرى (مثل العقار وأسعار الفائدة والأسواق الأجنبية المفتوحة) وكذلك الظروف السياسية المحيطة.
- تسمح معادلة المؤشر بتكيفه في حالة تغير تركيبة السوق أو الأسهم مثل دخول أو خروج إحدى الشركات من السوق، أو إصدار أو تخصيص أسهم مجانية، أو تجزئة ودمج الأسهم، أو زيادة أو خفض رأس المال، أو سداد دفعة من رأس المال المدفوع جزئياً، أو اندماج الشركات.
- لا يعكس المؤشر كمية الأسهم المتاحة للتداول بشكل عام أو حجم التنفيذ اليومي.

4. تطور المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 – 2019)

نستعرض تطورات المؤشر العام للسوق السعودي TASI من خلال الجدول الموالي، وذلك خلال الفترة الممتدة من 2009 إلى غاية 2019.

جدول رقم (6): المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

الوحدة: نقطة

السنة	مؤشر TASI	السنة	مؤشر TASI
2009	6.121,76	2015	6.911,76
2010	6.620,75	2016	7.210,43
2011	6.417,73	2017	7.226,32
2012	6.801,22	2018	7.826,73
2013	8.535,60	2019	8.389,23
2014	8.333,30		

المصدر: مؤسسة النقد العربي، من الموقع:

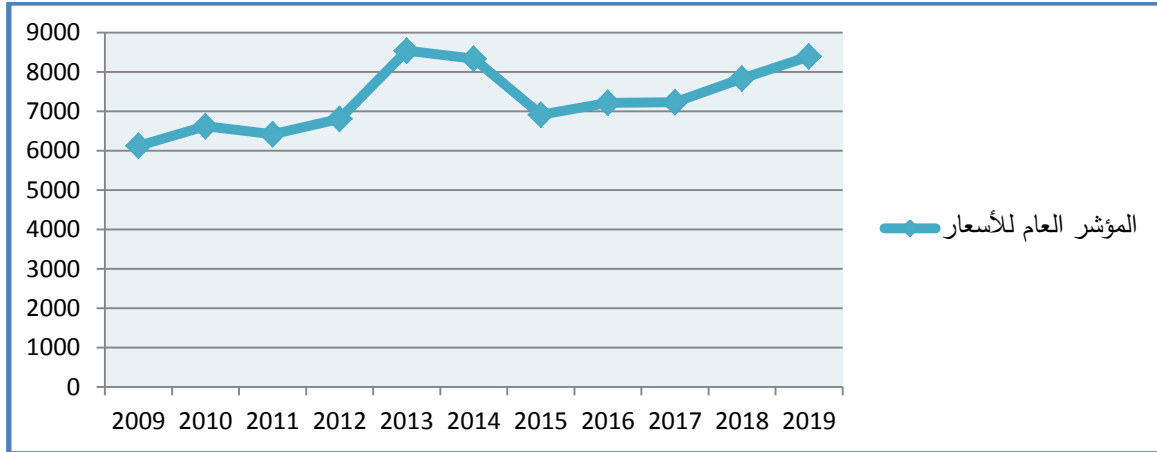
<http://www.sama.gov.sa> ، تاريخ الاطلاع 2020/09/15.

¹ فطوم حوحو، مرجع سبق ذكره، ص 216.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

ويمكن تمثيل معطيات الجدول رقم(6) من خلال الشكل رقم(11) والذي يمثل تطور المؤشر العام للأسعار (TASI).

شكل رقم(11): تطور المؤشر العام للأسعار لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم(6)

من الجدول والشكل أعلاه نلاحظ استقرار نسبي للمؤشر العام للسوق السعودي خلال الفترة (2009-2013)، حيث أغلق المؤشر عند 6.121,76 نقطة سنة 2009 وارتفع إلى 6.620,75 نقطة سنة 2010 ويعود هذا الارتفاع للتعافي التدريجي الذي شهده السوق من آثار الأزمة العالمية 2008 إضافة إلى التحسن في أسعار النفط، ليشهد سنة 2011 تراجعاً طفيفاً بسبب الأحداث السياسية غير المستقرة التي شهدتها الدول العربية بسبب أزمة الربيع العربي، وانخفاض بعض المؤشرات القطاعية في السعودية. ومنذ سنة 2011 تعافى السوق حيث واصل المؤشر ارتفاعه تقريباً إلى غاية سنة 2014 مسجلاً أعلى قيمة له سنة 2013 بـ 8.535,60 نقطة، ويعود الفضل لهذا التحسن إلى الارتفاع الكبير لأسعار النفط خلال تلك الفترة إضافة إلى تعافي معظم الدول العربية من حالة عدم الاستقرار السياسي الذي كانت تعيشه، إضافة إلى جملة من العوامل الجوهرية التي شهدتها السوق تتمثل أساساً في: الازدياد الملحوظ في نشاط هيئة سوق المال لدعم ثقة المستثمرين وتشجيعهم على الاستثمار في السوق، إضافة إلى ارتفاع أسعار النفط سنة 2013.

لكن هذا الارتفاع لم يستمر طويلاً حيث شهد المؤشر تراجعاً تدريجياً سنتي 2014 و 2015 وسجل 8.333,30 و 6.911,76 نقطة على التوالي بسبب الانخفاض الكبير الذي شهدته أسعار النفط في الأسواق العالمية، لينتفض السوق من جديد ويرتفع المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي مرة أخرى عند

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

مستوى 7.226,3 نقطة سنة 2017 ثمالي 7.826,73 نقطة سنة 2018، ثم واصل ارتفاعه ليسجل 8.389,23 سنة 2019.

الفرع الثاني: تطور حجم السوق السعودي قياسا برسملة السوق وعدد الشركات المدرجة

يعتبر تطور وارتفاع حجم السوق دليل ومؤشر إيجابي زيادة نشاط الاستثمار في الأوراق المالية وجاذبية هذا السوق لدى المستثمرين، ويقاس حجم السوق بمؤشرين فرعيين هما: رسملة السوق (القيمة السوقية للأسهم المتداولة) وعدد الشركات المدرجة في السوق.

1. عدد الشركات المدرجة

يعد هذا المقياس مؤشرا هاما لحجم السوق؛ حيث كلما كان عدد الشركات المدرجة في البورصة كبيرا ساهم ذلك في زيادة الاستثمارات، وهو مايدلّ على تطور واتساع حجم السوق وبالتالي زيادة نشاطه، وهذا ما ينعكس بصورة إيجابية على الاقتصاد الوطني.

وفيما يلي تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019).

جدول رقم (7): عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
عدد الشركات المدرجة	135	146	150	158	163	169	171	176	179	190	199

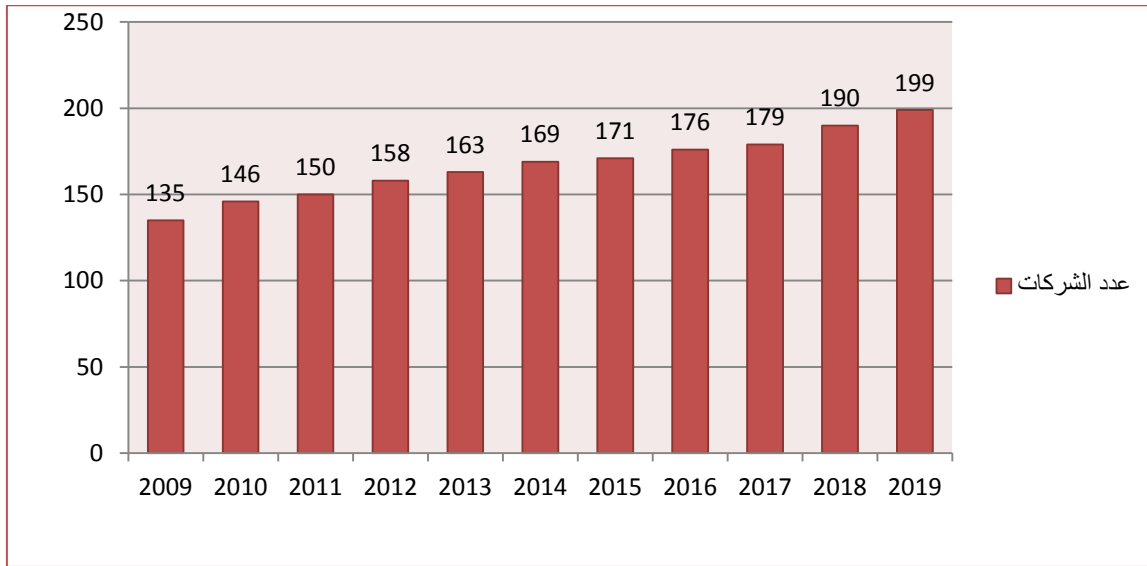
المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على:

السوق المالية السعودية، من الموقع:

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

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

شكل رقم(12): تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة(2009-2019)



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات الجدول رقم(7).

يوضح لنا كل من الجدول والشكل السابقين تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة(2009-2019)؛ والملاحظ على سوق الأسهم السعودي أنه يتميز بقلة عدد الشركات المدرجة أسهما في السوق مقارنة بحجم الاقتصاد السعودي الكبير، حيث سجّل عدد الشركات- ورغم قلة عددها- نموا متدرجا ومتزايدا من سنة لأخرى، حيث سجلنا سنة 2009 وجود 135 شركة مدرجة ليرتفع العدد إلى 163 شركة سنة 2013، وواصلت الارتفاع إلى أن بلغ عددها 199 شركة مدرجة في السوق السعودي سنة 2019.

ويعود الفضل في زيادة عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي من سنة لأخرى إلى عدّة عوامل؛ تتلخص أساساً في الجهود المتواصلة المبذولة من قبل هيئة السوق من أجل تطويره والوصول به إلى مصاف الأسواق العالمية المتطورة، وذلك من خلال استخدام الأساليب والتقنيات الحديثة المتطورة في التعاملات والتداول، منها: نظام "تداول"، نظام "X-STREAM INET" بفضل الاتفاقيات المبرمة مع شركة نازداك العالمية، نظام ESIS... الخ.

تتوزع الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي على القطاعات الخمسة عشر التالية: المصارف والخدمات المالية، الصناعات البتروكيمياوية، الاستثمار الصناعي، الاتصالات وتقنية المعلومات، الطاقة والمرافق الخدمية، الزراعة والصناعات الغذائية، التجزئة، التأمين، الاستثمار المتعدد، الإسمنت، التشييد

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

والبناء، التطوير العقاري، النقل، الإعلام والنشر، الفنادق والسياحة. كما يتصف السوق المالي السعودي بكونه ضيقاً ومحدوداً مقارنة مع الأسواق الناشئة والمماثلة الأخرى، علماً أن عدد الشركات استمر في النمو المطرد منذ إنشاء هيئة السوق المالية، ويعزى الأمر في ضيق السوق إلى محدودية الأسهم القابلة للتداول، ولا سيما أسهم الشركات الكبرى لأن الأسهم المملوكة للحكومة لا يتم تداولها، وهناك سبب آخر يتمثل في سيطرة بعض الملاك الكبار على جزء كبير من ملكية الشركات مما يحد من كمية الأسهم المتداولة¹.

يوضح الجدولان المواليان الشركات الخمس الأكثر نشاطاً خلال سنة 2019 من حيث: عدد الأسهم المتداولة وقيمة الأسهم المتداولة.

جدول رقم(8): الشركات الخمس الأكثر نشاطاً من حيث عدد الأسهم المتداولة سنة 2019

الشركة	الاسهم المتداولة	نسبة الشركة من القطاع	نسبة الشركة من إجمالي السوق
الإينماء	2,428,110,783	30.56%	7.35%
دار الأركان	2,149,832,310	59.68%	6.50%
الراجحي	1,650,571,977	20.77%	4.99%
كيان السعودية	1,573,974,851	20.70%	4.76%
أرامكو السعودية	1,041,153,087	56.02%	3.15%

المصدر: السوق المالية السعودية، من الموقع:

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

جدول رقم(9): الشركات الخمس الأكثر نشاطاً من حيث قيمة الأسهم المتداولة سنة 2019

الوحدة: ريال

الشركة	قيمة الاسهم المتداولة	نسبة الشركة من القطاع	نسبة الشركة من إجمالي السوق
الراجحي	108,873,591,356	38.88%	12.37%
سابك	80,005,243,868	37.33%	9.09%
الإينماء	57,777,551,972	20.63%	6.56%
أرامكو السعودية	38,695,060,980	61.33%	4.40%
الأهلي	30,696,323,325	10.96%	3.49%

المصدر: السوق المالية السعودية، من الموقع:

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

¹ "الاستثمارات المالية وسوق الأسهم"، مرجع سبق ذكره، ص14، من الموقع: <https://www.alahlicapital.com> ، تاريخ الاطلاع 2020/07/31.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 – 2019)

2. رسملة السوق

يقصد برسملة السوق قيمة أسهم الشركات المدرجة في السوق بسعر السوق، أما معدل رسملة السوق فيقاس من خلال قسمة الرسملة السوقية على الناتج المحلي الإجمالي، وكلاهما مؤشر مهم في قياس مستوى نشاط السوق؛ حيث يعكس هذا مؤشر رسملة السوق مدى قدرة سوق الأسهم السعودي على تعبئة الموارد أي القدرة على تعبئة المدخرات وتوجيهها للاستثمار، فكلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على ارتفاع حجم السوق وبالتالي ارتفاع معدل رسملة السوق يساهم في آثار إيجابية على مستوى اقتصاد الدولة.

والجدول الموالي يوضح تطور القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي إضافة إلى معدل رسملة السوق خلال الفترة (2009-2019).

جدول رقم(10): رسملة سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 – 2019)

السنة	القيمة السوقية للأسهم (مليون ريال)	التغير (%)	الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية(مليون ريال)	معدل الرسملة السوقية %
2009	1.195.510	-	1.609.117	74,30
2010	1.325.390	10,86	1.980.777	66,91
2011	1.270.840	-4,12	2.517.146	50,49
2012	1.400.340	10,19	2.759.906	50,74
2013	1.752.860	25,17	2.799.927	62,60
2014	1.812.890	3,42	2.836.314	63,92
2015	1.579.060	-12,90	2.453.512	64,36
2016	1.681.950	6,52	2.418.508	69,54
2017	1.689.600	0,45	2.582.198	65,43
2018	1.858.950	10,02	2.949.457	63,03
2019	9.025.440	385,51	2.973.626	303,51

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

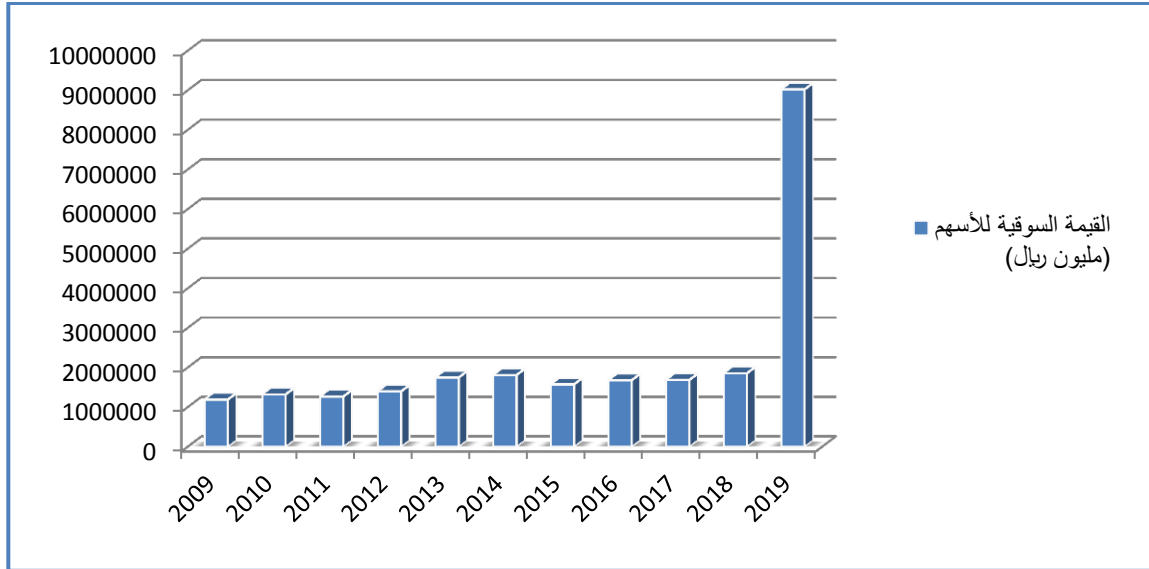
- السوق المالية السعودية، من الموقع: <https://www.tadawul.com.sa>، تاريخ الاطلاع 2020/09/17.
- مؤسسة النقد العربي، من الموقع: <http://www.sama.gov.sa>، تاريخ الاطلاع 2020/09/17.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

الشكل الموالي يوضح في رسم بياني معطيات الجدول السابق في ما يخص تطور القيمة السوقية

للأسهم في سوق الأسهم السعودي خلال فترة الدراسة.

شكل رقم (13): القيمة السوقية للأسهم في السوق السعودي خلال الفترة (2009-2019)



المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على معطيات الجدول رقم (10).

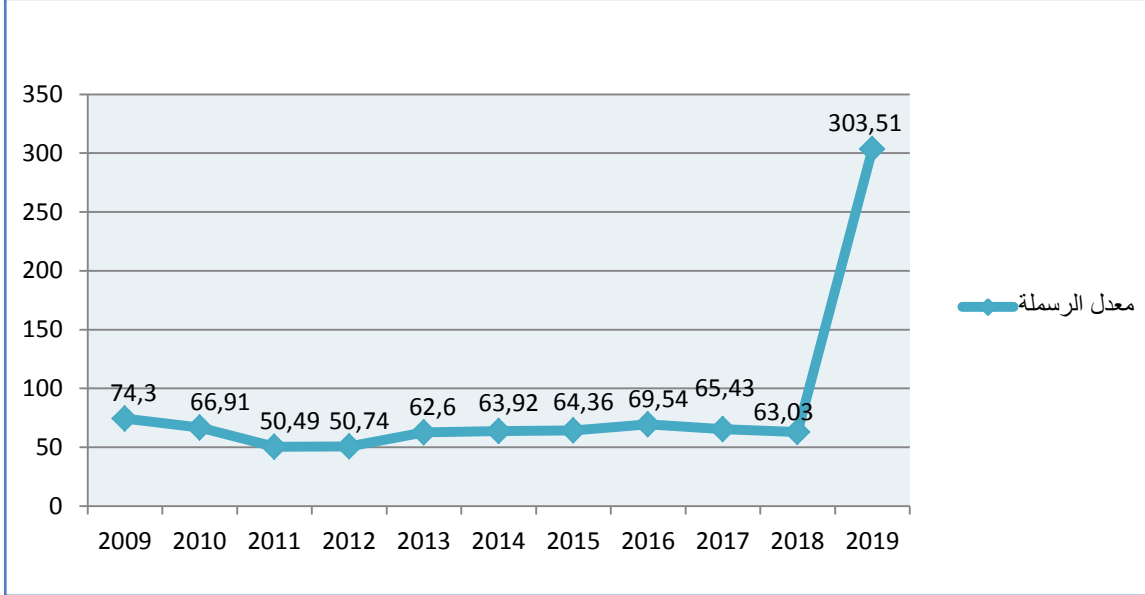
تشير معطيات الجدول رقم (10) والشكل البياني السابق عموماً إلى ارتفاع مؤشر القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودي بفضل زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق، وهو ما ساهم في تعبئة المدخرات من خلال زيادة الإصدارات الجديدة في السوق، حيث بلغت القيمة السوقية للأسهم في السوق السعودي قيمته 1.195.510 مليون ريال سنة 2009، وارتفعت سنة 2010 لتبلغ 1.325.390 مليون ريال بمعدل نمو قُدِّر بـ 10,86%، لكنها عرفت انخفاضاً طفيفاً في سنة 2011 وسجلت 1.270.840 مليون ريال، لتواصل بعد ذلك القيمة السوقية للأسهم في ارتفاع متواصل ومستمر من سنة لأخرى بلغ فيها المؤشر سنة 2014 ما قيمته 1.812.890 مليون ريال، لتعود القيمة السوقية للانخفاض مرة أخرى وذلك سنة 2015 بمعدل قُدِّر بـ 12,90% مسجلة ما قيمته 1.579.060 مليون ريال.

أما سنة 2016 فقد تحسنت رسملة السوق قليلاً مقارنة بالسنة السابقة حيث بلغت 1.681.950 مليون ريال، وواصلت الارتفاع تدريجياً لتبلغ أعلى قيمة لها سنة 2018 بقيمة قُدِّر بـ 1.858.950 مليون ريال، أما سنة 2019 فسجلت قفزة خيالية للقيمة السوقية لأسهم السوق السعودي بلغت 9.025.440 مليون ريال.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

والشكل الموالي يوضح تطور معدل رسملة السوق خلال الفترة (2009-2019).

شكل رقم(14): تطور معدل رسملة سوق الأسهم السعودي خلال الفترة(2009-2019)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم(10).

الفرع الثالث: مؤشر سيولة السوق

يقصد بسيولة السوق سهولة التداول أي سهولة بيع وشراء الأوراق المالية في السوق، ويعبر عنها بمؤشرين هاميين هما: مؤشر حجم التداول ومعدل الدوران.

1. حجم التداول في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

حجم التداول خلال فترة زمنية معينة(عادة ما تكون سنة) يعبر عنه بالقيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة في السوق خلال تلك الفترة، في حين يحسب معدل التداول لسنة معينة من خلال قسمة القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي.

وفيما يلي جدول توضيحي لتطور القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي، خلال فترة الدراسة، مع معدل التداول خلال نفس الفترة.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

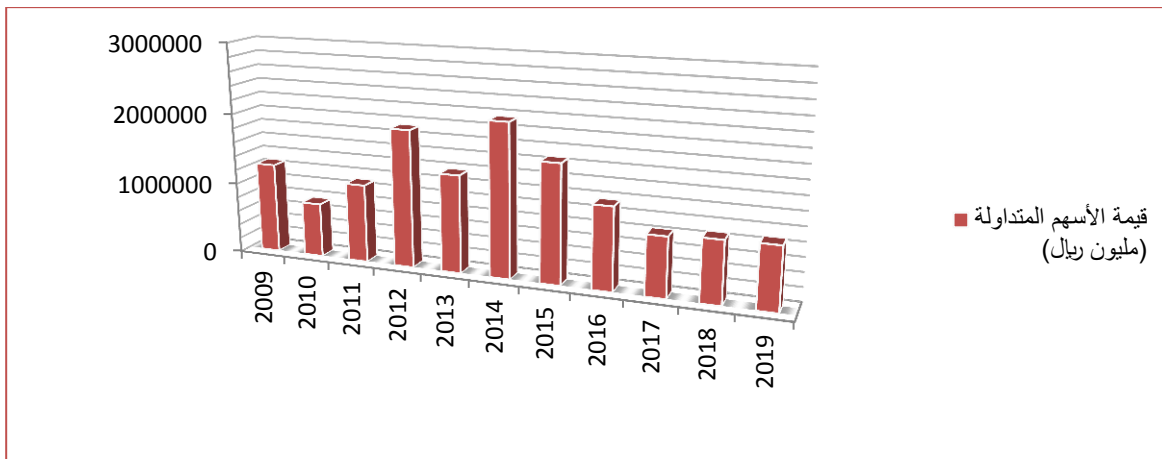
جدول رقم(11): حجم التداول في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة(2009-2019)

السنة	الناتج المحلي الإجمالي (مليون ريال)	قيمة الأسهم المتداولة(مليون ريال)	التغير(%)	معدل التداول %
2009	1.609.117	1.264.011	/	78,55
2010	1.980.777	759.184	-39,94	38,33
2011	2.517.146	1.098.836	44,74	43,65
2012	2.759.906	1.929.318	75,85	69,90
2013	2.799.927	1.369.666	-29,01	48,92
2014	2.836.314	2.146.512	56,72	75,68
2015	2.453.512	1.660.622	-22,64	67,68
2016	2.418.508	1.156.987	-30,33	47,84
2017	2.582.198	836.275	-27,72	32,39
2018	2.949.457	870.870	4,14	29,53
2019	2.973.626	880.139	1,06	29,6

المصدر: السوق المالية السعودية، من الموقع:

<https://www.tadawul.com.sa> ، تاريخ الاطلاع(2020/10/11)

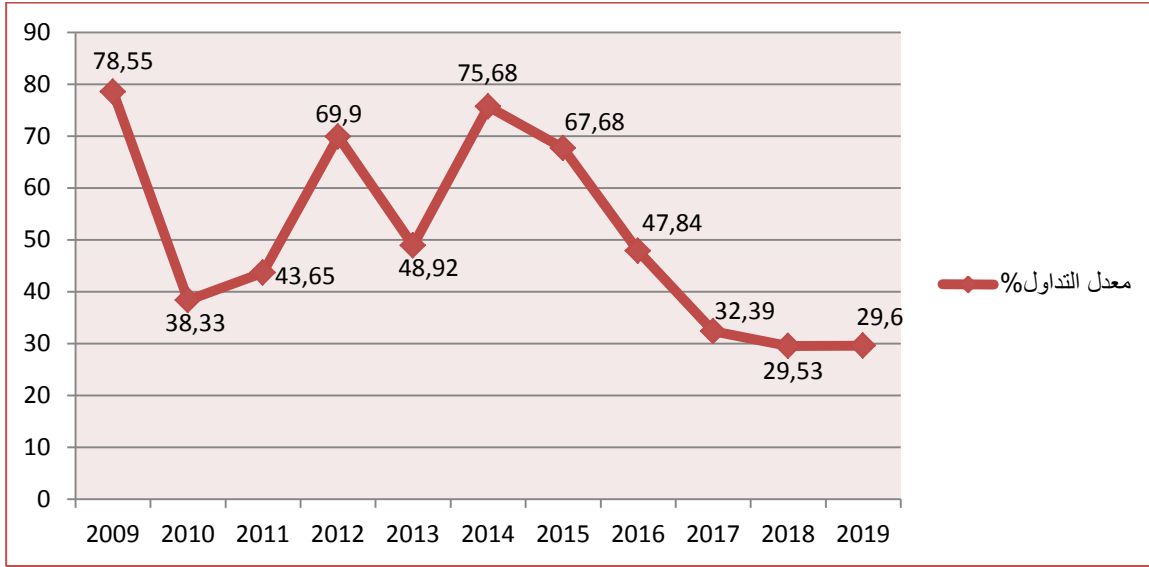
شكل رقم(15): قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة(2009-2019)



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات الجدول رقم(11).

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

شكل رقم (16): معدل التداول في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات الجدول رقم (11).

يلاحظ من خلال الجدول السابق تذبذبات كبيرة في نمو معدل التداول في سوق الأسهم السعودي بين الارتفاع تارة والانخفاض تارة أخرى، حيث سجل السوق السعودي أفضل معدل تداول له سنة 2009 قدر بـ 78,55% لكن هذه النسبة سرعان ما انخفضت سنة 2010 إلى 38,33%، في حين شهدت الفترة من سنة 2010 إلى سنة 2013 تذبذبات في نمو معدل التداول بالسوق من سنة إلى أخرى، ليحقق السوق سنة 2014 معدلا تداول معتبر بلغ 75,68%.

أما الفترة من 2015 إلى غاية 2019 فقد شهدت تراجعاً في حجم تداول الأوراق المالية في السوق وانخفاضات متتالية في معدل نمو حجم التداول وصلت إلى 29,6% سنة 2019.

توضح القراءة السابقة لتطور معدل التداول في السوق السعودي خلال الفترة (2009-2019) اضطراب كبير في معدلات حجم التداول من سنة لأخرى، مع انخفاض كلي لحجم التداول بالسوق منذ سنة 2015، وتعتبر هذه الأرقام أساساً عن انخفاض مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودي، وهو ما قد ينعكس سلباً على أداء السوق.

2. معدل الدوران

يعدّ معدل الدوران مؤشراً مهماً على سيولة سوق الأوراق المالية، حيث يمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي قيمة الأسهم المتداولة على رسملة السوق (القيمة السوقية) خلال العام أو خلال فترة زمنية معينة، فمعدل الدوران يشير إلى درجة سيولة السوق المالي وإلى مستوى تكلفة المعاملات

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء
سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 – 2019)

والصفقات التي تتم داخل السوق، فإذا ارتفعت إجمالي قيمة الأسهم المتداولة بمعدل أكبر من القيمة السوقية للأسهم المتداولة دلّ ذلك على ارتفاع معدل الدوران، وبالتالي ارتفاع درجة سيولة السوق. وهو مؤشر يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه.

الجدول الموالي يوضح لنا تطور معدل الدوران في سوق الأسهم السعودي من سنة 2009 إلى غاية سنة 2019.

جدول رقم(12):معدل الدوران في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 – 2019).

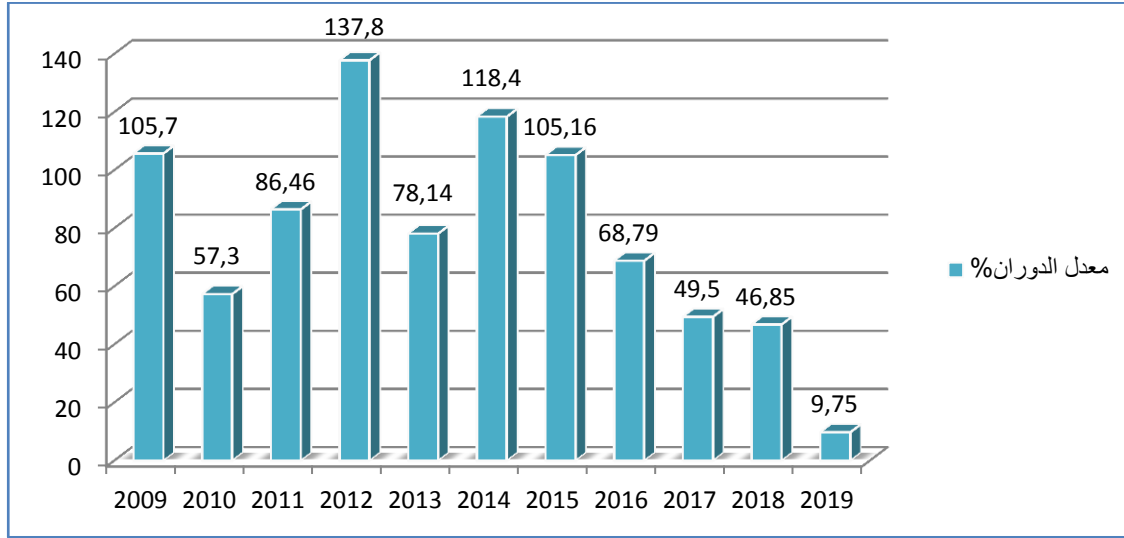
السنة	قيمة الأسهم المتداولة(مليون ريال)	القيمة السوقية للأسهم (مليون ريال)	معدل الدوران%
2009	1.264.011	1.195.510	105,7
2010	759.184	1.325.390	57,3
2011	1.098.836	1.270.840	86,46
2012	1.929.318	1.400.340	137,8
2013	1.369.666	1.752.860	78,14
2014	2.146.512	1.812.890	118,40
2015	1.660.622	1.579.060	105,16
2016	1.156.987	1.681.950	68,79
2017	836.275	1.689.600	49,5
2018	870.870	1.858.950	46,85
2019	880.139	9.025.440	9,75

المصدر: السوق المالية السعودية، من الموقع:

<https://www.tadawul.com.sa> ، تاريخ الاطلاع(2020/10/11)

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

شكل رقم (17): معدل الدوران في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات الجدول رقم (12).

من الجدول والشكل السابقين نلاحظ تذبذب في معدل الدوران في سوق الأسهم السعودي خلال فترة الدراسة، حيث سجلت سنة 2009 معدل 105,7% لكنه سرعان ما تراجع سنة 2010 إلى 57,3%، ويعود هذا التراجع أساساً إلى الانخفاض الكبير في إجمالي قيمة الأسهم المتداولة سنة 2010 مقابل ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المصدرة.

وفي سنة 2011 ارتفع معدل الدوران إلى 86,46% وواصل ارتفاعه سنة 2012 إلى 137,8% بفضل ارتفاع حجم التداول بالسوق، أما باقي فترة الدراسة فشهدت تذبذب كبير في معدل الدوران بالسوق السعودي من سنة لأخرى تراوح بين الانخفاض أحيانا والارتفاع أحيانا أخرى، ليسجل السوق أفضل معدل دوران سنة 2014 بلغ 118,4%، أما سنة 2019 فسجلنا بها معدل دوران منخفض جدا قدر بـ 9,75% بسبب الانخفاض الشديد في حجم التداول وارتفاع القيمة السوقية للأسهم المتداولة لرقم قياسي.

مما سبق نلاحظ أن حجم سوق الأسهم السعودي لا يزال صغيرا مقارنة بالأسواق العالمية، كما أن مؤشرات السيولة فيه لا تزال تعاني سلبا؛ وهو ما توضحه الأرقام المسجلة من خلال التذبذب الكبير في معدل كل من حجم ومعدل التداول ومعدل الدوران، وهو ما من شأنه أن ينعكس سلبا على أداء السوق ودرجة تطوره.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية في سوق الأسهم السعودي

تعتبر المملكة العربية السعودية أول دولة عربية قامت بإنشاء صندوق استثماري سنة 1979 وبعدها تنامت صناديق الاستثمار وتطورت من سنة لأخرى، وأصبحت لها مكانة هامة في سوق الأسهم السعودي، وهو مادفع لإنشاء صناديق استثمارية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية تلبي احتياجات المستثمرين والراغبين في استثمار أموالهم بطرق مشروعة، فازدهرت صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية في سوق الأسهم السعودي مع ارتفاع الطلب عليها مما دفع بالكثير من الشركات والمؤسسات المالية لتلبية الطلب المتزايد عليها عن طريق إنشاء صناديق جديدة أو تحويل صناديق تقليدية ليصبح عملها موافقاً للضوابط الشرعية.

المطلب الأول: إنشاء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية وتطورها

على الصعيد العربي كانت السعودية هي الأسبق إلى خوض تجربة الصناديق الاستثمارية، ومع مرور السنوات نمت وازدهرت هذه الصناعة وزاد إقبال المستثمرين عليها.

الفرع الأول: نشأة وتطور صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية

أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" في ديسمبر 1979. ثم استمرت البنوك السعودية في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية بمختلف أنواعها نتيجة لنجاح هذه التجربة والإقبال المتزايد للمستثمرين عليها.

وقد جاءت فكرة صناديق الاستثمار السعودية لتلبية لرغبات وطلبات المستثمرين بفئاتهم المختلفة وإقبالهم على هذه الصناديق التي تسوق محليا وعالميا، أما قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في البنوك المحلية فقد صدرت بناء على توصيات مؤسسة النقد العربي السعودي والقرار الوزاري رقم 2052/3 بتاريخ 14/07/1413 هـ الموافق ل1993/1/7م، وقد عرفت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار بأنه "برنامج استثماري مشترك ينشئه البنك المحلي بموافقة مسبقة من مؤسسة النقد العربي السعودي بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيا في نتائج أعمال البرنامج، وتتم إدارته من قبل البنك مقابل أتعاب محددة". وبالنسبة للأغراض الاستثمارية للصناديق في السعودية فلم تحصرها قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في مجال معين وتركها لعقد إنشاء الصندوق بين المدير والمستثمرين¹. علما أن إدارة هذه الصناديق انتقلت حاليا إلى شركات الوساطة المرخص لها من هيئة السوق المالية.

¹ فتيحة كحلي، مرجع سبق ذكره، ص 119.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

وقد حقق قطاع صناديق الاستثمار نمواً متزايداً في المملكة العربية السعودية، ليصل عددها إلى 244 صندوقاً استثمارياً سنة 2009م، ثم انخفض هذا العدد ليصل إلى 236 صندوقاً بنهاية سنة 2013م ويعود السبب الرئيسي لهذا الانخفاض لتأثر الكثير من الصناديق الاستثمارية العاملة بالمملكة العربية السعودية بالأزمة المالية العالمية وتبعاتها على الأسواق المالية والاقتصاد ككل. ومن ثم شهد إنشاء الصناديق الاستثمارية تزايداً مضطرباً إلى أن بلغ سنة 2016م إلى 275 صندوقاً، لكن الفترة من (2016-2019) شهدت انخفاضاً في عدد الصناديق الاستثمارية، حيث بلغت سنة 2019 إلى 253 صندوقاً استثمارياً.

الجدول الموالي يوضح بشكل مفصّل تطور العدد الإجمالي للصناديق الاستثمارية العاملة بالمملكة العربية السعودية ونمو حجم الأصول المستثمرة فيها وعدد المشتركين بها خلال الفترة (2009-2019).

جدول رقم (13): تطور عدد صناديق الاستثمار السعودية مع حجم الأصول المستثمرة، وعدد

المشاركين فيها خلال الفترة (2009-2019)

السنوات	عدد الصناديق	نسبة التغير %	إجمالي الأصول (مليار ريال)	نسبة التغير %	عدد المشتركين	نسبة التغير %
2009	244	/	89,55	/	356.331	/
2010	243	-0,4	94,74	5,79	320.415	-10,08
2011	249	2,47	82,19	-13,25	293.905	-8,27
2012	240	-3,61	88,07	7,15	275.624	-6,22
2013	236	-1,67	103,18	17,15	258.110	-6,35
2014	252	6,78	110,71	7,28	246.031	-4,68
2015	270	7,14	102,90	-7,05	236.977	-3,68
2016	275	1,85	87,84	-14,63	224.411	-5,3
2017	273	-0,73	110,23	25,49	238.445	6,25
2018	249	-8,8	111,86	1,48	332.567	39,47
2019	253	1,6	159,96	43	329.739	-0,85

المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على: مؤسسة النقد العربي السعودي، من الموقع:

، تاريخ الاطلاع (2020/10/22)، <https://www.sama.gov.sa>

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

يلاحظ من الجدول أعلاه تطور ضعيف وزيادة ضئيلة في عدد الصناديق الاستثمارية بالسوق السعودي خلال فترة الدراسة، على عكس إجمالي أصول هذه الصناديق الذي سجل نمواً معتبراً خلال نفس الفترة. حيث شهدت سنة 2010 انخفاضاً قليلاً في عدد صناديق الاستثمار المدرجة في السوق السعودي فبلغ عددها 243 صندوقاً بعد أن كان 244 صندوقاً سنة 2009، كما شهدت انخفاضاً في عدد المشتركين بنسبة 10,08%، أما في ما يخص سنة 2011 فسجلت زيادة معتبرة في عدد الصناديق بلغت 249 صندوقاً لكن رغم ذلك انخفض عدد المشتركين في الصناديق لـ 293.905 مشتركاً أي بنسبة انخفاض قُدّرت بـ 8,27%.

كما شهدت سنتي 2012 و2013 انخفاضاً في عدد الصناديق المدرجة في السوق السعودي إلى 240 و236 صندوقاً على التوالي، ويعود سبب هذا الانخفاض إلى تداعيات أزمة الديون السيادية اليونانية على السوق السعودي وإلى تجميد هيئة السوق المالية السعودية لعمل بعض الصناديق لعدة أسباب أهمها: غياب الإفصاح والشفافية وعدم إصدار التقارير المالية¹.

ثم شهد قطاع الصناديق ارتفاعاً ملحوظاً ليلبغ عدد الصناديق الناشطة في السوق السعودي خلال سنة 2016 عدد 275 صندوقاً، لكن هذا التحسن الملحوظ لم يدم طويلاً وسجل قطاع الصناديق تراجعاً وصل إلى 253 صندوقاً سنة 2019 وانخفض عدد المشتركين خلال نفس السنة لعدد 329.739 مشتركاً.

¹ عمر عبو، مرجع سبق ذكره، ص174.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء
سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

الفرع الثاني: تطور عدد الصناديق المفتوحة والمغلقة خلال الفترة (2009 - 2019)

يضم قطاع صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية نوعين من الصناديق: صناديق مفتوحة غير محددة المدة تسمح بدخول وخروج المستثمرين في أي وقت شاءوا، وصناديق مغلقة محددة المدة تتداول وحداتها في السوق المالي، و في ما يلي تطور عدد الصناديق المفتوحة والمغلقة الناشطة في السعودية خلال الفترة (2009 - 2019).

جدول رقم(14): تطور عدد صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة في السعودية خلال
الفترة(2009-2019)

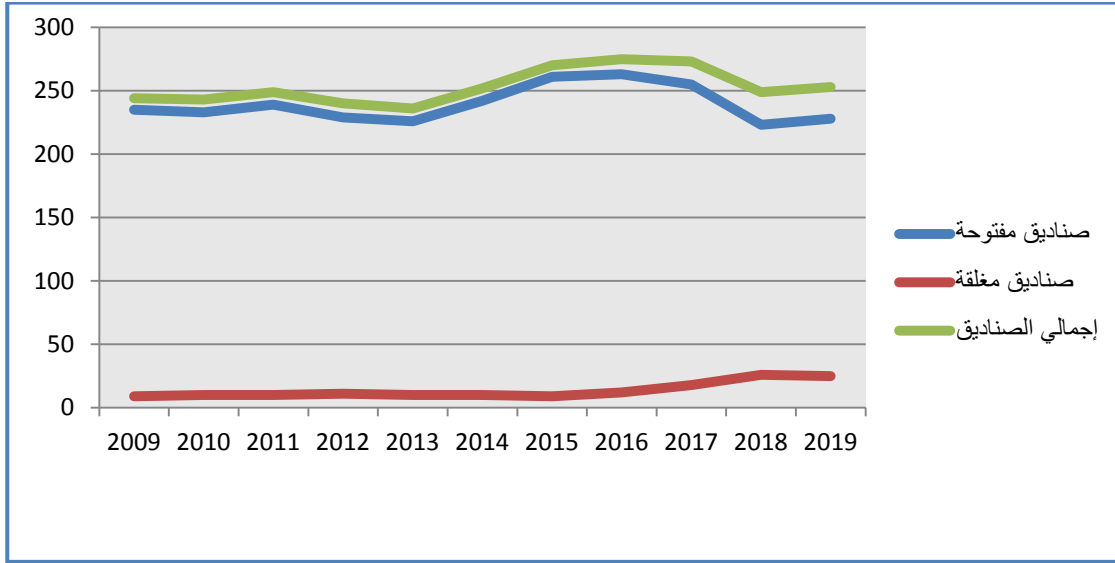
السنة	الصناديق المفتوحة	الصناديق المغلقة	إجمالي عدد الصناديق
2009	235	9	244
2010	233	10	243
2011	239	10	249
2012	229	11	240
2013	226	10	236
2014	242	10	252
2015	261	9	270
2016	263	12	275
2017	255	18	273
2018	223	26	249
2019	228	25	253

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، من الموقع:

<https://www.sama.gov.sa> ، تاريخ الاطلاع(2020/10/20).

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

شكل رقم (18): تطور عدد الصناديق الاستثمارية المفتوحة والمغلقة خلال الفترة (2009-2019)



المصدر: من إعداد الطالبة اعتماداً على معطيات الجدول رقم (14).

من الجدول السابق يتضح جلياً أن قطاع صناديق الاستثمار في السعودية يركز أساساً على صناديق الاستثمار المفتوحة، فأغلبية الصناديق الناشطة في السوق هي صناديق مفتوحة؛ إذ سجلنا سنة 2019 مثلاً نشاط 228 صندوقاً استثمارياً مفتوحاً، في حين أن صناديق الاستثمار المغلقة يبقى عددها محدوداً وضئيل جداً إذ لم تتجاوز 25 صندوقاً خلال نفس السنة.

يرجع السبب الرئيسي في نمو وزيادة عدد الصناديق المفتوحة من سنة لأخرى إلى الإقبال والطلب المتزايد عليها من قبل المستثمرين، فهم يفضلون استثمار أموالهم في الصناديق المفتوحة بدل الصناديق المغلقة، نظراً للخصائص التي تتوفر فيها؛ فالصناديق المفتوحة توفر السيولة للمشاركين فيها باستمرار وفي أي وقت من خلال استعادتها الدائم لإعادة شراء وثائق الاستثمار متى طلب المكتتب ذلك. في حين أن المكتتب في الصندوق المغلق لا يمكن استرداد وثائقه إلا عند حلول أجل استحقاق الصندوق.

وتعدّ علاقة صناديق الاستثمار المفتوحة بسوق الأسهم السعودي محدودة جداً وتخضع بالدرجة الأولى للسياسة المعتمدة من قبل إدارة الصندوق في حد ذاته والفئة التي ينتمي إليها، عكس الصناديق المغلقة التي لها ارتباط وثيق بسوق الأوراق المالية؛ حيث يتم تداول وثائقها في السوق بيعاً وشراءً، لكن يبقى عددها قليلاً مقارنة بحجم إجمالي قطاع الصناديق الاستثمارية في السعودية وحجم سوق الأوراق المالية السعودي.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

الفرع الثالث: أصول صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي موزعة حسب نوع الاستثمار خلال
الفترة (2009 - 2019)

تتوزع أصول صناديق الاستثمار الناشطة في المملكة العربية السعودية أساساً بين: الأسهم بنوعيتها
محلية وأجنبية، الصكوك والسندات المحلية، السندات الأجنبية، أدوات النقد المحلية والأجنبية، أصول
أخرى محلية وأجنبية إضافة للاستثمارات العقارية، والجدول الموالي يوضح تطور أصول الصناديق
الاستثمارية حسب النوع خلال الفترة (2009 - 2019)

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة
(2009 - 2019)

الوحدة: (مليون ريال)

جدول (15): أصول صناديق الاستثمار موزعة حسب نوع الاستثمار (2009-2019)

إجمالي الأصول	استثمارات عقارية	أصول أجنبية أخرى	أصول محلية أخرى	أدوات نقدية أجنبية	أدوات نقدية محلية	سندات أجنبية	صكوك وسندات محلية	أسهم أجنبية	أسهم محلية	السنة
89.548	2.332	974	1.167	4.099	49.402	324	1.960	10.009	19.281	2009
94.740	1.473	976	694	8.028	48.330	363	2.995	10.933	20.948	2010
82.193	1.740	359	1.156	5.454	40.132	2.560	3.031	9.289	18.472	2011
88.068	1.817	60	1.844	6.034	44.874	1.807	2.086	10.354	19.192	2012
103.179	3.127	409	1.411	7.005	50.809	1.731	2.878	12.170	23.639	2013
110.711	3.560	410	4.189	15.194	45.674	2.019	3.973	11.215	24.477	2014
102.898	3.365	407	4.014	12.976	43.691	2.017	5.830	10.573	20.025	2015
87.836	3.200	388	4.698	10.570	40.793	1.282	5.577	4.940	16.386	2016
110.233	4.249	542	8.743	11.598	55.169	1.528	4.996	5.420	17.988	2017
111.862	19.609	123	2.588	12.736	45.447	1.032	4.494	4.321	21.512	2018
159.958	23.754	80	3.043	21.276	76.729	1.011	6.915	4.150	23.000	2019

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، من الموقع: <https://www.sama.gov.sa> ، تاريخ الاطلاع (2020/11/05).

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا أن إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية سجّل نمواً وتطوراً معتبراً خلال الفترة (2009-2019)؛ حيث ارتفع من 98.548 مليون ريال سنة 2009 إلى 159.958 مليون ريال خلال سنة 2019 بنسبة مئوية قدرت بـ 62,31%.

في حين تصدرت أدوات النقد المحلية الريادة من حيث حجم الأصول المستثمرة فيها، إذ بلغت قيمة 49.402 مليون ريال سنة 2009 وهي تمثل نسبة 55,17% من إجمالي أصول الصناديق خلال السنة نفسها، ليبقى حجم الاستثمار في أدوات النقد المحلية مستقراً من سنة لأخرى ثم يرتفع مسجلاً أعلى قيمة له سنة 2019 حيث بلغ 76.729 مليون ريال؛ وهي القيمة التي تعادل نسبة 47,97% من إجمالي أصول الصناديق خلال نفس السنة؛ ويرجع السبب في استحواد أدوات النقد المحلية على أغلبية أصول الصناديق الاستثمارية في السعودية إلى المزايا التي تقدّمها هذه الأدوات واعتبارها ملاذاً آمناً لمديري الصناديق لتجنب تسجيل أية خسائر. وفي ما يخص أدوات النقد الأجنبية فقد سجلت تطوراً متذبذباً خلال السنوات الأولى للدراسة ثم ارتفعت تدريجياً وسجلت أفضل قيمة لها سنة 2019 بـ 21.276 مليون ريال.

كذلك يتضح لنا من خلال الجدول أن الاستثمار في الأسهم المحلية حلّ في المرتبة الثانية - بعد أدوات الدين المحلية- من حيث حجم الأصول الموجهة إليه، حيث عرف هو الآخر تطوراً نسبياً من سنة لأخرى؛ إذ سجلنا في سنة 2009 استثمار الصناديق لحجم أصول بلغ 19.281 مليون ريال في الأسهم المحلية، ليرتفع حجم الاستثمار في السنة الموالية إلى 20.948 مليون ريال، هذا التحسن لم يلبث طويلاً فشهدت سنة 2011 تراجعاً معتبراً في حجم الأصول الموجهة للاستثمار في الأسهم المحلية بلغت نسبته 13,40% ويعود السبب في ذلك لحالة اللااستقرار المالي التي شهدتها الأسواق المالية نتيجة تداعيات أزمة الديون السيادية في اليونان، أما باقي السنوات فشهدت تطوراً معتبراً باستثناء سنة 2015 التي سجلنا فيها انخفاضاً طفيفاً، ثم عادت للنمو خلال السنوات اللاحقة ليصل حجم الأصول في الأسهم المحلية سنة 2019 إلى 23.000 مليون ريال.

أما الاستثمارات في الأسهم الأجنبية فقد شهدت استقراراً واضحاً خلال الفترة (2009-2015) ماعداً سنة 2011 التي شهدت انخفاضاً كبيراً لحجم الأصول الموجهة لهذه الأدوات ويعود السبب في ذلك مثل ما ذكرنا سابقاً لتداعيات أزمة الديون السيادية في تلك السنة، لكن الفترة التي تلت سنة 2016 شهدت تهاوياً غير مسبوق لاستثمارات الأسهم الأجنبية وصلت حدود 4.150 مليون ريال سنة 2019.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

وتوزعت نسبة معتبرة من باقي أصول صناديق الاستثمار خلال فترة الدراسة بين كل من الصكوك والسندات المحلية والاستثمارات العقارية، وبدرجة أقل السندات الأجنبية والأصول المحلية والأجنبية الأخرى.

المطلب الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية في المملكة العربية السعودية

على الرغم من تنوع قطاع الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية إلا أن أغلبية المستثمرين يفضلون الاتجاه واستثمار أموالهم في صناديق متوافقة مع الشريعة الإسلامية وهو ما عزز الطلب على هذه الصناديق وساهم في انتشارها.

الفرع الأول: نشأة وتطور صناديق الاستثمار الإسلامية في المملكة العربية السعودية

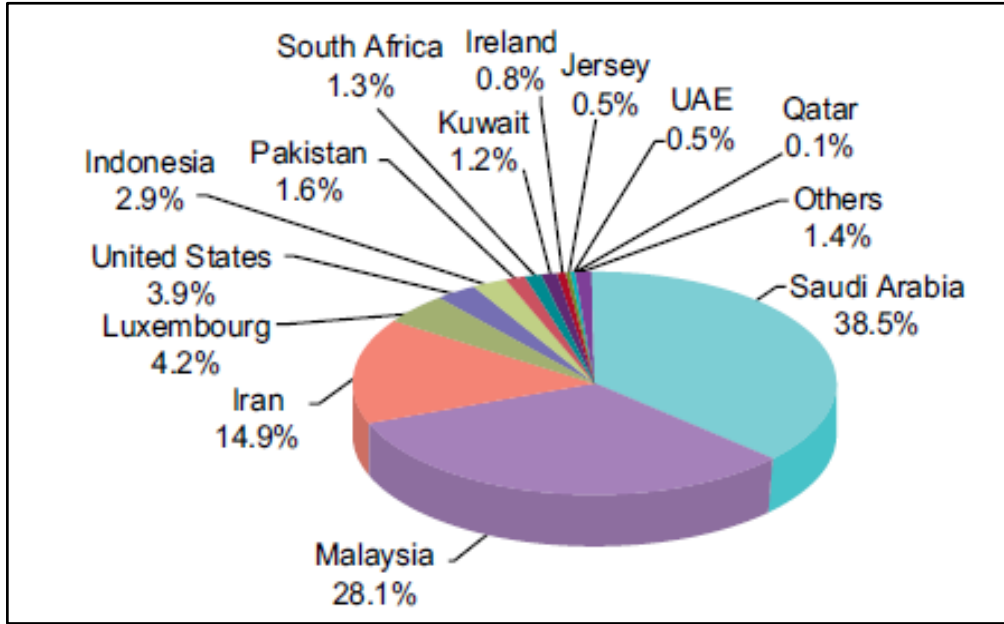
فيما يخص صناديق الاستثمار الإسلامية في المملكة العربية السعودية؛ فيعود إنشاء أول صندوق استثمار إسلامي إلى سنة 1987م بإنشاء صندوق الأهلي للتجارة العالمية من طرف بنك الأهلي التجاري ويعمل الصندوق في المتاجرة بالأسهم في إطار الشريعة الإسلامية، ثم تنامت وازدهرت صناعة الصناديق الإسلامية في السعودية مع ارتفاع الطلب عليها مما حدا بالكثير من شركات الاستثمار والمؤسسات المالية، وخاصة المصارف الإسلامية لتلبية الطلب المتزايد من المستثمرين على هذا الوعاء الاستثماري، عن طريق إنشاءهم صناديق جديدة موافقة للشريعة الإسلامية أو تحويل صناديق قائمة أصلاً لتعمل بحسب الضوابط الشرعية¹.

ويوضّح تقرير مجلس الخدمات الإسلامية، أدناه، التركيز الجغرافي لأصول صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم خلال سنة 2019.

¹ فتحة كحلي، مرجع سبق ذكره، ص122.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

شكل رقم (19): التركيز الجغرافي لأصول صناديق الاستثمار الإسلامية حسب الدول بنهاية 2019



Source : Islamic Financial Services Board(IFCB), « **Islamic Financial Industry Stability Report 2019** », Bank Negara, Malaysia, July 2020, p30 .

احتلت المملكة العربية السعودية بنهاية سنة 2019، المركز الأول من حيث التركيز الجغرافي لأصول صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم، حيث سجلنا استحوادها على نسبة 38,5% من إجمالي أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في العالم، وبهذا تعتبر المملكة العربية السعودية تجربة رائدة عالمياً وعربياً في مجال صناعة الصناديق الإسلامية.

الفرع الثاني: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية في سوق الأسهم السعودي

ينشط في سوق الأسهم السعودي تشكيلة متنوعة من صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، حيث ساعدت ميزة التنوع على انتشار هذه الأوعية الاستثمارية وحفزت المستثمرين للإقبال عليها، وفيما يلي أهم أنواع الصناديق الاستثمارية الإسلامية العاملة في السوق السعودي:

1. أنواع الصناديق من حيث هيكل رأس المال

تنقسم صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث هيكل رأس المال إلى: صناديق مفتوحة وصناديق مغلقة.

1.1 صناديق الاستثمار الإسلامية المفتوحة: وهي الصناديق التي لا تكون محددة بمدة زمنية معينة ويكون مقدار رأسمالها مفتوحاً، وهذا النوع هو الغالب والموجود بكثرة في السوق السعودي نظراً للإقبال المتزايد عليه من قبل المستثمرين بفضل الميزات التي تتوفر عليها هذه الصناديق؛ خاصة من ناحية توفير السيولة للمشاركين في أي وقت، فهي تتيح للمكتتبين فيها إمكانية الدخول والخروج وقت ما أرادوا ذلك.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

ومن بين صناديق الاستثمار الإسلامية المفتوحة الناشطة في سوق الأسهم السعودي نجد: صندوق الجزيرة للأسهم السعودية، وهو صندوق استثماري إسلامي مفتوح يستثمر في محفظة متنوعة من أسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية والمتوافقة مع المعايير الشرعية للصندوق.

2.1 صناديق الاستثمار الإسلامية المغلقة: على عكس الصناديق المفتوحة فإن هذا النوع من الصناديق الإسلامية يحدد فيها عند التأسيس مدتها ورأسمالها يبقى ثابتاً طيلة مدة الصندوق، حيث يقلل باب الاشتراك فيها بمجرد نفاذ عدد الوحدات المطروحة للاكتتاب، للإشارة فإن عدد صناديق الاستثمار الإسلامية المغلقة التي تتداول وحداتها في سوق الأسهم السعودي محدود جداً، حيث تنحصر الصناديق المغلقة المتداولة أساساً في صناديق الاستثمار العقارية. علماً أنه ليس كل صندوق استثماري مغلق يعني أن وحداته بالضرورة تتداول في سوق الأسهم السعودي، بل هناك شروط لا بد أن يستوفيهما الصندوق الاستثماري كباقي الشركات الأخرى من أجل إتاحة إمكانية إدراج وحداته للتداول، مثلها مثل باقي الأوراق المالية الأخرى في سوق الأسهم السعودي. فقد سجلنا وجود صناديق استثمارية مغلقة لكن تداول وحداتها يتم داخل الصندوق نفسه.

ومن أمثلة الصناديق المغلقة التي تتداول وحداتها داخلياً: صندوق مدينة كسب الذي تديره شركة كسب المالية؛ وهو: صندوق استثمار عقاري عام مغلق متوسط الأجل متوافق مع الضوابط الشرعية، يهدف إلى تحقيق عوائد رأسمالية وتوزيع دخل على المدى المتوسط وذلك من خلال الاستثمار بالقطاع العقاري، لكن وحدات الصندوق لا تتداول بيعاً وشراءً في سوق الأسهم السعودي، بل يتم التداول داخل الصندوق بالطريقة التالية: " بعد انتهاء فترة الاشتراك في الصندوق تكون هناك إمكانية تداول وحداته داخلياً من خلال مدير الصندوق، ويحق لغير المشتركين في الصندوق تقديم طلب شراء الوحدات، حيث يقوم مدير الصندوق بتوفير نماذج للراغبين في تنفيذ أوامر بيع الوحدات أو شرائها واستكمال نماذج فتح الحساب وذلك من خلال مكاتب مدير الصندوق، فيتم تسجيل أمر البيع/ الشراء في سجلات تداول الوحدات الداخلي للصندوق وتحديث سجل طلبات الشراء وعروض البيع، وعند تطابق أوامر الشراء مع أوامر البيع ضمن قائمة أفضل العروض يتم تنفيذ العملية، وبناءً على ذلك يتم تحديث سجل مالكي الوحدات".¹

¹ شركة كسب المالية، من الموقع: <http://www.kasbcapital.sa>، تاريخ الاطلاع (2021/01/20).

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

أما صناديق الاستثمار الإسلامية المغلقة المتداولة في سوق الأسهم السعودي فنجد من بينها:

"صندوق الراجحي ريت وهو صندوق استثماري مغلق موافق للشريعة الإسلامية تديره شركة الراجحي المالية، تأسس بتاريخ 2017/12/18، مدته 99 سنة، مدرج ويتم تداول وحداته في سوق الأسهم السعودي حيث يوفر الصندوق للمستثمرين فرصة للاستثمار في السوق العقاري، كما يتيح إمكانية الاستفادة من زيادة رأس المال في المدى البعيد".¹

2. أنواع الصناديق حسب الغرض من الاستثمار

تنقسم صناديق الاستثمار الإسلامية في المملكة العربية السعودية حسب الغرض من الاستثمار:

1.2 صناديق تنمية رأس المال: تنشط بسوق الأسهم السعودي العديد من الصناديق الإسلامية التي تهدف إلى تنمية رأس المال، وبالتالي توفر بيئة مناسبة للمستثمرين الراغبين في تنمية رأس مالهم على المدى المتوسط والطويل، ومن أمثلة هذا النوع من الصناديق: صندوق وساطة للأسهم السعودية الذي تأسس بتاريخ 2016/02/01 والذي تديره شركة وساطة المالية.

2.2 صناديق الدخل: يطلق عليها أيضاً اسم الصناديق ذات العائد الدوري؛ فهي تهدف أساساً إلى تقديم دخل دوري للمستثمر، من خلال الاستثمار في أسهم الشركات ذات التوزيعات الدورية المرتفعة مما يؤهل الصناديق لدفع توزيعات دورية لحملة الوثائق²، ومن بين الصناديق التي تهدف إلى تحقيق دخل دوري، نجد صندوق الأهلي المتنوع بالريال السعودي الذي تديره شركة الأهلي المالية.

3.2 صناديق الدخل والنمو: هذه الصناديق ورغم أنها تسعى إلى تحقيق نمو معتدل في رأس المال، إلا أنها من جهة أخرى تسعى إلى تحقيق عائد دوري، وبالتالي تعمل على الحفاظ على السيولة اللازمة من خلال استثمارها في الأدوات المالية الموافقة للشريعة الإسلامية، ومن أمثلة هذه الصناديق: صندوق صائب للمتاجرة بالسلع الذي تديره شركة الاستثمار للأوراق المالية والوساطة، ويهدف إلى تحقيق الدخل والنمو.

¹ شركة الراجحي المالية، من الموقع: <https://www.alrajhi-capital.com> ، تاريخ الاطلاع (2021/01/20).

² جهاد بوضياف، مرجع سبق ذكره، ص 207.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

3. أنواع الصناديق حسب معيار مكونات التشكيلة

تنقسم صناديق الاستثمار الإسلامية في المملكة العربية السعودية حسب معيار مكونات التشكيلة إلى:

3.1 صناديق الأسهم الإسلامية: تنشط بسوق الأسهم السعودي مجموعة متنوعة من صناديق الأسهم الإسلامية، تتنوع بين: صناديق أسهم محلية، صناديق أسهم خليجية، صناديق أسهم عربية، صناديق أسهم آسيوية، صناديق أسهم أوروبية، صناديق أسهم أمريكية. وفيما يلي لمحة لأهم هذه الأنواع:

أ. صناديق الأسهم المحلية: تمثل صناديق الأسهم المحلية الموافقة للشريعة الإسلامية أكثر من 72% من إجمالي صناديق الأسهم المحلية الناشطة في سوق الأسهم السعودي، حيث بلغ عددها 57 صندوقاً بنهاية سنة 2019، ومن بين صناديق الأسهم الإسلامية المحلية الناشطة بالسوق السعودي نجد: صندوق البلاد للأسهم السعودية النقية، والذي تأسس بتاريخ 2006/01/01 وتديره شركة البلاد للاستثمار.

ب. صناديق الأسهم الخليجية: بلغ عدد صناديق الأسهم الخليجية الموافقة للشريعة الإسلامية 15 صندوقاً بنهاية سنة 2019، ومن أمثلة هذا النوع من الصناديق: صندوق إتش إس بي سي للأسهم الخليجية، الذي تأسس بتاريخ 2006/03/07 .

ج. صناديق الأسهم الدولية: سجلنا بنهاية 2019 نشاط 13 صندوقاً استثمارياً إسلامياً للأسهم الدولية، ومن بين صناديق الأسهم الدولية الموافقة للشريعة الإسلامية، صندوق الجزيرة للأسهم العالمية، وهو صندوق مفتوح تديره شركة الجزيرة للأسهم العالمية.

3.2 صناديق الصكوك: بلغ عدد صناديق الصكوك بنهاية سنة 2019 عدد 14 صندوقاً ما بين صناديق الصكوك المحلية والدولية، ومن أمثلة صناديق الصكوك الناشطة في السوق السعودي: صندوق إتش إس بي سي للصكوك وهو صندوق مفتوح تديره شركة إتش إس بي سي العربية السعودية.

3.3 الصناديق المتوازنة: وهي تلك الصناديق التي توازن أصولها، حيث تستثمر في مزيج من الأسهم والأوراق المالية الأخرى، وتخصص جزء من استثماراتها للأدوات المالية قصيرة الأجل، تسعى هذه الصناديق إلى تحقيق التوازن بين العائد الأعلى والمخاطرة، ومن بين الصناديق المتوازنة الناشطة في المملكة العربية السعودية نجد: صندوق الرياض للدخل المتوازن المُدار من قبل شركة الرياض المالية، وينتمي لفئة الصناديق المتوازنة المحلية.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 – 2019)

4.3 صناديق أسواق النقد: ينشط بالمملكة العربية السعودية العديد من الصناديق الاستثمارية التي تستثمر في أسواق النقد محلياً ودولياً، ومن بين صناديق أسواق النقد المحلية نجد: صندوق الإنماء للسيولة بالريال السعودي، والذي تأسس بتاريخ 2011/01/01 وتديره شركة الإنماء للاستثمار. بالإضافة لأنواع والتصنيفات سابقة الذكر، تنشط بالمملكة العربية السعودية أنواع أخرى من صناديق الاستثمار الإسلامية، نذكر من أهمها:

✓ **صناديق قابضة:** هي صناديق استثمارية تستثمر جميع أصولها في صناديق استثمارية أخرى متوافقة مع الضوابط الشرعية، حيث تسعى لخفض المخاطر من خلال تنويع وتوزيع أصولها في العديد من صناديق الاستثمار الإسلامية. ومن أمثلة الصناديق القابضة في السعودية: صندوق الرياض الجريء المتوافق مع الشريعة.

✓ **صناديق متعددة الأصول:** وهي الصناديق الاستثمارية التي يقوم فيها المدير بتوزيع أصول الصندوق على استثمارات عديدة متوافقة مع الشريعة الإسلامية، مثل الأسهم والصكوك وعمليات المرابحة وحتى الاستثمار في وحدات الصناديق الاستثمارية الأخرى، ومن بين الصناديق متعددة الأصول الناشطة في المملكة العربية السعودية: صندوق الأهلي متعدد الأصول المتحفظ صندوق مفتوح الذي تديره شركة الأهلي المالية.

✓ **صناديق عقارية:** وهي الصناديق التي تنشط بصفة خاصة في القطاع العقاري وعددها في نهاية 2019 بالسعودية 24 صندوقاً، ومن أمثلتها: صندوق الجزيرة ريت، الذي تديره شركة الجزيرة للأسواق المالية.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

المطلب الثالث: الوزن النسبي لصناديق الاستثمار الإسلامية في سوق الأسهم السعودي

الملاحظ على سوق الأسهم السعودي أن غالبية الصناديق الاستثمارية الناشطة فيها موافقة للشريعة الإسلامية، وفيما يلي توزيع عدد الصناديق الاستثمار الإسلامية حسب الفئة في سوق الأسهم السعودي إلى غاية ديسمبر 2019.

جدول رقم(16): الوزن النسبي لصناديق الاستثمار الإسلامية من إجمالي قطاع الصناديق في السوق

السعودي خلال سنة 2019

فئة الصندوق	إجمالي الصناديق الاستثمارية	عدد الصناديق المتوافقة مع الشريعة	% من الفئة	% من إجمالي الصناديق
صناديق الأسهم	محلية	57	72,15	22,53
	دولية	13	81,25	5,14
	أمريكية	01	33,33	0,39
	أوروبية	01	33,33	0,39
	آسيوية	01	20	0,39
	خليجية	15	83,33	5,93
	عربية	10	76,92	3,95
صناديق أدوات الدين والصكوك	محلية	03	100	1,18
	دولية	11	91,66	4,35
صناديق أسواق النقد	محلية	10	71,43	3,95
	دولية	02	50	0,79
	مرابحة بعملات أجنبية	07	100	2,77
	مرابحة بالريال السعودي	18	100	7,11
صناديق قابضة				
	05	04	80	1,58
صناديق	01	01	100	0,39

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

متوازنة	دولية	01	00	/	/
صناديق عقارية	عقارية	08	08	100	3,16
عقارية	عقارية متداولة	17	16	94,12	6,32
صناديق متعددة الأصول		24	20	83,33	7,90
صناديق أخرى		02	02	100	0,79
المجموع		253	200	79,05	79,05

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على المعطيات المتوفرة على

<https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/tadawul/markets/funds?locale=ar> الموقع

تاريخ الاطلاع (2020/07/20)

يتضح من الجدول السابق؛ أنه ومن مجمل صناديق الاستثمار الناشطة في المملكة العربية السعودية والبالغ عددها 253 صندوقاً- حسب إحصائيات ديسمبر 2019-، يوجد 200 صندوقاً استثمارياً متوافق مع الشريعة الإسلامية، وبالتالي فالصناديق الإسلامية تمثل ما نسبته 79,05% من إجمالي الصناديق الاستثمارية العاملة في المملكة، وهي نسبة كبيرة تؤكد الجاذبية الكبيرة لصناديق الاستثمار الإسلامية وتفضيل غالبية الجمهور استثمار أموالهم فيها، وهو ما شجّع المصارف والشركات المالية لإنشاء المزيد من الصناديق الإسلامية من سنة لأخرى.

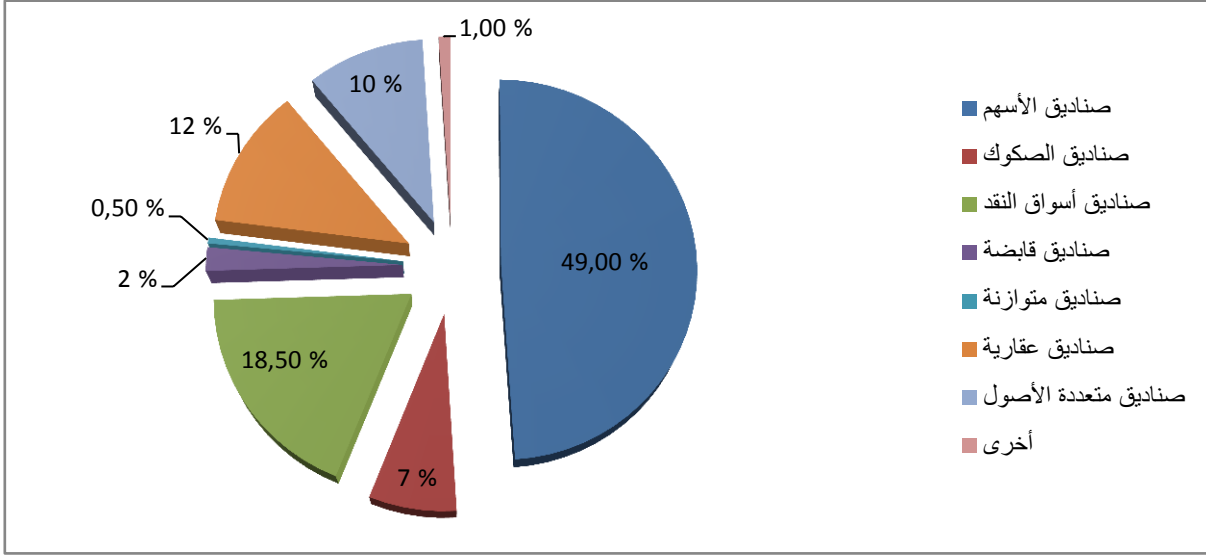
من خلال الجدول أعلاه أيضاً، نلاحظ أنّ نشاط معظم صناديق الاستثمار الإسلامية العاملة في السعودية يركز على الاستثمار في الأسهم بمختلف أنواعها؛ وخاصة الأسهم المحلية، وهو النوع المنتشر بكثرة؛ حيث تمثل صناديق الأسهم المحلية المتوافقة مع الشريعة ما نسبته 93,96% من إجمالي صناديق الأسهم المحلية، كما تمثل نسبة 28,06% من مجمل الصناديق الاستثمارية الناشطة في كل المملكة. وتوزعت صناديق الأسهم الإسلامية على عدة فئات، فسجلنا نشاط الفئات التالية: صناديق الأسهم الدولية و الأوروبية والأمريكية وأسيوية وخليجية وعربية بنسب متفاوتة.

في حين توزعت معظم أصول صناديق الاستثمار الإسلامية الناشطة في سوق الأسهم السعودي الأخرى بين صناديق الصكوك والصناديق العقارية والصناديق متعددة الأصول وصناديق المرابحة بالريال السعودي والصناديق القابضة.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

والشكل الموالي يوضّح بالنسب المئوية توزيع أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية الناشطة في السوق السعودي في نهاية ديسمبر 2019.

شكل رقم(20): توزيع أصول صناديق الاستثمار الإسلامية في السعودية خلال سنة 2019



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على معطيات الجدول السابق.

من الشكل السابق يتوضح لنا استحواذ صناديق الأسهم الإسلامية على المركز الأول لقطاع الصناديق الإسلامية في السعودية بنسبة 49%، وهو ما يؤكد النجاح الذي تحقّقه هذه الأنواع من الصناديق وإقبالهم المستثمرين المتزايد على الاستثمار فيها، تليها في المركز الثاني صناديق أسواق النقد والصناديق العقارية بنسب 18,5% و12% على التوالي، والصناديق متعددة الأصول بنسبة 10%. أما صناديق الصكوك فتمثلت ما نسبته 7% من إجمالي الصناديق الإسلامية الناشطة في سوق الأسهم السعودي بنهاية سنة 2019. إن تعدد أصول الصناديق الإسلامية وتنوعها في السوق يعتبر حافزاً جيداً للمستثمرين لاختيار الصندوق الذي يحقق أهدافهم وطموحاتهم.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

المبحث الثالث: تحليل وقياس أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء مؤشرات سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

على ضوء ما سبق، حُصِّص هذا المبحث لمحاولة توضيح وتبيان مدى تأثير نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات سوق الأسهم السعودي، وللوصول إلى الغاية المرجوة قمنا بتقدير مختلف النماذج، بناءً على المتغيرات التي تم اختيارها انطلاقاً من التأصيل النظري للدراسة ومن الدراسات السابقة في نفس الموضوع، ثم قمنا بعدها بتقييم النماذج القياسية إحصائياً وقياسياً واقتصادياً واستخلاص أهم النتائج.

المطلب الأول: منهجية الدراسة

تتمثل منهجية الدراسة في كافة الإجراءات المتبعة والأدوات الكمية والبرامج المعتمدة في مختلف مراحل الدراسة، بغرض الوصول لمعرفة أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء مؤشرات سوق الأسهم السعودي، وتحليل النتائج المتحصل عليها، وبالتالي الإجابة على إشكاليات الدراسة وإثبات أو نفي فرضيات الدراسة، والخروج بنتائج عامة حول الدراسة.

الفرع الأول: النموذج القياسي المستخدم

اعتمدنا في قياس أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء مؤشرات سوق الأسهم السعودي، على برنامج Eviews 12، وتم التقدير عن طريق نماذج الانحدار المتعدد الذي يقوم على افتراض وجود علاقة بين المتغير التابع (Y_i) وعدد من المتغيرات المستقلة $x_1, x_2, x_3, \dots, x_n$ وحدّ عشوائياً. مع الإشارة أن (Y_i) يشير في كل نموذج إلى أحد المؤشرات المعتمدة لقياس أداء سوق الأسهم السعودي، بينما $x_1, x_2, x_3, \dots, x_n$ تمثل المتغيرات المستقلة للدراسة والخاصة في كل نموذج بأحد صناديق الاستثمار الإسلامية محل الدراسة.

الفرع الثاني: عينة وفترة الدراسة

انطلاقاً من ما هو متوفر من إحصائيات في هذا الموضوع، حيث لا توجد إحصائيات شاملة ومفصلة تخص قطاع صناديق الاستثمار الإسلامية الناشطة في سوق الأسهم السعودي ككل، واقتصر الإحصائيات الموجودة على التقارير السنوية والقوائم المالية التي يصدرها كل صندوق على حدا والمتاحة في موقع سوق الأسهم السعودي (تداول) والمواقع الإلكترونية لشركات إدارة الصناديق.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

بناءً على ما سبق وتماشياً مع الدراسات السابقة التي تناولت نفس الموضوع، تم اختيار عينة من الصناديق الاستثمارية الإسلامية الناشطة في سوق الأسهم السعودي لدراسة أثرها على مجموعة من مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي، وقد شملت فترة الدراسة؛ الفترة من سنة 2009 إلى سنة 2019، وهي تمثل البعد الزمني للدراسة، وقد تم اختيار الصناديق محل الدراسة تبعاً لعلاقتها بسوق الأسهم السعودي وأيضاً طبقاً لمعيار مدى توفر بيانات هذه الصناديق.

وفيما يلي لمحة عامة وتعريف مختصر بالصناديق الاستثمارية الإسلامية محل الدراسة:

1. صندوق الراجحي للأسهم السعودية: هو صندوق استثمار مفتوح تديره شركة الراجحي المالية، يهدف إلى تحقيق نمو طويل لرأس المال وفق أحكام الشريعة الإسلامية، وذلك من خلال الاستثمار في الأسهم السعودية المتداولة في سوق الأسهم السعودي، والتي تتوافق مع ضوابط الهيئة الشرعية للصندوق. ويسعى الصندوق لتحقيق نمو متقارب للمؤشر الإرشادي حيث يتم استخدام المؤشر الاسترشادي - ستاندرز آند بورز للأسهم السعودية المتوافقة مع الضوابط الشرعية - كأداة لقياس أداء الصندوق¹.

جدول رقم (17): ملخص بيانات صندوق الراجحي للأسهم المحلية

اسم الصندوق	صندوق الراجحي للأسهم السعودية
مدير الصندوق	شركة الراجحي المالية
نوع الصندوق	مفتوح
تاريخ بدء النشاط	5 أوت 1992م
العملة	ريال سعودي
درجة المخاطر	عالية
المؤشر الإرشادي	مؤشر ستاندرز آند بورز للأسهم السعودية المتوافقة مع الضوابط الشرعية
هدف الاستثمار	السعي لتحقيق نمو في رأس المال متناسب مع مستوى المخاطر المحدد للصندوق عن طريق الاستثمار في الأسهم السعودية
المصرح لهم بالاشتراك في الصندوق	كل شخص طبيعي أو اعتباري مؤهل
سعر الوحدة عند بداية الطرح	100 ريال سعودي
الحد الأدنى للاشتراك	5000 ريال سعودي
الحد الأدنى للاشتراك الإضافي	2000 ريال سعودي
الحد الأدنى للاسترداد	2000 ريال سعودي

¹ شركة الراجحي المالية، من الموقع: <https://www.alrajhi-capital.com> ، تاريخ الاطلاع (2021/03/10)

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 – 2019)

أيام قبول طلبات الاشتراك والاسترداد	مراكز الاستثمار (من الأحد إلى الخميس)، القنوات الالكترونية (كل أيام الأسبوع)
آخر موعد لاستلام طلبات الاشتراك والاسترداد	الساعة الخامسة عصراً في اليوم ما قبل يوم التعامل
أيام التعامل	من الأحد إلى الخميس
أيام التقويم	من الأحد إلى الخميس
أيام الإعلان	يوم العمل التالي ليوم التعامل
رسوم الاشتراك	2% كحد أقصى من مبلغ الاشتراك
رسوم إدارة الصندوق	1,75% من إجمالي أصول الصندوق

المصدر: شركة الراجحي المالية، من الموقع: <https://www.alrajhi-capital.com> تاريخ الاطلاع (2021/03/10)

2. صندوق الراجحي للأسهم الخليجية: يهدف الصندوق إلى تحقيق نمو طويل الأجل وزيادة في رأس المال وفق أحكام الشريعة الإسلامية، من خلال الاستثمار في أسهم متوافقة مع المعايير الشرعية التي أقرتها الهيئة الشرعية لدى شركة الراجحي المالية، تُختار بشكل رئيسي من بين الأسهم المدرجة في الأسواق الخليجية، حيث يستثمر بشكل رئيسي في أسهم الشركات المدرجة في أسواق الأسهم للدول الخليجية لاستغلال فرص النمو المتوقعة والمتاحة في الاقتصاد الخليجي وتحقيق نمو طويل الأجل في رأس المال. ويكون تركيز الاستثمار بصورة رئيسية في أسهم شركات رائدة من المملكة العربية السعودية أو الإمارات العربية المتحدة أو الكويت بصورة رئيسية، وبقية دول مجلس التعاون الخليجي بصورة ثانوية.¹

جدول رقم (18): ملخص بيانات صندوق الراجحي للأسهم الخليجية

اسم الصندوق	صندوق الراجحي للأسهم الخليجية
مدير الصندوق	شركة الراجحي المالية
نوع الصندوق	مفتوح
تاريخ بدء النشاط	16 أكتوبر 2005م
العملة	ريال سعودي
درجة المخاطر	عالية
المؤشر الإرشادي	مؤشر ستاندرزآند بورز للأسهم الخليجية المتوافقة مع الضوابط الشرعية
هدف الاستثمار	السعي لتحقيق نمو في رأس المال متناسب مع مستوى المخاطر المحدد

¹ شركة الراجحي المالية، من الموقع: <https://www.alrajhi-capital.com> ، تاريخ الاطلاع (2021/03/10)

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء
سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

للصندوق عن طريق الاستثمار في الأسهم الخليجية	
كل شخص طبيعي أو اعتباري مؤهل	المصرح لهم بالاشتراك في الصندوق
100 ريال سعودي	سعر الوحدة عند بداية الطرح
5000 ريال سعودي	الحد الأدنى للاشتراك
2000 ريال سعودي	الحد الأدنى للاشتراك الإضافي
2000 ريال سعودي	الحد الأدنى للاسترداد
مراكز الاستثمار (من الأحد إلى الخميس)، القنوات الالكترونية (كل أيام الأسبوع)	أيام قبول طلبات الاشتراك والاسترداد
الساعة الخامسة مساءً في اليوم السابق ليوم التقويم	آخر موعد لاستلام طلبات الاشتراك والاسترداد
الأحد والأربعاء	أيام التقويم
يوم العمل التالي ليوم التقويم	أيام الإعلان
2% كحد أقصى من مبلغ الاشتراك	رسوم الاشتراك
1,75% من إجمالي أصول الصندوق	رسوم إدارة الصندوق
يقوم مدير الصندوق بإضافة أو خصم ما يعادل 20% من معامل فرق التعديل	رسوم الأداء

المصدر: شركة الراجحي المالية، من الموقع: <https://www.alrajhi-capital.com> ، تاريخ

الاطلاع(2021/03/10)

3. صندوق الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية: صندوق استثماري غير محدد المدة، يهدف إلى تحقيق نمو طويل في رأس المال عن طريق الاستثمار في أسهم شركات المواد الأساسية المدرجة في سوق الأسهم السعودية والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية. يركز الصندوق في استثماراته على أسهم الشركات التي تتمتع بمزايا تنافسية متميزة بالاعتماد على مجموعة من المعايير المالية والمحاسبية، حيث يسعى الصندوق لتحقيق أفضل العوائد؛ من خلال إدارة نشطة تطبق أساليب الاستثمار الملائمة، بهدف تحقيق أقصى العوائد الممكنة بالحد المعقول من المخاطر حسب طبيعة مجال الاستثمار في الأسهم.¹

¹ شركة الراجحي المالية، من الموقع: <https://www.alrajhi-capital.com> ، تاريخ الاطلاع(2021/03/10)

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 – 2019)

جدول رقم (19): ملخص بيانات صندوق الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية

اسم الصندوق	صندوق الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية
مدير الصندوق	شركة الراجحي المالية
نوع الصندوق	مفتوح
تاريخ بدء النشاط	نوفمبر 2007م
العملة	ريال سعودي
درجة المخاطر	عالية
المؤشر الإرشادي	مؤشر ستاندرز آند بورز يتكون من جميع شركات قطاع المواد الأساسية في الأسواق السعودية المتوافقة مع الضوابط الشرعية
رسم الاشتراك	بعد أقصى 2% من مبلغ الاشتراك
أتعاب الإدارة	1,75% سنوياً
الحد الأدنى للاشتراك	10.000 ريال سعودي
الحد الأدنى للاشتراك الإضافي	2000 ريال سعودي
أيام التعامل	مرتين أسبوعياً، يومي الأحد والثلاثاء
آخر موعد لاستلام طلبات الاشتراك والاسترداد	الساعة الخامسة عصراً في اليوم ما قبل يوم التقييم
موعد الإعلان والسداد	يومي الاثنين والأربعاء

المصدر: شركة الراجحي المالية، من الموقع: <https://www.alrajhi-capital.com> تاريخ الاطلاع (2021/03/10)

4, صندوق البلاد للأسهم السعودية النقية (أصائل): صندوق أسهم استثماري مفتوحة متوافق مع أحكام الشريعة، يعد وسيلة استثمارية ممتازة لتحقيق عائد جيد على رأس المال خلال فترة طويلة الأجل، عن طريق الاستثمار في أسهم الشركات السعودية المدرجة في سوق الأسهم السعودي، والتي تتوافق أنشطتها مع ضوابط الهيئة الشرعية، ويتميز هذا الصندوق بتوفير عائد منافس مع الحرص على إبقاء نسبة المخاطرة ضمن حدودها الطبيعية. يهدف صندوق البلاد للأسهم السعودية النقية إلى تنمية رأس المال المستثمر مع تحقيق عائد متميز على المدى الطويل.¹

¹أصائل، من الموقع: <https://www.albilad-capital.com/Pages/AR/Fund/asayel.aspx> ، تاريخ الاطلاع

(2021 /03/10)

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء
سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

جدول رقم(20): ملخص بيانات صندوق البلاد للأسهم السعودية النقية

اسم الصندوق	صندوق البلاد للأسهم السعودية النقية (أصايل)
مدير الصندوق	شركة البلاد للاستثمار (البلاد المالية)
أيام الاشتراك والاسترداد	كل يوم عمل في المملكة طبقاً لأيام العمل الرسمية لهيئة السوق
يوم التعامل	أي يوم عمل يمكن فيه الاشتراك في وحدات الصندوق واستردادها
العملة	ريال سعودي
مستوى المخاطرة	مرتفع
المؤشر الإرشادي	مؤشر الأسهم السعودية النقية، المحتسب من قبل ايديلرنتق
الحد الأدنى للاشتراك	8000 ريال
الحد الأدنى للاشتراك الإضافي	2000 ريال
الحد الأدنى للاسترداد	2000 ريال
أيام قبول طلبات الاشتراك والاسترداد	من الأحد للخميس
يوم التقويم	الأحد والأربعاء
موعد الاسترداد	يتم دفع الاسترداد في نهاية يوم العمل الرابع بعد كل يوم تقويم
رسوم الاشتراك	2% من قيمة الاشتراك كحد أقصى
رسوم إدارة الصندوق	1,75% سنوياً تحتسب عند كل يوم تقويم
تاريخ الطرح	1 جانفي 2006
سعر الوحدة عند بداية الطرح	ريال سعودي واحد

المصدر: أصايل، من الموقع: <https://www.albilad-capital.com/Pages/AR/Fund/asayel.aspx> ، تاريخ

الاطلاع (2021 /03/10)

5 صندوق البلاد للأسهم العقارية الخليجية (عقار): يعد هذا الصندوق "عقار" وعاءً استثمارياً مثالياً لتحقيق عائد مرتفع على رأس المال خلال فترة طويلة الأجل، عن طريق الاستثمار في أسهم الشركات العقارية الخليجية المدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي - التي من بينها سوق الأسهم السعودي- وذلك وفقاً للضوابط الشرعية، وتتنوع أنشطة الشركات العقارية الخليجية التي تستثمرها الشركة في أسهمها لتشمل إدارة العقارات، وتقييم العقارات والممتلكات، وخدمات البيع والشراء، والتأجير، ودراسات الجدوى الاقتصادية للمشاريع، واستشارات تطوير العقارات والتسويق العقاري. ولقد كان للازدهار

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 – 2019)

الاقتصادي الذي عمّ دول الخليج العربي أثره الإيجابي الكبير على زيادة التوسع في إقامة مشاريع كبيرة ومتنوعة مما دعم فرص الاستثمار والتطوير العقاري في المنطقة.¹

جدول رقم (21): ملخص بيانات صندوق البلاد للأسهم العقارية الخليجية

اسم الصندوق	صندوق البلاد للأسهم العقارية الخليجية (عقار)
مدير الصندوق	شركة البلاد للاستثمار (البلاد المالية)
العملة	ريال سعودي
مستوى المخاطرة	مرتفع
أيام الاشتراك والاسترداد	كل يوم عمل في المملكة طبقاً لأيام العمل الرسمية لهيئة السوق المالية في السعودية
يوم التعامل	أي يوم عمل يمكن فيه الاشتراك في وحدات الصندوق واستردادها، وهي أيام الاثنين والخميس
يوم التقويم	اليوم الذي يتم فيه تقويم سعر صافي الوحدة، وهما يومي الأحد والأربعاء
يوم الإعلان	هو يوم العمل التالي ليوم التقويم الذي يتم فيه إعلان سعر الوحدة
المؤشر الإرشادي	مؤشر الأسهم العقارية الإسلامية الخليجية، المحتسب من قبل ايديلريتنق
الحد الأدنى للاشتراك	8000 ريال
الحد الأدنى للاشتراك الإضافي	2000 ريال
الحد الأدنى للاسترداد	2000 ريال
أيام قبول طلبات الاشتراك والاسترداد	من الأحد إلى الخميس
يوم التقويم	الأحد والأربعاء
موعد الاسترداد	يتم دفع الاسترداد في نهاية يوم العمل الرابع بعد كل يوم تقويم
رسوم الاشتراك	3% من قيمة الاشتراك كحد أقصى
رسوم إدارة الصندوق	2% سنوياً من صافي قيمة أصول الصندوق، تحتسب عند كل يوم تقويم وتخصم وتدفع في نهاية كل شهر ميلادي
تاريخ الطرح	1 جانفي 2007
سعر الوحدة عند بداية الطرح	ريال سعودي واحد

المصدر: عقار، من الموقع: <http://www.albilad-capital.com/Pages/AR/Fund/aqaar.aspx>، تاريخ

الاطلاع (2021/03/15)

¹ عقار، من الموقع: <http://www.albilad-capital.com/Pages/AR/Fund/aqaar.aspx>، تاريخ الاطلاع (2021/03/15)

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 – 2019)

6. صندوق الجزيرة للأسهم السعودية (الطيبات): يهدف الصندوق إلى تقديم فرصة المشاركة والاستثمار في سوق الأسهم السعودية وتحقيق نمو على رأس المال على المدى الطويل يفوق معدل نمو المؤشر الاسترشادي للصندوق، وذلك من خلال الاستثمار في محفظة متنوعة من أسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية والمتوافقة مع المعايير الشرعية للصندوق¹.

جدول رقم (22): ملخص بيانات صندوق الجزيرة للأسهم السعودية (الطيبات)

اسم الصندوق	صندوق الجزيرة للأسهم السعودية
مدير الصندوق	الجزيرة للأسواق المالية
العملة	ريال سعودي
تاريخ الطرح	4 ديسمبر 1999م
درجة المخاطر	درجة المخاطر في هذا الصندوق مرتفعة إذ أن أسعار الوحدات فيه يمكن أن تهبط بسبب تقلبات الأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق
سعر الوحدة عند بداية الطرح	100 ريال سعودي
الحد الأدنى للاشتراك	5000 ريال
الحد الأدنى للاشتراك الإضافي	500 ريال
الحد الأدنى للاسترداد	لا يوجد
أيام قبول طلبات الاشتراك والاسترداد	من الأحد إلى الخميس باستثناء العطل الرسمية للمملكة
أيام التعامل والتقويم	الأحد إلى الخميس باستثناء العطل الرسمية للمملكة
رسوم الاشتراك	لغاية 2% تخصم من كل مبلغ اشتراك
رسوم إدارة الصندوق	1,5% سنوياً من صافي قيمة أصول الصندوق

7. صندوق أصول وبخيت للأسهم السعودية: هو صندوق استثماري طويل الأجل ومفتوح النهاية يستثمر في أسهم الشركات السعودية المدرجة والتي تتوافق مع الضوابط الشرعية ويهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعياً في عائد الصندوق عن طريق تملك الوحدات. يوفر الصندوق للمشاركين مميزات عديدة أهمها: تنويع الاستثمار وعدم التركيز في أوراق مالية معينة أو قطاع أو صناعة معينة، كذلك يُدار الصندوق من قبل خبراء ذوي خبرة طويلة وكفاءة عالية يقومون بدراسة

¹ شركة الجزيرة للأسواق المالية، من الموقع: <https://www.aljaziracapital.com.sa>، تاريخ الاطلاع (2021/03/20)

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

الأوضاع المالية المتوقعة للشركات ومتابعتها بشكل مستمر، كما يخضع الصندوق لمتابعة هيئة شرعية مستقلة لضمان التزامه بالمعايير الشرعية وضمان سلامته من الشبهات الشرعية.¹

جدول رقم(23): ملخص بيانات صندوق أصول وبخيت للمتاجرة بالأسهم السعودية

اسم الصندوق	أصول وبخيت للمتاجرة بالأسهم السعودية
مدير الصندوق	شركة أصول وبخيت الاستثمارية
العملة	ريال سعودي
تاريخ الطرح	7 أبريل 2007م
سعر الوحدة عند الاكتتاب	ريال سعودي واحد
مستوى المخاطرة	مرتفعة
فترة الاشتراك والاسترداد	يوميًا
المؤشر الاسترشادي	مؤشر ستاندر أند بورز لأسهم الشركات السعودية المتوافقة مع الضوابط الشرعية
الحد الأدنى للاشتراك	10.000 ريال سعودي
الحد الأدنى للاسترداد والإضافة	10.000 ريال سعودي
رسوم الإدارة	1,5%

المصدر: صندوق أصول وبخيت للمتاجرة بالأسهم السعودية، على الموقع:

<http://www.obic.com.sa/ar/investment-products/saudi-trading-equity-fund.aspx>

تاريخ الاطلاع (20/03/2021)

الفرع الثالث: متغيرات الدراسة

بهدف قياس أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات سوق الأسهم خلال الفترة (2009 - 2019)، اعتمدنا على ثلاث متغيرات مستقلة وهي المؤشرات التي تقيس نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية، واخترنا ثلاث مؤشرات تتعلق بأداء سوق الأسهم السعودي، وهي تمثل المتغيرات التابعة، وقد تم اختيار هذه المتغيرات لأنها تخدم الموضوع وانطلاقاً من الدراسات السابقة التي تطابق دراستنا في الجانب التطبيقي، ومن أهم هذه الدراسات:

¹ صندوق أصول وبخيت للمتاجرة بالأسهم السعودية، على الموقع:

<http://www.obic.com.sa/ar/investment-products/saudi-trading-equity-fund.aspx>

تاريخ الاطلاع (20/03/2021)

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 – 2019)

- دراسة رفيق شريك(2014)، التي اعتمدت على (إجمالي موجودات الصندوق، عدد وحدات الصندوق المصدرة، أداء الصندوق) كمتغيرات مستقلة تخص مجموعة الصناديق الإسلامية محلّ الدراسة، واعتمدت أيضا على (المؤشر العام للسوق، عدد الشركات المدرجة، معدل الدوران) كمتغيرات تابعة تعبر عن أداء سوق الأسهم السعودي.

- دراسة أحمد حسن محمود عربيات(2017)، وفيها استند الباحث على المتغيرات المستقلة التي تخص نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية المكونة لعينة الدراسة، المتمثلة في: (صافي الموجودات، عدد الوحدات المصدرة، الأرباح)، أما المتغيرات التابعة والمتمثلة في المؤشرات المختارة لأداء سوق الأسهم السعودي فتتمثل في: (المؤشر العام للسوق، القيمة السوقية للأسهم، حجم التداول).

انطلاقاً من الإشكالية المطروحة ومن الإطار النظري للدراسة ومن خلال تحليل الدراسات السابقة، تم تحديد المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة التي بإمكانها أن تخدم بحثنا.

1. المتغيرات المستقلة: تم الاعتماد على بيانات ثلاث متغيرات للصناديق الاستثمارية الإسلامية محل الدراسة، وتعتبر هذه المتغيرات عن نشاط الصناديق الإسلامية، وتتمثل في:

- **إجمالي موجودات الصناديق (TA):** إجمالي أصول الصندوق خلال فترة زمنية معينة، ونعني بها التقييم النقدي للأصول التي يتشكل منها الصندوق.

- **عدد الوحدات المصدرة (NU):** الوحدات الاستثمارية التي يصدرها الصندوق ويمنحها للمستثمرين في مقابل اكتتابهم في الصندوق.

- **أداء الصندوق (P):** ويقصد به العائد الإجمالي الذي يحققه الصندوق خلال فترة زمنية معينة.

وتم الحصول على بيانات هذه المتغيرات من الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودي (تداول) والمواقع الإلكترونية للصناديق محل الدراسة.

2. المتغيرات التابعة: تعبر عن أداء سوق الأسهم السعودي، وتم قياسه من خلال ثلاثة مؤشرات هي:

- **المؤشر العام للسوق TASI:** مؤشر يقيس مستوى واتجاه الأداء في سوق الأسهم السعودي صعوداً أو هبوطاً، وبالتالي هو مؤشر يقيس نشاط السوق، حيث يستطيع من خلاله المستثمر معرفة تحركات السوق والاسترشاد به لاتخاذ القرارات الاستثمارية في التوقيت المناسب.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

- رسملة السوق: يقصد بها القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي (VMAS)، حيث يستخدم مؤشر القيمة السوقية لقياس مدى اتساع حجم السوق، فكلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دلّ ذلك على ارتفاع حجم السوق (كبره).

- إجمالي قيمة الأسهم المتداولة VAE: أي حجم التداول خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة، ويعكس هذا المؤشر درجة سيولة سوق الأسهم السعودي، أي مدى قدرة المستثمر على شراء وبيع الأوراق المالية في السوق بسهولة.

الجدول الموالي يوضّح متغيرات صناديق الاستثمار الإسلامية المعتمدة في الدراسة.

جدول رقم(24): المتغيرات المستقلة

اسم ورمز المتغير	رقم واسم الصندوق
إجمالي موجودات الصندوق TA1	1. الصندوق الأول
عدد الوحدات المصدرة NU1	صندوق الراجحي للأسهم السعودية
أداء الصندوق P1	
إجمالي موجودات الصندوق TA2	2. الصندوق الثاني
عدد الوحدات المصدرة NU2	صندوق الراجحي للأسهم الخليجية
أداء الصندوق P2	
إجمالي موجودات الصندوق TA3	3. الصندوق الثالث
عدد الوحدات المصدرة NU3	صندوق الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية
أداء الصندوق P3	
إجمالي موجودات الصندوق TA4	4. الصندوق الرابع
عدد الوحدات المصدرة NU4	صندوق البلاد للأسهم السعودية النقية (أصايل)
أداء الصندوق P4	
إجمالي موجودات الصندوق TA5	5. الصندوق الخامس
عدد الوحدات المصدرة NU5	صندوق البلاد للأسهم العقارية الخليجية (عقار)
أداء الصندوق P5	
إجمالي موجودات الصندوق TA6	6. الصندوق السادس
عدد الوحدات المصدرة NU6	صندوق الجزيرة للأسهم السعودية (الطيبات)
أداء الصندوق P6	
إجمالي موجودات الصندوق TA7	7. الصندوق السابع

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء
سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 – 2019)

عدد الوحدات المصدرة NU7	صندوق أصول وبخيت للمتاجرة بالأسهم السعودية
أداء الصندوق P7	

المصدر: من إعداد الطالبة.

أما المتغيرات التابعة المعتمدة في الدراسة والمعبّرة عن أداء سوق الأسهم السعودي فتتمثل في:

جدول رقم(25): المتغيرات التابعة

رمز المتغير	اسم المتغير
TASI	المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي
VMAS	رسملة السوق (القيمة السوقية للأسهم)
VAE	حجم التداول (إجمالي قيمة الأسهم المتداولة)

المصدر: من إعداد الطالبة.

المطلب الثاني: قياس أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء المؤشر العام للسوق

قبل الشروع في النمذجة القياسية لنماذج الانحدار الخطي المتعدد ، قمنا بالتحويل اللوغارتمي لجل

متغيرات الدارسة ماعدا المتغير المستقل (أداء الصندوق) المعبر بالنسب المئوية (p1%...p7%)

من أجل توحيد وحدات القياس قبل النمذجة.

وفيما يلي نتائج النمذجة القياسية للمتغير التابع الأول: المؤشر العام للسوق (Tasi)

جدول رقم(26): النمذجة القياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على المؤشر العام للسوق

المتغير التابع الأول: المؤشر العام للسوق(TASI)								
	المتغير المستقل	Coefficient	Standard error	T-Test	Pr > t	R ²	DW*	Prob(F)
الصندوق 1	TA1	0.954436	0.097196	9.819751	0.0000	0.976	1.859	0.000
	P1__	0.000642	0.000788	0.289710	0.7804			
	NU1	-0.675816	0.049979	-13.52201	0.0000			
	C	-0.600550	1.280035	-0.469167	0.6532			
الصندوق 2	TA2	0.795681	0.069762	11.40566	0.0000	0.988	2.846	0.000
	P2__	0.002218	0.000523	4.237732	0.0039			
	NU2	-0.753304	0.053504	-14.07938	0.0000			
	C	4.614669	0.569514	8.102820	0.0001			
الصندوق 3	TA3	0.794816	0.222609	3.570463	0.0091	0.851	1.248	

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء
سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 – 2019)

	P3__	-0.001097	0.001671	-0.656673	0.5324			0.002
	NU3	-0.796274	0.186209	-4.276227	0.0037			
	C	7.174315	1.158686	6.191771	0.0004			
الصندوق 4	TA4	0.521409	0.121627	4.286940	0.0036			
	P4__	0.002230	0.001063	2.098043	0.0741	0.929	2.165	0.0002
	NU4	-0.486082	0.058946	-8.246274	0.0001			
	C	8.523692	1.770314	4.814792	0.0019			
الصندوق 5	TA5	0.288000	0.147076	1.958174	0.0911			
	P5__	0.004915	0.002675	1.837051	0.1088	0.534	1.694	0.127
	NU5	-0.459900	0.219899	-2.091412	0.0748			
	C	11.76348	2.039611	5.767513	0.0007			
الصندوق 6	TA6	0.240930	0.018369	13.11645	0.0000			
	P6__	0.006069	0.000565	10.74009	0.0000	0.981	3.007	0.000
	NU6	-0.129361	0.061069	-2.118291	0.0719			
	C	5.939644	0.709167	8.375517	0.0001			
الصندوق 7	TA7	0.503379	0.134701	3.736995	0.0073			
	P7__	0.002428	0.001019	2.383381	0.0486	0.931	1.547	0.0001
	NU7	-0.490777	0.093235	-5.263869	0.0012			
	C	8.356409	0.831415	10.05083	0.0000			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews12

تحليل النتائج:

من خلال نتائج نماذج المتغير التابع الأول المبينة في الجدول السابق والتي توضح العلاقة بين المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي و المتغيرات المستقلة المعبرة عن نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية محل الدراسة (الصناديق من 1 إلى 7) نجد:

- من خلال قيمة مستوى المعنوية لاختبار فيشر (prob F-statistic)، التي كانت أقل من 0,05، يتبين لنا المعنوية الكلية لكل النماذج، (ماعدا الصندوق الخامس كانت احتمالية فيشر أكبر من 0,05)، وبالتالي فإن النماذج الست الأخرى يمكن اعتمادها في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع TASI.
- انطلاقاً من قيمة معامل التحديد R^2 نلاحظ أنّ مستوى تفسير مؤشرات الصناديق الإسلامية للتغير في المؤشر العام للسوق TASI مقبولة إلى حد كبير فهي تتجاوز نسبة 90 % في خمسة صناديق ونسبة 85% في الصندوق الثالث، في حين كانت النسبة متوسطة في الصندوق الخامس؛ إذ بلغت قيمة R^2

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 – 2019)

مستوى 53.4%. ومنه النماذج لها قوة تفسيرية قوية، وهي مقبولة مبدئياً، أما النسبة المتبقية فيمكن عزوها لأخطاء القياس والمتغيرات الخارجية الأخرى التي لا يمكن قياسها.

- فيما يخص المعنوية الإحصائية للمعلومات المقدرة، النتائج تشير إلى أن جلها ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 0.05، أما فيما يخص إشارة هذه المعلومات للمتغيرات المستقلة لمؤشرات الصناديق الإسلامية فهي متجانسة عبر كل الصناديق. لكن قوة العلاقة (أو الأثر القياسي) لكل متغير يختلف نسبياً من صندوق إلى آخر.

- من نتائج الجدول يمكن إعطاء تفسير إحصائي للمعلومات المقدرة كما يلي:

• معلمة المتغير المستقل TA إشارتها موجبة وذات دلالة إحصائية في كل الصناديق عند مستوى معنوية 5% في كل الصناديق، وعند 10% في الصندوق الخامس، وهو ما يفسر وجود علاقة طردية بين المؤشر العام للسوق TASI وإجمالي موجودات الصناديق TA، مثلاً في الصندوق الأول كل تغير ب 1% في قيمة إجمالي موجودات الصندوق TA1 يحدث تغير بنسبة 0.954% في المؤشر العام للسوق (مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة)، أما في الصندوق الثاني كل تغير ب 1% في إجمالي موجودات الصندوق TA2 يحدث تغير بنسبة 0.795% في المؤشر العام للسوق (مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة) وهي تقريبا نفس النسبة في الصندوق الثالث، في حين كان حجم الأثر جد متقارب في الصندوق الرابع والسابع بنسبة 0.52 و 0.50 على التوالي، وكذا في الصندوق الخامس والسادس بنسبة 0.28 و 0.24 على التوالي، كتغير في المؤشر العام للسوق لكل تغير بنسبة 1% في إجمالي موجودات هذين الصندوقين.

• معلمة المتغير المستقل P موجبة ومعنوية في كل الصناديق باستثناء الصندوقين الثالث والخامس، ولهذا نقول بأن أثر أداء الصناديق الإسلامية على المؤشر العام للسوق إيجابي.

• معلمة المتغير المستقل NU كلها سالبة ومعنوية إحصائياً عند مستوى معنوية 0.05 (وعند مستوى 0.10 للصناديق 5 و 6). وهو ما يفسر وجود علاقة عكسية بين عدد الوحدات المصدرة في كل صندوق NU و بين المؤشر العام للسوق. مثلاً في الصندوق الأول كل تغير بنسبة 1% في عدد الوحدات المصدرة من طرف الصندوق NU1 سيحدث تغير (أو أثر) بنسبة 0.6% في المؤشر العام للسوق (مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة).

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء
سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

اختبارات جودة النماذج: نلخصها في الجدول الموالي:

جدول رقم(27): نتائج اختبارات جودة النماذج لمتغير المؤشر العام للسوق

ARCH test	Serial Correlation LM test	Normality test	
0.7440	0.806	0.80006	الصندوق 1
0.6607	0.554	0.98540	الصندوق 2
0.2116	0.012	0.73529	الصندوق 3
0.7948	0.178	0.60254	الصندوق 4
0.1523	0.339	0.87176	الصندوق 5
0.4009	0.127	0.6701	الصندوق 6
0.064	0.453	0.6540	الصندوق 7

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12.

من الجدول السابق تشير نتائج اختبار جودة النماذج المقدرّة إلى جودة جميع النماذج المقدرّة وخلوها

من المشاكل القياسية، وفيما يلي قراءة مختصرة في نتائج اختبارات الجودة:

- فرضية التوزيع الطبيعي للبقايا مقبولة ومحقّقة في كل النماذج، حيث كانت قيمة احتمالية اختبار توزيع البقاي أكبر من 0,05، ومنه يتبين لنا أن سلسلة البقاي تتبع التوزيع الطبيعي.

- بالنسبة لاختبار LM أو مايسمى أيضا اختبار Breusch-Godfrey هو تعميم لاختبار Durbin & Watson، ونلاحظ أن فرضية الارتباط الخطي للبقاي مرفوضة، حيث أن القيمة الاحتمالية أكبر من 0,05 في كل النماذج المقدرّة للصناديق ماعدا نموذج الصندوق الثالث.

- بالنسبة لاختبار تجانس تباين الأخطاء، هذه الفرضية مقبولة في كل النماذج المقدرّة كما تشير القيم الاحتمالية لاختبار ARCH في الجدول السابق، حيث أنها كلها أكبر من القيمة 0,05.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء
سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

المطلب الثالث: قياس أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على حجم التداول في سوق الأسهم
السعودي

تم الاعتماد على القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة كمؤشر لحجم التداول في سوق الأسهم السعودي
والنتائج موضحة في الجدول الموالي:

جدول رقم(28): النمذجة القياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على حجم التداول في سوق
الأسهم السعودي

المتغير التابع الثاني: القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة (حجم التداول) (VAE)								
	المتغير المستقل	Coefficient	Standard error	T-Test	Pr > t	R ²	DW*	Prob(F)
الصندوق 1	TA1	0.913749	0.272341	3.355161	0.011	0.2406	1.217	0.000
	P1__	-0.012359	0.010079	-1.226134	0.255			
	NU1	-0.286459	0.387976	-0.738342	0.481			
الصندوق 2	TA2	1.694080	0.323219	5.241279	0.0008	0.1086	1.266	0.000
	P2__	-0.012063	0.011127	-1.084127	0.3099			
	NU2	-1.258504	0.425837	-2.955369	0.0183			
الصندوق 3	TA3	2.357260	0.598323	3.939779	0.0043	0.012	1.661	0.000
	P3__	-0.022223	0.009177	-2.421505	0.0418			
	NU3	-1.780033	0.683815	-2.603090	0.0315			
الصندوق 4	TA4	1.076236	0.525511	2.047980	0.0747	0.300	1.513	0.000
	P4__	-0.003266	0.008141	-0.401154	0.6988			
	NU4	-0.368795	0.506156	-0.728620	0.4870			
الصندوق 5	TA5	-0.042434	0.423991	-0.100082	0.9227	0.479	2.871	0.000
	P5__	-0.000839	0.005894	-0.142385	0.8903			
	NU5	0.932468	0.406236	2.295386	0.0508			
الصندوق 6	TA6	-0.276606	0.307622	-0.899173	0.3948	0.328	1.575	0.000
	P6__	0.003422	0.009478	0.360985	0.7275			
	NU6	1.398159	0.431899	3.237236	0.0119			
الصندوق 7	TA7	2.243590	0.376907	5.952639	0.0003	0.412	1.864	0.000
	P7__	-0.010860	0.006330	-1.715811	0.1245			
	NU7	-1.470303	0.391031	-3.760064	0.0055			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews12

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

تحليل النتائج:

من خلال نتائج نماذج المتغير التابع الثاني (حجم التداول) المبينة في الجدول السابق، والتي توضح العلاقة بين القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة (حجم التداول) في السوق السعودي و المتغيرات المستقلة المعبرة عن نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية محل الدراسة (الصناديق من 1 إلى 7) نجد:

- من خلال قيمة مستوى المعنوية لاختبار فيشر (prob F-statistic)، يتبين لنا المعنوية الكلية لجميع النماذج عند 0,05، وبالتالي فإن كل النماذج يمكن اعتمادها في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع VAE، ما عدا الصندوق الرابع غير معنوي وهو ما تظهره معاملات النموذج غير المعنوية.

- انطلاقاً من قيمة معامل التحديد R^2 نلاحظ أن مستوى تفسير مؤشرات الصناديق للتغير في حجم التداول VAE من ضعيفة إلى متوسطة ويمكن عزو انخفاض القوة التفسيرية للنماذج إلى صغر حجم العينة (فترة الدراسة 11 سنة) وإلى متغيرات خارجية أخرى لا يمكن قياسها.

- فيما يخص المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة، النتائج تشير إلى أن جلها ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 0,05، أما فيما يخص إشارة هذه المعاملات للمتغيرات المستقلة لمؤشرات الصناديق الإسلامية فهي متجانسة عبر كل الصناديق. لكن قوة العلاقة (أو الأثر القياسي) لكل متغير يختلف نسبياً من صندوق إلى آخر.

- من نتائج الجدول السابق يمكن إعطاء تفسير إحصائي للمعاملات المقدرة كما يلي:

- معلمة المتغير المستقل TA إشارتها موجبة وذات دلالة إحصائية في كل الصناديق (ماعد الصندوقين 5 و 6 كانا غير معنويين إحصائياً)، وهو ما يفسر وجود علاقة طردية بين حجم التداول في سوق الأسهم السعودي VAE وإجمالي موجودات الصناديق TA، مثلاً في الصندوق الأول كل تغير ب 1% في قيمة إجمالي موجودات الصندوق TA1 يحدث تغير بنسبة 0,913% في قيمة حجم التداول بالسوق (مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة)، أما في الصندوق الثاني كل تغير ب 1% في إجمالي موجودات الصندوق TA2 يحدث تغير بنسبة 1,694% في قيمة حجم التداول (مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة)، أما في الصندوق السابع كل تغير بنسبة 1% يؤدي إلى تغير في قيمة حجم التداول بنسبة 2,243% وهو أكبر أثر مسجل في جميع الصناديق.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

- معلمة المتغير المستقل P غير معنوية إحصائياً في جل الصناديق، ماعدا في الصندوق الثالث ولهذا نقول بأنه لا يوجد تأثير لأداء الصناديق الإسلامية على القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة (حجم التداول).
- معلمة المتغير المستقل NU كلها سالبة ماعدا في الصندوقين 5 و6، ومعنوية إحصائياً عند مستوى 0.05 باستثناء الصندوق الأول والصندوق الرابع.

اختبارات جودة النماذج: والنتائج ملخصة في الجدول الموالي:

جدول رقم(29): نتائج اختبارات جودة النماذج لمتغير حجم التداول

ARCH test	Serial Correlation LM test	Normality test	
0.2525	0.527	0.7309	الصندوق 1
0.1882	0.544	0.8124	الصندوق 2
0.2116	0.795	0.6434	الصندوق 3
0.0471	0.847	0.7857	الصندوق 4
0.6108	0.012	0.8601	الصندوق 5
0.4067	0.843	0.7522	الصندوق 6
0.4575	0.786	0.9826	الصندوق 7

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12.

- من الجدول السابق تشير نتائج اختبار جودة النماذج المقدرّة إلى جودة معظم النماذج المقدرّة وخلوها من المشاكل القياسية، ماعدا بعض النماذج التي سجّلنا فيها بعض المشاكل القياسية القليلة جداً، والتي يمكن عزوها أساساً إلى قلة عدد المشاهدات (11 مشاهدة) أي صغر حجم العينة محل الدراسة وإلى متغيرات ومؤثرات خارجية أخرى، وفي مايلي نتائج اختبارات الجودة:
- فرضية التوزيع الطبيعي للبواقي مقبولة ومحقّقة في كل النماذج حيث كانت قيمة احتمالية اختبار توزيع البواقي أكبر من 0,05، ومنه يتبين لنا أن سلسلة البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.
 - بالنسبة لاختبار LM أو مايسمى أيضا اختبار Breusch-Godfrey نلاحظ أن فرضية الارتباط الخطي للبواقي مرفوضة، حيث أن القيمة الاحتمالية أكبر من 0,05، ماعدا في الصندوق الخامس.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

- بالنسبة لاختبار تجانس تباين الأخطاء، هذه الفرضية مقبولة في كل النماذج المقدره كما تشير القيم الاحتمالية لاختبار ARCH في الجدول، حيث أنها كلها أكبر من القيمة 0,05، ماعدا في الصندوق الرابع كانت القيمة أقل من 0,05.

المطلب الرابع: قياس أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على رسملة السوق السعودي

نتائج النماذج القياسية المتعلقة بقياس أثر صناديق الاستثمار الإسلامية على رسملة السوق السعودي

ملخصة في الجدول الموالي:

جدول رقم (30): النمذجة القياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على رسملة السوق

المتغير التابع الثالث: القيمة السوقية للأسهم (رسملة السوق) (VMAS)								
	المتغير المستقل	Coefficient	Standard error	T-test	Pr > t	R ²	DW*	Prob(F)
الصندوق 1	TA1	2.045397	0.351868	5.812965	0.0004	0.489	1.368	0.000
	P1__	0.001842	0.013023	0.141461	0.8910			
	NU1	-1.875313	0.501270	-3.741126	0.0057			
الصندوق 2	TA2	2.690073	0.411121	6.543271	0.0002	0.419	1.209	0.000
	P2__	6.80E-05	0.014153	0.004802	0.9963			
	NU2	-2.546978	0.541646	-4.702293	0.0015			
الصندوق 3	TA3	4.022424	0.898432	4.477162	0.0021	0.102	1.051	0.000
	P3__	-0.014852	0.013780	-1.077760	0.3126			
	NU3	-3.657612	1.026806	-3.562127	0.0074			
الصندوق 4	TA4	2.610955	0.818198	3.191102	0.0128	0.316	0.949	0.000
	P4__	0.002291	0.012675	0.180792	0.8610			
	NU4	-1.831245	0.788063	-2.323729	0.0486			
الصندوق 5	TA5	1.055491	0.556089	1.898060	0.0995	0.715	2.208	0.02
	P5__	0.031589	0.010115	3.122996	0.0168			
	NU5	-3.024067	0.831434	-3.637169	0.0083			
	C	45.91345	7.711717	5.953727	0.0006			
الصندوق 6	TA6	1.226061	0.414252	2.959694	0.0211	0.581	1.598	0.09
	P6__	0.010531	0.012744	0.826377	0.4358			
	NU6	-2.993599	1.377233	-2.173633	0.0663			
	C	31.88914	15.99331	1.993905	0.0864			
الصندوق 7	TA7	3.707070	0.662771	5.593291	0.0005	0.265	0.756	0.000
	P7__	-0.001811	0.011130	-0.162707	0.8748			

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 – 2019)

NU7 -2.967867 0.687608 -4.316219 0.0026

المصدر: مخرجات برنامج Eviews12

تحليل النتائج:

من خلال نتائج نماذج المتغير التابع الثالث المبينة في الجدول السابق والتي توضح العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم في السوق السعودي (أي رسملة السوق) و المتغيرات المستقلة المعبرة عن نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية محل الدراسة (الصناديق من 1 إلى 7) نجد:

- من خلال قيمة مستوى المعنوية لاختبار فيشر (prob F-statistic)، يتبين لنا المعنوية الكلية لكل النماذج عند 0,05، في حين كان الصندوق السادس معنوي عند 0,1 حيث كانت احتمالية فيشر فيه تساوي 0,09، وبالتالي فإن كل النماذج يمكن اعتمادها في تفسير التغير الحاصل في المتغير التابع VMAS.

- انطلاقاً من قيمة معامل التحديد R^2 نلاحظ أنّ مستوى تفسير مؤشرات الصناديق للتغير في رسملة السوق VMAS مقبولة إلى حد كبير في الصندوق الخامس حيث تتجاوز نسبة 71%، ونسبة 58% في الصندوق السادس، في حين كانت النسبة من متوسطة إلى منخفضة في باقي الصناديق. ومنه النماذج لها قوة تفسيرية مقبولة عموماً، وهي مقبولة مبدئياً، ويمكن عزو انخفاض القوة التفسيرية للنماذج إلى صغر حجم العينة (فترة الدراسة 11 سنة) وإلى متغيرات خارجية أخرى لا يمكن قياسها.

- فيما يخص المعنوية الإحصائية للمعاملات المقدرة، النتائج تشير إلى أن جلها ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة 0,05، أما فيما يخص إشارة هذه المعاملات للمتغيرات المستقلة لمؤشرات الصناديق الإسلامية فهي متجانسة عبر كل الصناديق. لكن قوة العلاقة (أو الأثر القياسي) لكل متغير يختلف نسبياً من صندوق إلى آخر.

- من نتائج الجدول السابق يمكن إعطاء تفسير إحصائي للمعاملات المقدرة كما يلي:

- معلمة المتغير المستقل TA أشارتها موجبة وذات دلالة إحصائية في كل الصناديق السبعة، وهو ما يفسر وجود علاقة طردية بين رسملة السوق VMAS وإجمالي موجودات الصناديق TA، مثلاً في الصندوق الأول كل تغير ب 1% في قيمة إجمالي موجودات الصندوق TA1 يحدث تغير بنسبة 2,04% في قيمة رسملة السوق (مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة)، أما في الصندوق السابع مثلاً كل تغير ب 1% في إجمالي موجودات الصندوق TA7 يحدث تغير بنسبة 3,70% في قيمة رسملة

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 – 2019)

السوق (مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة) وهي تقريبا نفس النسبة في الصندوق الثالث، في حين كان حجم الأثر جد متقارب في الصندوق الثاني والرابع بنسبة 2,69 و 2,61%.

- معلمة المتغير المستقل P غير معنوية إحصائياً في كل الصناديق، باستثناء الصندوق الخامس، ولهذا نقول بأنه لا يوجد تأثير لأداء الصناديق الإسلامية على قيمة رسملة السوق السعودي.
- معلمة المتغير المستقل NU كلها سالبة ومعنوية إحصائياً عند مستوى 0.05 إذا هناك علاقة عكسية بين عدد الوحدات المصدرة في كل صندوق NU ورسملة السوق.

اختبارات جودة النماذج: نلخصها في الجدول التالي:

جدول رقم(31): نتائج اختبارات جودة النماذج لمتغير رسملة السوق

ARCH test	Serial Correlation LM test	Normality test	
0.0734	0.866	0.019	الصندوق 1
0.9233	0.968	0.006	الصندوق 2
0.5368	0.782	0.041	الصندوق 3
0.7691	0.272	0.068	الصندوق 4
0.9907	0.645	0.867	الصندوق 5
0.6019	0.689	0.247	الصندوق 6
0.9743	0.190	0.561	الصندوق 7

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12.

من الجدول السابق تشير نتائج اختبار جودة النماذج المقدرة إلى جودة معظم النماذج المقدرة وخلوها تقريبا من المشاكل القياسية، ماعدا بعض المشاكل القليلة جدا والموضحة بالتفصيل في التحليل الموالي، والتي يمكن إرجاعها أساساً إلى صغر حجم العينة محل الدراسة (وهي فترة صغيرة جدا مقارنة بفرضيات هذه الاختبارات الإحصائية ومقارنة أيضا بطريقة التقدير الإحصائي).

وفيما يلي نتائج اختبارات الجودة:

- فرضية التوزيع الطبيعي للبواقي مقبولة ومحقة في معظم النماذج حيث كانت قيمة احتمالية اختبار توزيع البواقي أكبر من 0,05، ومنه يتبين لنا أن سلسلة البواقي تتبع التوزيع الطبيعي، ما عدا الصناديق 1 و2 و3.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009 - 2019)

- بالنسبة لاختبار LM أو مايسمى أيضا اختبار Breusch-Godfrey نلاحظ أن فرضية الارتباط الخطي للبواقي مرفوضة، حيث أن القيمة الاحتمالية أكبر من 0,05 في كل النماذج.
- بالنسبة لاختبار تجانس تباين الأخطاء، هذه الفرضية مقبولة في كل النماذج المقدره كما تشير القيم الاحتمالية لاختبار ARCH في الجدول، حيث أنها كلها أكبر من القيمة 0,05.

الفصل الرابع: دراسة تحليلية قياسية لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019)

خلاصة

يعد سوق الأسهم السعودي الذي يعرف باسم "تداول" أحد أكبر الأسواق العربية، ومن بين الأسواق المتطورة بفضل اعتماده على نظام الكتروني يربط بين قاعات التداول، وهو ما سهّل التنسيق بين المتعاملين وساهم في زيادة السوق.

يوفر سوق الأسهم السعودي المناخ المناسب لعمل صناديق الاستثمار بصفة عامة وصناديق الاستثمار الإسلامية على وجه الخصوص، حيث تمثل الصناديق الإسلامية أكثر من 70% من إجمالي الصناديق الاستثمارية الناشطة في سوق الأسهم السعودي، حيث ازداد الطلب عليها من سنة لأخرى وهو ما شجع المصارف والمؤسسات المالية على إنشاء صناديق جديدة أو تحويل صناديق قائمة بالفعل ليتوافق عملها مع الشريعة الإسلامية، وهو ما ساهم في انتشارها وتنوعها وزيادة أصولها.

أغلب الصناديق الإسلامية وحتى غير الإسلامية الناشطة في المملكة العربية السعودية، هي صناديق مفتوحة وبالتالي دورها في سوق الأسهم السعودي يكون غير مباشراً ويقنصر تدخلها في السوق على الاستثمار في الأوراق المالية المدرجة فيه، في حين أن العدد القليل من الصناديق المغلقة المتداولة في سوق الأسهم السعودي لها علاقة مباشرة مع السوق حيث تقوم بطرح وحداتها للتداول (بيعاً وشراءً)، وهذه الصناديق عددها قليل جداً 16 صندوق فقط- بنهاية سنة 2019- وتتمثل أساساً في الصناديق العقارية المتداولة.

من خلال الدراسة القياسية وتحليل نتائج الانحدار المتعدد لمعرفة مدى تأثير صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء مؤشرات سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2009-2019) اتضح أن:

✓ هناك علاقة طردية بين صناديق الاستثمار الإسلامية محل الدراسة معبراً عنها - بإجمالي الموجودات- ومؤشرات سوق الأسهم السعودي المتمثلة في المؤشر العام للسوق وحجم التداول والرسملة السوقية.

✓ هناك علاقة أثر بين أداء صناديق الاستثمار الإسلامية والمؤشر العام لسوق الأسهم السعودي، في حين أنّ أداء الصناديق لعينة الدراسة لا يؤثر على حجم التداول والرسملة السوقية للسوق السعودي،

✓ هناك علاقة عكسية بين عدد الوحدات المصدرة من قبل الصناديق محل الدراسة وبين مؤشرات سوق الأسهم السعودي.

خاتمة عامة

خاتمة عامة

استهدفت الدراسة تحليل وقياس أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الأسهم السعودي وذلك خلال الفترة (2009-2019)، ولتحقيق هدف الدراسة تم استخدام نماذج الانحدار المتعدد بالاعتماد على برنامج Eviews12.

1. نتائج الدراسة:

من خلال الدراسة تم التوصل إلى النتائج التالية:

- سوق الأوراق المالية عبارة عن إطار مالي تحكمه مجموعة من القواعد والقوانين التي تنظم عمله.
- تتمثل الوظيفة الرئيسية لسوق الأوراق المالية في ضمان انتقال الأموال بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، وهي بذلك تتولى مهمة الجمع بين طالبي وعارضي الأوراق المالية، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الأولى.
- تعتبر سوق الأوراق المالية المرآة العاكسة لحالة الاقتصاد في أي دولة، كما أن استقرارها يعد مقياساً لمدى نجاح السياسة الاقتصادية المتبعة في الدولة.
- إن ضمان قيام سوق الأوراق المالية بدورها الفعال في اقتصاد الدولة يتطلب توفر جملة من الشروط أهمها: توفر البيئة الاقتصادية الملائمة وتنوع الأدوات المالية المعروضة.
- تتمحور كفاءة سوق الأوراق المالية أساساً حول مدى استجابته واستيعابه للمعلومات الواردة إليه بأقل التكاليف.
- تعدّ مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية مرجعاً هاماً للمستثمرين ومقياساً حقيقياً للتطورات والتغيرات الحادثة في السوق؛ سواء المؤشرات العامة التي تقيس الأداء الإجمالي للسوق أو المؤشرات الجزئية التي تختص بقطاع معين فقط.
- صناديق الاستثمار الإسلامية هي مؤسسات مالية إسلامية تقوم بحشد وتجميع المدخرات- مقابل وثائق يتم تملكها للمكتتبين في الصندوق- وتوجيهها نحو فرص استثمارية جيدة (مالية أو حقيقية) يصعب على الأفراد أو المؤسسات الصغيرة القيام بها، وفق ما تحكمه القواعد والأساليب الشرعية، فهي تقدّم جملة من المزايا للمستثمرين أهمها: تمكينها صغار المدخرين من الدخول لمجال الاستثمار، وتوفيرها فرصاً استثمارية متنوعة للمشاركين في الصندوق بما يتلاءم مع رغباتهم واهتماماتهم، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.
- تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بوجود عدة أنواع تتلاءم وفق احتياجات وأهداف المستثمرين.

خاتمة عامة

- تعمل صناديق الاستثمار الإسلامية في ظل وجود إدارة منظمة ذات خبرة ودراية تتوب عن المستثمرين في إدارة استثماراتهم، تقوم بتوجيه الاستثمار وفقاً لأحكام الشريعة وقرارات جهة الإشراف والقوانين السائدة.
- تتم إدارة الصناديق الإسلامية عادة وفق عقدي المضاربة أو الوكالة بأجر وفق ما تنصّ عليه نشرة الإصدار.
- تعترض نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية العديد من المخاطر منها المخاطر غير المباشرة، والمخاطر المباشرة.
- تساهم صناديق الاستثمار الإسلامية في توسيع قاعدة المستثمرين في سوق الأوراق المالية كما يمكنها شراء تشكيلة من الأوراق المالية المتداولة في السوق وهو ما يسهم في تنشيط حركته، من جهة أخرى يمكن للصناديق الإسلامية المغلقة عرض أدواتها للتداول العام وبالتالي خلق قوة شرائية كبيرة في السوق إذا أخذنا بعين الاعتبار أن الأدوات الاستثمارية التي توفرها صناديق الاستثمار الإسلامية تناسب ظروف وأهداف الكثير من المستثمرين، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة.
- يعد سوق الأسهم السعودي الذي يعرف بإسم "تداول" من بين الأسواق المالية المتطورة بفضل اعتماده على نظام الكتروني للتداول، بحيث يتم بيع وشراء الأسهم في السوق من خلال نظام الكتروني يتولى التنسيق بين البائعين والمشتريين خلال ساعات عمل السوق.
- يقتصر التعامل في سوق الأسهم السعودي على الأسهم أما باقي المنتجات وإن وُجدت فهي ضئيلة.
- يتميز سوق الأسهم السعودي بقلّة عدد الشركات المدرجة مقارنة بالحجم الكبير للاقتصاد السعودي، كما يبقى حجم التداول والمعاملات محدود نسبياً مقارنة بعدد الأسهم المصدرة في السوق وهو ما يعبر عن ضيق السوق.
- يوفر سوق الأسهم السعودي المناخ المناسب لعمل صناديق الاستثمار الإسلامية، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الرابعة، حيث تمثّل الصناديق الإسلامية ما نسبته 79% من إجمالي قطاع الصناديق، وهي النسبة التي تعكس تنامي هذا القطاع والطلب المتزايد على هذه الأوعية الاستثمارية والإقبال الكبير عليها.
- تلعب صناديق الاستثمار الإسلامية دوراً هاماً في الاقتصاد السعودي من خلال جذبها للمدخرات المحلية والأجنبية وتوفير التمويل اللازم لمختلف قطاعات الاقتصاد وتشجيع الاستثمارات والمساهمة في دعم نشاط القطاع المصرفي.

خاتمة عامة

- يرتكز نشاط معظم صناديق الاستثمار الإسلامية العاملة في السوق السعودي على الاستثمار في الأسهم المحلية، أما من ناحية النوع فمعظم الصناديق الإسلامية الناشطة في السوق السعودي هي صناديق مفتوحة، في حين أن الصناديق الإسلامية المغلقة تبقى عددها محدوداً وضئيلاً جداً.
- تعدّ علاقة صناديق الاستثمار المفتوحة بسوق الأسهم السعودي محدودة جداً ويقتصر دورها على الاستثمار في الأوراق المالية المدرجة في السوق، في حين أن الصناديق المغلقة لها ارتباط وثيق ومباشر بسوق الأسهم السعودي؛ فهي تقوم بدورين منفصلين فيه، فالإضافة لاستثمارها هي الأخرى في الأوراق المالية المدرجة في السوق، تقوم بعرض وثائقها للتداول بيعاً وشراءً مما يسمح بإضافة تشكيلة جديدة من الأوراق المالية وبالتالي زيادة حركة التداول في السوق وتنشيطه.
- يتضح من خلال الدراسة القياسية وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين صناديق الاستثمار الإسلامية و مؤشرات سوق الأسهم السعودي محل الدراسة، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الخامسة، حيث أن:
 - ✓ هناك علاقة ارتباط طردية بين نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية - معبر عنها بإجمالي موجودات الصناديق- وبين مؤشرات سوق الأسهم السعودي المتمثلة في المؤشر العام للسوق وحجم التداول والرسملة السوقية.
 - ✓ هناك علاقة ارتباط طردية بين أداء صناديق الاستثمار الإسلامية محل الدراسة والمؤشر العام للسوق السعودي، في حين أن أداء الصناديق لا يؤثر على كل من حجم التداول والرسملة السوقية للسوق السعودي.
 - ✓ هناك علاقة ارتباط عكسية بين عدد الوحدات المصدرة من قبل صناديق الاستثمار الإسلامية محل الدراسة وبين مؤشرات سوق الأسهم السعودي المعبر عنها بالمؤشر العام للسوق والرسملة السوقية وحجم التداول.

2. الاقتراحات:

- بناءً على ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، فقد تقديم التوصيات التالية:
 - حث المصارف والشركات السعودية على إنشاء المزيد من صناديق الاستثمار الإسلامية، خاصة الصناديق المغلقة باعتبار أن دورها يكون مباشراً في سوق الأسهم السعودي، وبإمكانها إضافة أدوات مالية كبيرة في السوق تساهم في جذب المستثمرين وبالتالي توسيع نشاطه وزيادة حركته.

خاتمة عامة

- العمل على نشر ثقافة الاستثمار في صناديق الاستثمار الإسلامية والتعريف بها خاصة لصغار المدخرين الذين يجهلون مزاياها، وهو ما يسمح بتحويل كتلة من الأموال الجامدة إلى قنوات الاستثمار المختلفة عن طريق صناديق الاستثمار الإسلامية.
- تفعيل الرقابة الشرعية للصناديق الإسلامية من أجل مراقبة مدى التزامه بأحكام الشريعة الإسلامية وتفادي المخالفات الشرعية، ويكون ذلك من خلال اعتماد الهيئات الرقابية على الفقهاء المتخصصين في المجال أصحاب الخبرة والكفاءة.
- اختيار كوادر بشرية مؤهلة وذات خبرة في المجال المالي لإدارة صناديق الاستثمار الإسلامية، ويُفضّل أن يكون غالبية أعضاء مجلس إدارة الصندوق مستقلين عن الصندوق لضمان عدم تعارض مصالحهم الشخصية مع مصالح المكتتبين في الصندوق، وهذا ما يضمن قيام إدارة الصندوق بعملها على أكمل وجه وتحقيق الصندوق لأهدافه.
- ضرورة تقديم إحصائيات وتقارير دورية مفصلة من طرف الجهات المختصة في السوق السعودي حول نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية في السوق، لزيادة الثقة لدى المستثمرين من جهة، وإعطاء الفرصة للباحثين والمختصين في هذا المجال لدراسة وتقييم نشاط هذه الصناديق بشفافية وتقديم الحلول اللازمة والاقتراحات المناسبة.
- ضرورة التزام صناديق الاستثمار الإسلامية بالشفافية التامة في تقديم المعلومات الخاصة بأدائها للمستثمرين سواء كانوا أفراد طبيعيين أو معنويين.

3. آفاق البحث:

- لاشك أنه رغم الجهد المبذول في إتمام هذا البحث ومحاولة الإمام بكل جوانبه، فإن هذا الأخير لا يخلو من نقائص، إلا أنه بإمكانه أن يكون حلقة وصل بين بحوث سابقة وبحوث أخرى في المستقبل، ومن البحوث التي تكمل هذه الدراسة، ما يأتي:
- دراسة استشرافية لمتطلبات إنشاء صناديق الاستثمار الإسلامية في الجزائر.
- الشفافية والإفصاح المحاسبي لصناديق الاستثمار الإسلامية وأثره على أداء السوق المالية.
- دور إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل أداء الصناديق - عينة مختارة-

قائمة المراجع

القرآن الكريم

كتب الحديث

*أبي عبدالله محمد بن اسماعيل البخاري، "صحيح البخاري"، دار ابن كثير، ط1، دمشق، 2002.

أولاً: قائمة المراجع باللغة العربية

I.الكتب:

1. أحمد السعد، "الأسواق المالية المعاصرة - دراسة فقهية -"، دار الكتاب الثقافي، الأردن، 2016.
2. أحمد بن حسن بن أحمد الحسن، "صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
3. أحمد بن محمد الخليل، "الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي"، ط2، دار ابن الجوزي، السعودية، 2005.
4. أحمد مصطفى لطفي، "الرقابة على المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، ط1، دار الفكر والقانون، المنصورة، 2013.
5. أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)"، ط1، دار المسيرة، الأردن، 2004.
6. أسامة عبد المجيد العاني، "صناديق الوقف الاستثماري (دراسة فقهية - اقتصادية)"، ط1، دار البشائر الإسلامية، بيروت، 2010.
7. أشرف محمد دواية، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، ط3، دار السلام، مصر، 2016.
8. أشرف مصطفى توفيق، "كيف تتعلم استثمار الأموال؟ في البورصة - صناديق الاستثمار - أسواق رأس المال -"، ط1، دار ايتراك للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2008.
9. الطاوس حمداوي، "الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر - حالة الجزائر -"، ط1، دار الإعصار العلمي، الأردن، 2017.
10. بلعزوز بن علي وآخرون، "إدارة المخاطر: إدارة المخاطر - المشتقات المالية - الهندسة المالية"، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
11. جليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، "إدارة المشتقات المالية - مدخل نظري وتطبيقي متكامل"، ط1، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، الأردن، 2016.

قائمة المراجع

12. حسن بن غالب بن حسن دائلة، "الصناديق الاستثمارية-دراسة فقهية تطبيقية"، ج1، ط1، دار كنوز اشبيليا، السعودية، 2012.
13. حسن بن غالب بن حسن دائلة، "الصناديق الاستثمارية الإسلامية دراسة فقهية تطبيقية"، ج2، ط1، دار كنوز اشبيليا، السعودية، 2012.
14. حسين بني هاني، "الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)"، ط1، دار الكندي للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.
15. حسين محمد سمحان، "أسس العمليات المصرفية الإسلامية"، ط1، دار المسيرة، عمان، 2013.
16. حيدر يونس الموسوي، "المصارف الإسلامية أداؤها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية"، ط1، دار اليازوري، الأردن، 2011.
17. خالد وهيب الراوي، "الأسواق المالية والنقدية"، ط2، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
18. ديماء وليد حنا الرضي، "الأسواق المالية (تركيبتها، كفاءتها، سيولتها، والتجربة العربية)"، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2015.
19. زاهرة علي محمد بني عامر، "التصكيك ودوره في تطوير سوق مالية إسلامية"، ط1، عماد الدين للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
20. زكريا سلامة عيسى شطناوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، ط1، دار النفائس، الأردن، 2009.
21. زياد رمضان ومروان شموط، "الأسواق المالية"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007.
22. سامر مظهر قنطجني، "صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، شعاع للنشر والعلوم، سوريا، 2010.
23. شعبان محمد إسلام البراوي، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، ط1، دار الفكر، دمشق، 2002.
24. شقيري نوري موسى، "إدارة المشتقات المالية-الهندسة المالية"، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.
25. شقيري نوري موسى وآخرون، "إدارة الاستثمار"، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
26. شمعون شمعون، "البورصة وبورصة الجزائر"، دار هومة للطبع والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005.

قائمة المراجع

27. صلاح الدين حسن السيبي، "البورصات والأسواق المالية- دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية-"، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2014.
28. صلاح الدين شريط، "أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية" ط1، دار حميثرا للنشر، مصر، 2019.
29. صلاح حسن، "البنوك ومخاطر الأسواق المالية العالمية"، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2011.
30. عباس كاظم الدعي، "السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
31. عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، "صناديق الاستثمار- الضوابط الشرعية والأحكام النظامية-"، ط1، دار النفائس، الأردن، 2010.
32. عبد القادر أحمد محمد صباغ، "قيد الأوراق المالية في البورصة- دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي-"، ط1، المركز العربي للنشر والتوزيع، مصر، 2018.
33. عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
34. عمر يوسف عبد الله عابنة، "الأزمة المالية المعاصرة- تقدير اقتصادي إسلامي-"، ط1، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2011.
35. عنايات النجار و وفاء شريف، "دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية"، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2006.
36. غازي فلاح المومني، "إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة"، ط1، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
37. قاسم نايف علوان، "إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق"، ط2، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
38. قيصر عبد الكريم الهيتي، "أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)"، ط1، دار رسلان للنشر والتوزيع، سوريا، 2006.
39. مبارك بن سليمان آل فواز، "الأسواق المالية من منظور إسلامي"، ط1، مركز النشر العلمي جامعة الملك عبد العزيز، جدة، السعودية، 2010.
40. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، ج1، ط1، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، السعودية، 2005.

قائمة المراجع

41. محمد بن سالم بن عبد الله بخضر، "التكليف الفقهي للخدمات المصرفية"، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
42. محمد صالح الحناوي وطارق الشهاوي، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية"، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014.
43. محمد صبري هارون، "أحكام الأسواق المالية- الأسهم والسندات"، ط2، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
44. محمد فتح الله نشار، "التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية- رؤية شرعية في ضوء الفقه الإسلامي"، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2006.
45. محمد عبد الله شاهين، "صناديق الاستثمار العمود الفقري للأسواق المالية"، ط1، دار يافا للنشر والتوزيع، عمان، 2019.
46. محمد عدنان بن ضيف، "العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وآثارها التنموية"، ط1، دار النفائس، الأردن، 2017.
47. محمد عدنان بن الضيف، "مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية"، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
48. محمد عوض عبد الجواد وعلي ابراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة- أسهم، سندات، أوراق مالية"، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
49. محمد وجيه الحيني، "تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية- دراسة تطبيقية"، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
50. محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية (مؤسسات، أسواق، بورصات)"، ط2، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
51. محمود محمد حمودة، "الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام"، ط1، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
52. مؤيد عبد الرحمن الدوري، "إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية"، ط1، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
53. مصطفى يوسف كافي، "المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة"، ط1، ألفا للوثائق، قسنطينة، الجزائر، 2018.

قائمة المراجع

54. منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال- الأوراق المالية وصناديق الاستثمار-"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
55. منير إبراهيم هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
56. نجاح عبد العليم عبد الوهاب أبو الفتوح، "أصول المصرفية والأسواق المالية الإسلامية"، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2014.
57. نزيه عبد المقصود مبروك، "صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009.
58. نعيمة أوعيل، "الاستثمار من الاقتصاد الوضعي إلى الاقتصاد الإسلامي- بداية تحرر الدول الإسلامية من التبعية الاقتصادية-"، ط1، الإسكندرية، 2016.
59. هشام أحمد عبد الحي، "الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2010.
60. هشام السعدني خليفة بدوي، "عقود المشتقات المالية- دراسة فقهية اقتصادية مقارنة"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.
61. هشام كامل قشوط، "المدخل إلى إدارة الاستثمارات من منظور إسلامي"، ط1، دار النفائس، الأردن، 2014.
62. هوشيار معروف، "الاستثمارات في الأسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
63. ياسر نصر الله محمد، "أيدولوجية الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2017.
64. يوسف حسن يوسف، "الصكوك المالية وأنواعها"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2014.

II. المجلات

1. بدر الزمان خمقاني، "اختبار نجاعة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية المستهدفة لإستراتيجية مخاطرة عالية - حالات مختارة من السوق المالية السعودي خلال الفترة 2008 - 2017"، مجلة الإستراتيجية والتنمية، المجلد 10، العدد 1 (مكرر)، الجزء 1، جامعة ابن باديس مستغانم، جانفي 2020.

قائمة المراجع

2. حاج قويدر قورين وآخرون، "تقييم أداء صناديق الاستثمار وفق المؤشرات المركبة - دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية -"، مجلة المعيار، العدد2، المجلد10، المركز الجامعي تيسمسيلت، جوان2019.
3. حياة عوايجية وصالح مفتاح، "تطور عقود المشتقات المالية بالسوق المالي للأوراق المالية للكويت"، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد7، العدد2، جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي، ديسمبر 2017.
4. سهام عيساوي ولخضر مرغاد، "استخدام المشتقات المالية في إدارة المخاطر المالية"، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد15، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، جوان2014.
5. سهيلة عبد الجبار وأسماء السلامي، "أثر الأسواق المشتقة على استقرار النظام المالي - أزمة الرهون العقارية الثانوية أنموذجاً"، مجلة التكامل الاقتصادي، المجلد2، العدد3، جامعة أحمد دراية أدرار، ديسمبر2018.
6. صبرينة عتروس وحدة رايس، "دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تدعيم الاستثمار المصرفي في إطار المضاربة الشرعية"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد2، المجلد17، جامعة محمد خيضر بسكرة، ديسمبر 2017.
7. عبد الباسط عبد الصمد عليّة وسليمان زواري فرحات، "دور إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل أداء الصندوق - دراسة تحليلية لعينة من السوق المالي السعودي -"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد02، المجلد12، جامعة المسيلة، ديسمبر 2019.
8. عبد السلام مخلوفي وسعاد يوسفوي، "إدارة المخاطر في الصناعة المالية الإسلامية"، مجلة معارف، العدد17، جامعة البويرة، ديسمبر 2014.
9. عبد العظيم أبوزيد، "التحليل الفقهي والمقاصدي للمشتقات المالية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز - الاقتصاد الإسلامي -، المجلد27، العدد3، السعودية، 2014.
10. عبد الله غالم وعبد الحفيظ خزان، "أسواق الأوراق المالية (نشأتها، الوظائف الاقتصادية، خصائصها وأقسامها)، مجلة الاجتهاد القضائي، المجلد1، العدد11، كلية الحقوق والعلوم السياسية جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014.
11. عمر علي أبو بكر، "صناديق الاستثمار الإسلامية مفهومها، أنواعها، وخصائصها -دراسة تأصيلية -"، مجلة جامعة المدينة العالمية (مجمع)، العدد2، السعودية، أبريل2015.

قائمة المراجع

12. كهينة رشام وأحمد جميل، "تطور العمل بصناديق الاستثمار الإسلامية مع إشارة خاصة للسوق المالي السعودي"، مجلة دراسات-العدد الاقتصادي-، العدد2، المجلد10، جامعة الأغواط، جوان2019.
13. مسعودة بن لخضر وحليمة عطية، "تكيف صناديق الاستثمار الإسلامية ودورها في تفعيل التنمية استنادا إلى السوق المالي الإسلامي- مع الإشارة إلى تجربة صندوق صائب للفترة(2003- الربع الأول من 2016)-"، مجلة دفاتر البحوث العلمية، المجلد5، العدد1، المركز الجامعي تيبازة، 2017.
14. مليكة يحيات، "الإطار المفهومي لصناديق الاستثمار في الفكر الإسلامي رؤية اقتصادية معاصرة"، مجلة البحوث والدراسات العلمية، العدد8، المجلد2، جامعة يحي فارس المدينة، نوفمبر 2014.
15. منى محمد الحسيني عمار، "دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير الأسواق المالية"، مجلة أمارباك، المجلد5، العدد13، الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، 2014.
16. نور الهدى دحماني وشريفة العابد برينيس، "سوق الأوراق المالية ودوره في النمو الاقتصادي-دراسة حالة إندونيسيا والجزائر-"، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، المجلد1، العدد1، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير المركز الجامعي عبد الحفيظ بو الصوف-ميلة، جوان 2016.
17. نورالدين كروش وآخرون، "دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تحسين أداء البنوك الإسلامية"، مجلة التنمية والاستشراف للبحوث والدراسات، العدد1، المجلد5، جامعة البويرة، جوان 2020.
18. نورين بومدين، "أدوات الهندسة المالية كمدخل لدعم كفاءة سوق الأوراق المالية"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد8، مخبر البحث العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلی الشلف-الجزائر، جوان 2010.

III. الملتقيات

1. حسين حسين شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة المكرمة، السعودية، 2005.
2. عبد الستار أبو غدة، "صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة فقهية تأصيلية موسعة"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر "المؤسسات المالية الإسلامية والبورصات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، أيام 15-17 ماي 2005.
3. غسان الطالب، "صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق" المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية عمان، الأردن، يومي 6 و7 أوت 2014.

قائمة المراجع

4. فاطمة بودية وفتيحة كحلي، "طبيعة البعد الاقتصادي والاجتماعي لصناديق الاستثمار الإسلامية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة"، الملتقى الدولي الثاني "المالية الإسلامية"، جامعة صفاقس تونس، 27-29 جوان 2013.
5. ليلى مقدم ومحمد سمير طعيبة، "معايير اتخاذ قرار الاستثمار من منظور الاقتصاد الإسلامي"، الملتقى الدولي "الاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل"، جامعة غرداية، يومي 23 و 24 فيفري 2011.
6. محمد بوجلال ومريم زايدي، "دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية-حالة سوق الأسهم السعودي-"، الملتقى الدولي الثاني "آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية"، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، يومي 8 و 9 ديسمبر 2013.
7. محمد بن سليمان الجاسر، "تطور القطاع المالي لتحقيق نمو اقتصادي أفضل"، ندوة "الرؤية المستقبلية للاقتصاد السعودي حتى عام 1440 هـ (2020م)"، وزارة التخطيط، الرياض، المملكة العربية السعودية، 19-23 أكتوبر 2002.
8. محمد خميسي بن رجم، "المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها"، الملتقى الدولي "الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية"، جامعة سطيف 1، يومي 20 و 21 أكتوبر 2009.
9. محمد علي القري، "إدارة المخاطر في صناديق الاستثمار الإسلامية"، الندوة السادسة عشرة لدلة البركة، بيروت، 24 صفر 1420 هـ.
10. محمد عدنان بن الضيف وربيع المسعود، "أدوات الدين وبدائلها الشرعية في الأسواق المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي "الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل"، المركز الجامعي غرداية، يومي 24 و 23 فيفري 2011.
11. مريم زايدي، "متطلبات كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودي، بورصة تونس، بورصة مصر، بورصة الجزائر"، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية" إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 13/12 أبريل 2016.

قائمة المراجع

12. مصطفى مختاري وعلي قروود، "صناديق الاستثمار الإسلامية كآلية لاستقطاب وتوظيف الأموال الجامدة"، الملتقى الوطني "دور البنوك الإسلامية في تعبئة الادخارات النقدية في ظل الأزمة المالية الحالية بالتركيز على حالة الجزائر واقع وآفاق"، جامعة يحي فارس المدية، 2016/12/01.
13. مولود مراد ويوسف بوعيشاوي، "فعالية الاستثمار وفق المنظر الإسلامي في ظل كفاءة صيغ التمويل"، الملتقى الوطني الخامس "دور البنوك الإسلامية في تعبئة الادخارات المالية في ظل الأزمة المالية الحالية بالتركيز على الجزائر، واقع وآفاق"، جامعة يحي فارس المدية، يوم 2016/12/01.
14. صفوت عبد السلام عوض الله، "صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر "المؤسسات المالية الإسلامية والبورصات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، أيام 15-17 ماي 2005.
15. صفية أحمد بوبكر، "صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها أنواعها"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر "المؤسسات المالية الإسلامية والبورصات"، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، أيام 15-17 ماي 2005.
16. صفية بن قدور وكلثوم جريو، "مساهمة صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط السوق المالية - السوق المالية السعودية نموذجا -"، المؤتمر الدولي الأول "الأسواق المالية الناشئة بين رؤى تقليدية ومستقبل إسلامي"، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، يومي 17 و18 نوفمبر 2015.
- IV. أطروحات الدكتوراه ومذكرات الماجستير
1. ابتسام ساعد، "دور آليات التمويل الإسلامي في رفع الكفاءة التمويلية للنظام المصرفي - التجربة الماليزية نموذجا -"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2017.
2. أحمد حسن محمود عربيات، "أثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات السوق المالي السعودي"، أطروحة دكتوراه في المصارف الإسلامية، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، 2017.
3. أحمد رشاد مرداسي، "دور الهندسة المالية الإسلامية في إنشاء ودعم السوق المالية الإسلامية - دراسة حالة السوق المالية الماليزية -"، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة عباس لغرور خنشلة، 2018.

قائمة المراجع

4. جهاد بوضياف، "دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية-دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2020.
5. حليلة عطية، "دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات-دراسة حالة بورصة عمان خلال الفترة (2008-2013)-"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015.
6. رشيد درغال، "التكامل الوظيفي بين المصارف الإسلامية وأسواق المال ودوره في التنمية الاقتصادية"، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2011.
7. رفيق شرياق، "دراسة الأساليب الاستثمارية للبنوك الإسلامية وأثرها على سوق الأوراق المالية - دراسة حالة -"، أطروحة دكتوراه تخصص نقود ومالية، جامعة باجي مختار عنابة، 2015.
8. سمية بلعيد، "دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية-"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، 2014.
9. سهام عيساوي، "دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال-دراسة حالة لسوق رأس المال الفرنسي-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015.
10. 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 1، 2014.
11. صبرينة عتروس، "إطار مقترح لتفعيل دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية- دراسة حالة عينة من صناديق الأسهم السعودية-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2017.
12. صلاح الدين شريط، "دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2012.
13. عادل سلmani، "دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي-دراسة حالة ماليزيا-"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014.

قائمة المراجع

14. عبد الحفيظ خزان، "تفعيل دور أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي-دراسة سوق عمان للأوراق المالية من 2002 إلى 2013"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014.
15. عمر عبو، "الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار - دراسة تجارب دولية-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2016.
16. فتيحة كحلي، "تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية -دراسة تجارب بعض الدول العربية"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2011.
17. فطوم حوحو، "سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية- دراسة حالة السوق المالي السعودي-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015.
18. كميلية لوصيف، "تدويل الخطر المالي وأثره على أسواق رأس المال في الدول العربية - دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أم البواقي، 2019.
19. مسعودة نصبة، "نحو نموذج إسلامي لسوق رأس المال- تجربة ماليزيا أنموذجاً-"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013.
20. نورالدين بوشلاغم، "دراسة مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة وهران 2، 2013.
21. وداد بوحلاسة، "صناديق الاستثمار الإسلامية ودور المصارف الإسلامية في تفعيلها لتمويل التنمية"، مذكرة ماجستير في الاقتصاد والإدارة، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية-قسنطينة-، 2014.
- V. مواقع الأنترنت
1. أصايل، من الموقع: <https://www.albilad-capital.com/Pages/AR/Fund/asayel.aspx>
2. "التطور التقني للسوق السعودي في ثلاثين عاما"، من الموقع: <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/386293>
3. السوق المالية السعودية، من الموقع: www.tadawul.sa.com

قائمة المراجع

4. السوق المالية السعودية، "التقرير الإحصائي السنوي 2018"، من الموقع:
https://annualreport2018.tadawul.com.sa/Resources/AnnualReport/ar/stewardship/governance_at_tadawul.html
5. شركة البلاد المالية، من الموقع: <http://www.albilad-capital.com>
6. شركة الجزيرة للأسواق المالية، من الموقع: <https://www.aljaziracapital.com.sa>
7. شركة الراجحي المالية، من الموقع: <https://www.alrajhi-capital.com>
8. شركة كسب المالية، من الموقع: <http://www.kasbcapital.sa>
9. شركة مركز إيداع الأوراق المالية، من الموقع: <https://www.edaa.com.sa>
10. شركة مركز مقاصة الأوراق المالية، من الموقع: <https://www.muqassa.sa>
11. لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، من الموقع:
<https://crsd.org.sa/ar/resolutionscommittee/Pages/dault.aspxef>
12. لجنة الاستئناف في منازعات الأوراق المالية، من الموقع:
<https://crsd.org.sa/ar/appealscommittee/Pages/default.aspx>
13. مؤسسة النقد العربي السعودي، من الموقع: <http://www.sama.gov.sa>
14. الاستثمار في سوق الأسهم"، من الموقع: <https://cma.org.sa>
15. نظام السوق المالية"، من الموقع: <https://cma.org.sa>
16. الاستثمارات المالية وسوق الأسهم"، من الموقع: <https://www.alahlicapital.com>
17. <https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/tadawul/markets/funds?locale=ar>
18. عقار، من الموقع: <http://www.albilad-capital.com/Pages/AR/Fund/aqaar.aspx>
19. صندوق أصول وبخيت للمتاجرة بالأسهم السعودية، من الموقع:
<http://www.obic.com.sa/ar/investment-products/saudi-trading-equity-fund.aspx>

ثانيا: قائمة المراجع باللغة الانجليزية

I. الكتب

1. Nouredine Krichene, "Islamic Capital Markets – Theory and practice", John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd, Singapore, 2013 .

2.Philipe Jorion, **Value at risk**, third edition, The McGraw companies, United states of America, 2007.

II.المجلات

1.Fatma Mouziane,"**Importance of bonds financing as an alternative to direct debt financing–Case study of Algerian corporations** ", Poidex Journal, Vol 5, N° 7, Faculty of Economics, Commercial and Management Sciences, Mostaganem University, March 2017.

2.Halima Attia and Hayette Bensmaine, "**Investment Funds and their role in Financial Markets– The state of the Saudi Stock Markets**", Journal of Economics and Human Development, vol 10 ,N° 2, Blida 2 University, October 2019.

3.Naseem A Rahahleh, M.IshakBhatti, Faridah Najuna Misman, « **Developments in risk management in Islamic finance** », journal of riskfinancial management, vol12(1),37,2019.

4.Omar Akacem and Sofiane Mostefaoui,"**The financial derivatives and the bankig system–the level of risk and the state of correlation**", journal of economic integration, vol 2, N° 3, Ahmed Draya University, Adrar, Algeria, December 2014.

III.الملتقيات

1.Zouheyr Gheraia , Mohammed Boudjelal, Hanane Abdelli, **Capital Market Efficiency : Evidence from Egypt**, First International Conference on Emerging financial markets between traditional visions and Islamic future, skikda University, 17–18 November 2015.

2.Mahfoud Djebbar, **Islamic Financial Markets : Achievements, prospects, and challenes**, First International Conference on Emerging financial markets

قائمة المراجع

Between traditional visions and Islamic future, Skikda University, 17–18 november 2015.

IV.التقارير

- 1.Association of the Luxembourg fundindustry(Alfi), "**Islamic Funds Collection of best practices for setting–up and servicing Islamic Funds**" ,Luxembourg, december 2012.
- 2.Standing Committe for Economic and Commercial Cooperation of the organization of Islamic cooperation (COMCEC), «**Islamic Fund Management**», Ankara, Turkey, October 2018 .
- 3 .Islamic Financial Services Board(IFCB), « **Islamic Financial Industry Stability Report 2019** », Bank Negara, Malaysia, July 2020.

ثالثا: قائمة المراجع باللغة الفرنسية

I.الكتب:

- 1.Paul Jacques Lehmann, "**Bourse et marchés financiers**", 2 eme édition, Dunod, Paris, La France ,2005.
- 2.Paul jacques lehmann, "**Economie des Marchés financiers**", de boeck, Belgique, 2011.
- 3.Philippe Spieser, "**La bourse**", vuiber, France, 2003.

II.الملتقيات

- 1.Ouendi bouyahiaoui et Lynda Nasser, « "**Les fonds d'investissement islamiques : Un modèle réussi de l'innovation de financement** ", colloque internationale intitulé:" Les produits et les Applications de l'innovation, l'ingénierie financière entre la finance conventionnelle et Islamique",Université Abbas Farhat Sétif1 , Le 5 et 6 Mai 2014

1. Abdelbari El Khamlichi, Ethique et performance :le cas des indices boursiers et des fonds d'investissement en finance islamique, thèse doctorat en Science de Gestion, Université d'Auvergne, la france ,2016.

الملاحق

الملاحق

الملحق رقم (1): بيانات صناديق الاستثمار الإسلامية محل الدراسة

صندوق الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية			صندوق الراجحي للأسهم الخليجية			صندوق الراجحي للأسهم المحلية			
الأداء (%)	عدد الوحدات	إجمالي الموجودات	الأداء (%)	عدد الوحدات	إجمالي الموجودات	الأداء (%)	عدد الوحدات	إجمالي الموجودات	
27,5	19598280	137469510	12,7	5812506	423505248	16,64	2057857	499820150	2009
13,83	170355852	135769756	13,6	5673288	470544542	13,67	1984847	548602266	2010
5,73	10096673	85219189	-2,11	3423118	277415696	1	1681963	470171483	2011
3,99	7431758	65141448	9,24	2609627	231041075	11,37	1603175	499185673	2012
27,52	5249302	58674574	27,5	1538464	173672469	30,48	1193422	484066188	2013
-14,16	3776258	36244470	3,47	1661300	194753822	1,61	1025037	423385385	2014
-15,42	3511716	28518604	-14,35	1324571	132478877	-12,78	898628	323145186	2015
15,45	3412172	32001260	2,48	1218754	124949178	8,21	815726	317392517	2016
-0,63	3117010	29096595	-0,83	1135002	115618748	2,75	734458	294071937	2017
5,12	2890094	28394957	9,05	1030006	114437621	11,44	702783	313752919	2018
2,56	2699021	27281137	8,78	989385	119917270	10,46	627813	310478194	2019

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- شركة الراجحي المالية، من الموقع: <https://www.alrajhi-capital.com>

الملاحق

صندوق الجزيرة للأسهم السعودية (الطيبات)			صندوق الأسهم العقارية الخليجية (عقار)			صندوق الأسهم السعودية النقية (أصايل)			
الأداء (%)	عدد الوحدات	إجمالي الموجودات	الأداء (%)	عدد الوحدات	إجمالي الموجودات	الأداء (%)	عدد الوحدات	إجمالي الموجودات	
7,2	777862	127113566	-1,7	6427000	2891000	14,41	2039652000	703678000	2009
10,65	918564	166087808	-8,1	5778000	2310000	8,2	1797393000	666685000	2010
4,53	1049924	199234806	-7,7	5726000	2168000	-5,1	1625447000	574152000	2011
10,91	1122626	199234806	16,2	6982000	2983000	18,3	1491013000	623339000	2012
35,1	1114731	316105227	34,2	13181000	7614000	31,9	1365853000	753530000	2013
18,47	1157168	390807061	20,1	9991000	6943000	7,2	1224635000	724873000	2014
-6,25	1134850	360470600	-7	8285000	5359000	-14,3	1150993000	582739000	2015
5,12	973336	323899032	7,9	6723000	4648000	1,9	1084648000	558097000	2016
-0,78	1013741	335260753	-12,7	5228000	3180000	-4,7	970288000	475548000	2017
11,72	1046975	385658484	-20,9	4309000	2090000	8,2	911896000	486649000	2018
13,68	912966	386978703	-6,9	3957000	2068000	18,5	837427000	526302000	2019

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- شركة البلاد المالية، من الموقع: <http://www.albilad-capital.com>

- شركة الجزيرة للأسواق المالية، من الموقع: <https://www.aljaziracapital.com.sa>

الملاحق

صندوق أصول وبخيت للأسهم السعودية			
الأداء (%)	عدد الوحدات	إجمالي الموجودات	
33.4	56309257	68955774	2009
15.5	35604122	50461577	2010
-2,4	29945930	41339248	2011
11,6	23509409	36242208	2012
35,1	15710364	32705642	2013
12,7	12559114	29486051	2014
14,7	9671082	19420023	2015
1,3	8049441	16364054	2016
-4,3	7480693	14572251	2017
4,9	6813926	13927874	2018
20,29	6679950	16487540	2019

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- شركة أصول وبخيت الاستثمارية، من الموقع:

<http://www.obic.com.sa/ar/investment-products/saudi-trading-equity-fund.aspx>

الملاحق

الملحق رقم (2): مؤشرات سوق الأسهم السعودي المعتمدة في الدراسة (المتغيرات التابعة)

السنوات	المؤشر العام للسوق TASI	حجم التداول (القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة) مليون ريال	رسملة السوق (القيمة السوقية للأسهم المتداولة) مليون ريال
2009	6121,76	1.264.011	1.195.510
2010	6620,75	759.184	1.325.390
2011	6417,73	1.098.836	1.270.840
2012	6801,22	1.929.318	1.400.340
2013	8535,6	1.369.666	1.752.860
2014	8333,3	2.146.512	1.812.890
2015	6911,76	1.660.622	1.579.060
2016	7210,43	1.156.987	1.681.950
2017	7226,32	836.275	1.689.600
2018	7826,73	870.870	1.858.950
2019	8389,23	880.139	9.025.440

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- مؤسسة النقد العربي، من الموقع: <http://www.sama.gov.sa>

- السوق المالية السعودية، من الموقع: <https://www.tadawul.com.sa>

الملاحق

الملحق رقم (3): النمذجة القياسية لأثر صندوق الراجحي للأسهم المحلية على المؤشر العام للسوق

TASI

Dependent Variable: TASI
Method: Least Squares
Date: 05/31/21 Time: 22:59
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU1	-0.675816	0.049979	-13.52201	0.0000
P1	0.000228	0.000788	0.289710	0.7804
TA1	0.954436	0.097196	9.819751	0.0000
C	-0.600550	1.280035	-0.469167	0.6532

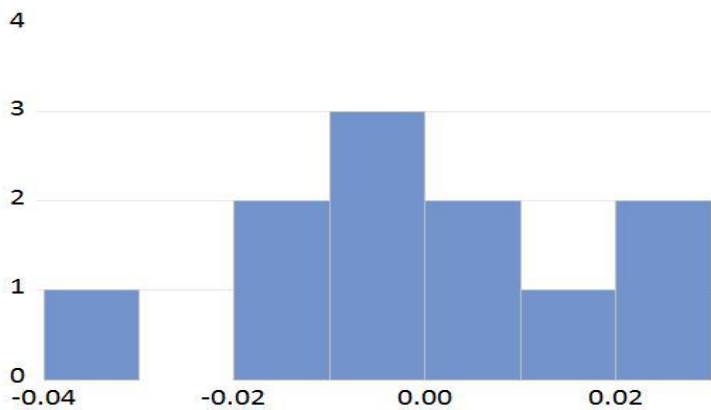
R-squared	0.976361	Mean dependent var	8.890819
Adjusted R-squared	0.966230	S.D. dependent var	0.114580
S.E. of regression	0.021056	Akaike info criterion	-4.607994
Sum squared resid	0.003103	Schwarz criterion	-4.463305
Log likelihood	29.34397	Hannan-Quinn criter.	-4.699201
F-statistic	96.37420	Durbin-Watson stat	1.859664
Prob(F-statistic)	0.000005		

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.224442	Prob. F(2,5)	0.8066
Obs*R-squared	0.906191	Prob. Chi-Square(2)	0.6357

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.114279	Prob. F(1,8)	0.7440
Obs*R-squared	0.140837	Prob. Chi-Square(1)	0.7074



Series: Residuals	
Sample 2009 2019	
Observations 11	
Mean	-2.21e-15
Median	-0.002640
Maximum	0.023700
Minimum	-0.037370
Std. Dev.	0.017617
Skewness	-0.493280
Kurtosis	3.007135
Jarque-Bera	0.446119
Probability	0.800067

المصدر: مخرجات 12 Eviews

الملاحق

الملحق رقم (4): النمذجة القياسية لأثر صندوق الراجحي للأسهم الخليجية على المؤشر العام للسوق

TASI

Dependent Variable: TASI
Method: Least Squares
Date: 06/01/21 Time: 10:39
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU2	-0.753304	0.053504	-14.07938	0.0000
P2	0.002218	0.000523	4.237732	0.0039
TA2	0.795681	0.069762	11.40566	0.0000
C	4.614669	0.569514	8.102820	0.0001
R-squared	0.988974	Mean dependent var	8.890819	
Adjusted R-squared	0.984249	S.D. dependent var	0.114580	
S.E. of regression	0.014380	Akaike info criterion	-5.370645	
Sum squared resid	0.001448	Schwarz criterion	-5.225956	
Log likelihood	33.53855	Hannan-Quinn criter.	-5.461851	
F-statistic	209.2908	Durbin-Watson stat	2.846206	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.664680	Prob. F(2,5)	0.5547
Obs*R-squared	2.310339	Prob. Chi-Square(2)	0.3150

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.207674	Prob. F(1,8)	0.6607
Obs*R-squared	0.253024	Prob. Chi-Square(1)	0.6150



Series: Residuals	
Sample 2009 2019	
Observations 11	
Mean	2.34e-15
Median	-0.001707
Maximum	0.022230
Minimum	-0.021303
Std. Dev.	0.012031
Skewness	0.012426
Kurtosis	2.747960
Jarque-Bera	0.029398
Probability	0.985408

المصدر: مخرجات 12 Eviews

الملاحق

الملحق رقم (5): النمذجة القياسية لأثر صندوق الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية على المؤشر

العام للسوق TASI

Dependent Variable: TASI
Method: Least Squares
Date: 06/01/21 Time: 10:44
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

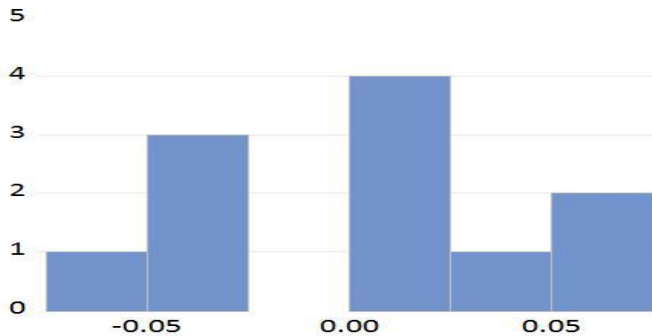
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU3	-0.796274	0.186209	-4.276227	0.0037
P3	-0.001097	0.001671	-0.656673	0.5324
TA3	0.794816	0.222609	3.570463	0.0091
C	7.174315	1.158686	6.191771	0.0004
R-squared	0.851254	Mean dependent var	8.890819	
Adjusted R-squared	0.787505	S.D. dependent var	0.114580	
S.E. of regression	0.052818	Akaike info criterion	-2.768645	
Sum squared resid	0.019528	Schwarz criterion	-2.623956	
Log likelihood	19.22755	Hannan-Quinn criter.	-2.859851	
F-statistic	13.35335	Durbin-Watson stat	1.248821	
Prob(F-statistic)	0.002779			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	11.80920	Prob. F(2,5)	0.0128
Obs*R-squared	9.078159	Prob. Chi-Square(2)	0.0107

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	1.843385	Prob. F(1,8)	0.2116
Obs*R-squared	1.872715	Prob. Chi-Square(1)	0.1712



Series: Residuals	
Sample 2009 2019	
Observations 11	
Mean	4.20e-15
Median	0.007010
Maximum	0.062719
Minimum	-0.073058
Std. Dev.	0.044191
Skewness	-0.146055
Kurtosis	1.879104
Jarque-Bera	0.614962
Probability	0.735297

المصدر: مخرجات Eviews 12

الملاحق

الملحق رقم (6): النمذجة القياسية لأثر صندوق الأسهم السعودية النقية على المؤشر العام

للسوق TASI

Dependent Variable: TASI
Method: Least Squares
Date: 06/01/21 Time: 10:48
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

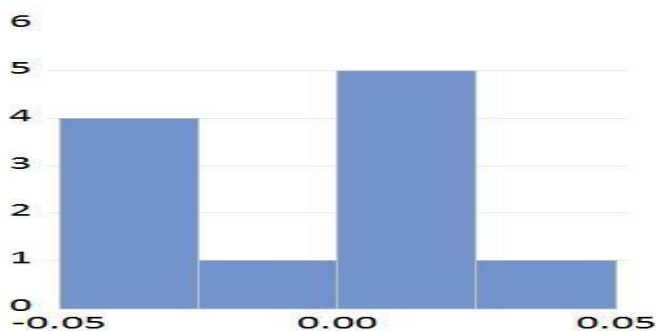
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU4	-0.486082	0.058946	-8.246274	0.0001
P4	0.002230	0.001063	2.098043	0.0741
TA4	0.521409	0.121627	4.286940	0.0036
C	8.523692	1.770314	4.814792	0.0019
R-squared	0.929313	Mean dependent var	8.890819	
Adjusted R-squared	0.899019	S.D. dependent var	0.114580	
S.E. of regression	0.036411	Akaike info criterion	-3.512630	
Sum squared resid	0.009280	Schwarz criterion	-3.367941	
Log likelihood	23.31946	Hannan-Quinn criter.	-3.603836	
F-statistic	30.67622	Durbin-Watson stat	2.165368	
Prob(F-statistic)	0.000213			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	2.479193	Prob. F(2,5)	0.1786
Obs*R-squared	5.477017	Prob. Chi-Square(2)	0.0647

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.072296	Prob. F(1,8)	0.7948
Obs*R-squared	0.089560	Prob. Chi-Square(1)	0.7647



Series: Residuals	
Sample 2009 2019	
Observations 11	
Mean	2.26e-15
Median	0.013072
Maximum	0.047843
Minimum	-0.038604
Std. Dev.	0.030463
Skewness	-0.024508
Kurtosis	1.514026
Jarque-Bera	1.013156
Probability	0.602554

المصدر: مخرجات Eviews 12

الملاحق

الملحق رقم (7): النمذجة القياسية لأثر صندوق الأسهم العقارية الخليجية على المؤشر العام

للسوق TASI

Dependent Variable: TASI
Method: Least Squares
Date: 06/01/21 Time: 10:51
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

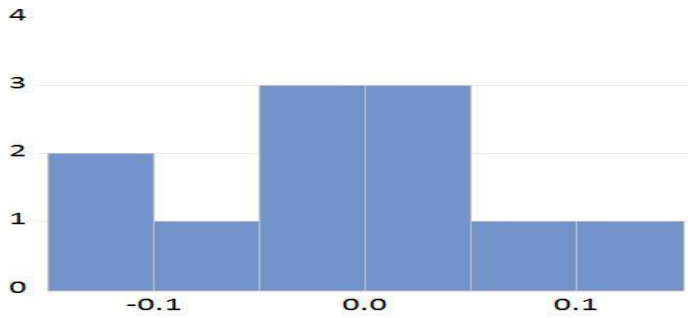
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU5	-0.459900	0.219899	-2.091412	0.0748
P5	0.004915	0.002675	1.837051	0.1088
TA5	0.288000	0.147076	1.958174	0.0911
C	11.76348	2.039611	5.767513	0.0007
R-squared	0.534190	Mean dependent var	8.890819	
Adjusted R-squared	0.334557	S.D. dependent var	0.114580	
S.E. of regression	0.093468	Akaike info criterion	-1.627108	
Sum squared resid	0.061154	Schwarz criterion	-1.482419	
Log likelihood	12.94910	Hannan-Quinn criter.	-1.718315	
F-statistic	2.675862	Durbin-Watson stat	1.694955	
Prob(F-statistic)	0.127995			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	1.351379	Prob. F(2,5)	0.3395
Obs*R-squared	3.859700	Prob. Chi-Square(2)	0.1452

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	2.502859	Prob. F(1,8)	0.1523
Obs*R-squared	2.383027	Prob. Chi-Square(1)	0.1227



Series: Residuals	
Sample 2009 2019	
Observations 11	
Mean	1.29e-15
Median	-0.004242
Maximum	0.138908
Minimum	-0.110716
Std. Dev.	0.078201
Skewness	0.158071
Kurtosis	2.293673
Jarque-Bera	0.274470
Probability	0.871765

المصدر: مخرجات 12 Eviews

الملاحق

الملحق رقم (8): النمذجة القياسية لأثر صندوق الجزيرة للأسهم السعودية على المؤشر العام

للسوق TASI

Dependent Variable: TASI
Method: Least Squares
Date: 06/01/21 Time: 10:57
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

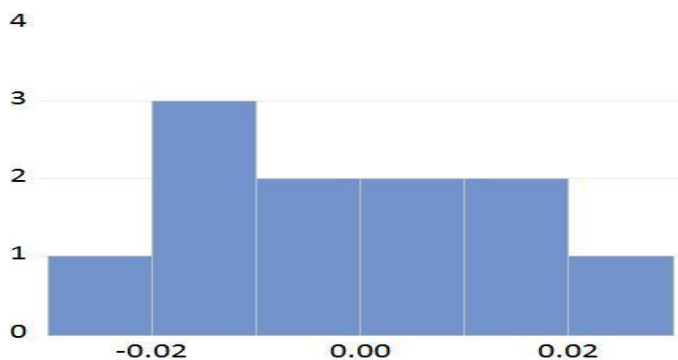
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU6	-0.129361	0.061069	-2.118291	0.0719
P6	0.006069	0.000565	10.74009	0.0000
TA6	0.240930	0.018369	13.11645	0.0000
C	5.939644	0.709167	8.375517	0.0001
R-squared	0.980758	Mean dependent var	8.890819	
Adjusted R-squared	0.972512	S.D. dependent var	0.114580	
S.E. of regression	0.018997	Akaike info criterion	-4.813807	
Sum squared resid	0.002526	Schwarz criterion	-4.669118	
Log likelihood	30.47594	Hannan-Quinn criter.	-4.905013	
F-statistic	118.9312	Durbin-Watson stat	3.007643	
Prob(F-statistic)	0.000002			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	3.204822	Prob. F(2,5)	0.1271
Obs*R-squared	6.179517	Prob. Chi-Square(2)	0.0455

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.786967	Prob. F(1,8)	0.4009
Obs*R-squared	0.895607	Prob. Chi-Square(1)	0.3440



Series: Residuals	
Sample 2009 2019	
Observations 11	
Mean	-3.23e-16
Median	-0.004215
Maximum	0.023315
Minimum	-0.025001
Std. Dev.	0.015894
Skewness	-0.022060
Kurtosis	1.679258
Jarque-Bera	0.800390
Probability	0.670189

المصدر: مخرجات 12 Eviews

الملاحق

الملحق رقم (9): النمذجة القياسية لأثر صندوق أصول وبخيت للأسهم السعودية على المؤشر العام

للسوق TASI

Dependent Variable: TASI
Method: Least Squares
Date: 06/01/21 Time: 11:02
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU7	-0.490777	0.093235	-5.263869	0.0012
P7	0.002428	0.001019	2.383381	0.0486
TA7	0.503379	0.134701	3.736995	0.0073
C	8.356409	0.831415	10.05083	0.0000
R-squared	0.931722	Mean dependent var	8.890819	
Adjusted R-squared	0.902460	S.D. dependent var	0.114580	
S.E. of regression	0.035785	Akaike info criterion	-3.547300	
Sum squared resid	0.008964	Schwarz criterion	-3.402611	
Log likelihood	23.51015	Hannan-Quinn criter.	-3.638507	
F-statistic	31.84074	Durbin-Watson stat	1.547648	
Prob(F-statistic)	0.000188			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.930643	Prob. F(2,5)	0.4533
Obs*R-squared	2.984011	Prob. Chi-Square(2)	0.2249

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	4.602491	Prob. F(2,6)	0.0614
Obs*R-squared	5.448533	Prob. Chi-Square(2)	0.0656



Series: Residuals	
Sample 2009 2019	
Observations 11	
Mean	1.13e-15
Median	0.005174
Maximum	0.038842
Minimum	-0.044763
Std. Dev.	0.029940
Skewness	-0.131702
Kurtosis	1.664617
Jarque-Bera	0.849122
Probability	0.654057

المصدر: مخرجات 12 Eviews

الملاحق

الملحق رقم (10): النمذجة القياسية لأثر صندوق الراجحي للأسهم المحلية على حجم التداول في سوق الأسهم السعودي

Dependent Variable: VAE
Method: Least Squares
Date: 05/31/21 Time: 23:06
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

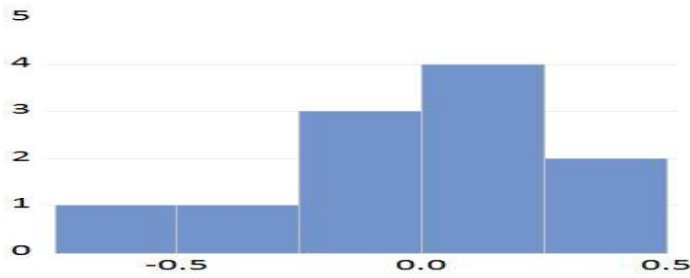
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU1	-0.286459	0.387976	-0.738342	0.4814
P1	-0.012359	0.010079	-1.226134	0.2550
TA1	0.913749	0.272341	3.355161	0.0100
R-squared	0.240892	Mean dependent var		13.99705
Adjusted R-squared	0.051114	S.D. dependent var		0.351760
S.E. of regression	0.342652	Akaike info criterion		0.922797
Sum squared resid	0.939282	Schwarz criterion		1.031314
Log likelihood	-2.075383	Hannan-Quinn criter.		0.854392
Durbin-Watson stat	1.217821			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.713632	Prob. F(2,6)	0.5272
Obs*R-squared	2.113820	Prob. Chi-Square(2)	0.3475

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	1.520844	Prob. F(1,8)	0.2525
Obs*R-squared	1.597383	Prob. Chi-Square(1)	0.2063



Series: Residuals Sample 2009 2019 Observations 11	
Mean	-0.000546
Median	0.074799
Maximum	0.413396
Minimum	-0.524364
Std. Dev.	0.306477
Skewness	-0.124207
Kurtosis	1.857352
Jarque-Bera	0.626704
Probability	0.730993

المصدر: مخرجات Eviews 12

ANOVA^{a,b}

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	2155,388	3	718,463	6119,249	,000 ^c
	de Student	,939	8	,117		
	Total	2156,327 ^d	11			

المصدر: مخرجات .spss

الملاحق

الملحق رقم (11): النمذجة القياسية لأثر صندوق الراجحي للأسهم الخليجية على حجم التداول في سوق الأسهم السعودي

Dependent Variable: VAE
Method: Least Squares
Date: 06/01/21 Time: 10:41
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

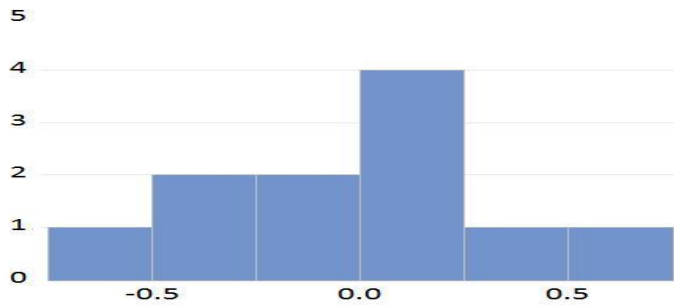
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU2	-1.258504	0.425837	-2.955369	0.0183
P2	-0.012063	0.011127	-1.084127	0.3099
TA2	1.694080	0.323219	5.241279	0.0008
R-squared	0.108634	Mean dependent var		13.99705
Adjusted R-squared	-0.114207	S.D. dependent var		0.351760
S.E. of regression	0.371304	Akaike info criterion		1.083407
Sum squared resid	1.102930	Schwarz criterion		1.191924
Log likelihood	-2.958739	Hannan-Quinn criter.		1.015002
Durbin-Watson stat	1.266467			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.673802	Prob. F(2,6)	0.5445
Obs*R-squared	2.017480	Prob. Chi-Square(2)	0.3647

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	2.069836	Prob. F(1,8)	0.1882
Obs*R-squared	2.055482	Prob. Chi-Square(1)	0.1517



Series: Residuals	
Sample 2009 2019	
Observations 11	
Mean	5.29e-05
Median	0.043655
Maximum	0.553413
Minimum	-0.554357
Std. Dev.	0.332104
Skewness	-0.053577
Kurtosis	2.054093
Jarque-Bera	0.415352
Probability	0.812470

المصدر: مخرجات Eviews12.

ANOVA^{a,b}

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	2155,225	3	718,408	5210,905	,000 ^c
	de Student	1,103	8	,138		
	Total	2156,327 ^d	11			

المصدر: مخرجات spss.

الملاحق

الملحق رقم (12): النمذجة القياسية لأثر صندوق الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية على حجم التداول في سوق الأسهم السعودي

Dependent Variable: VAE
Method: Least Squares
Date: 06/01/21 Time: 10:46
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU3	-1.780033	0.683815	-2.603090	0.0315
P3	-0.022223	0.009177	-2.421505	0.0418
TA3	2.357260	0.598323	3.939779	0.0043

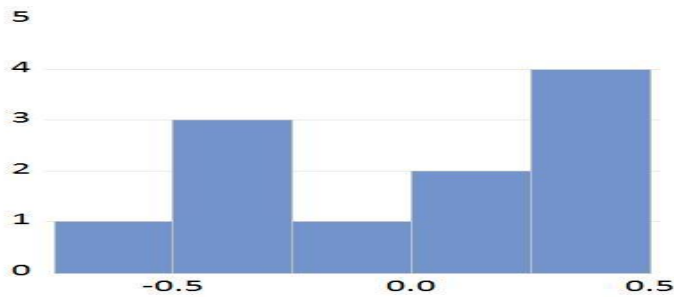
R-squared	0.011985	Mean dependent var	13.99705
Adjusted R-squared	-0.235018	S.D. dependent var	0.351760
S.E. of regression	0.390915	Akaike info criterion	1.186350
Sum squared resid	1.222519	Schwarz criterion	1.294867
Log likelihood	-3.524923	Hannan-Quinn criter.	1.117945
Durbin-Watson stat	1.661932		

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.237710	Prob. F(2,6)	0.7955
Obs*R-squared	0.807612	Prob. Chi-Square(2)	0.6678

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	1.843385	Prob. F(1,8)	0.2116
Obs*R-squared	1.872715	Prob. Chi-Square(1)	0.1712



Series: Residuals	
Sample 2009 2019	
Observations 11	
Mean	0.001719
Median	0.119645
Maximum	0.376883
Minimum	-0.656792
Std. Dev.	0.349641
Skewness	-0.456490
Kurtosis	1.955766
Jarque-Bera	0.881814
Probability	0.643453

المصدر: مخرجات Eviews12.

ANOVA^{a,b}

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	2155,105	3	718,368	4700,906	,000 ^c
	de Student	1,223	8	,153		
	Total	2156,327 ^d	11			

المصدر: مخرجات spss.

الملاحق

الملحق رقم (13): النمذجة القياسية لأثر صندوق الأسهم السعودية النقية على حجم التداول في سوق الأسهم السعودي

Dependent Variable: VAE
Method: Least Squares
Date: 06/01/21 Time: 10:49
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

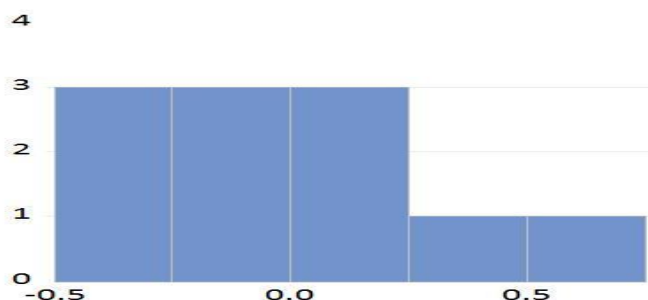
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU4	-0.368795	0.506156	-0.728620	0.4870
P4	-0.003266	0.008141	-0.401154	0.6988
TA4	1.076236	0.525511	2.047980	0.0747
R-squared	0.300223	Mean dependent var		13.99705
Adjusted R-squared	0.125278	S.D. dependent var		0.351760
S.E. of regression	0.328989	Akaike info criterion		0.841414
Sum squared resid	0.865869	Schwarz criterion		0.949931
Log likelihood	-1.627779	Hannan-Quinn criter.		0.773010
Durbin-Watson stat	1.512976			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.169602	Prob. F(2,6)	0.8479
Obs*R-squared	0.588598	Prob. Chi-Square(2)	0.7451

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	5.868695	Prob. F(1,8)	0.0417
Obs*R-squared	4.231613	Prob. Chi-Square(1)	0.0397



Series: Residuals	
Sample 2009 2019	
Observations 11	
Mean	-0.000850
Median	-0.006698
Maximum	0.527962
Minimum	-0.441130
Std. Dev.	0.294255
Skewness	0.321179
Kurtosis	2.200374
Jarque-Bera	0.482178
Probability	0.785772

المصدر: مخرجات Eviews12.

الملاحق

الملحق رقم (14): النمذجة القياسية لأثر صندوق الأسهم العقارية الخليجية على حجم التداول في سوق الأسهم السعودي

Dependent Variable: VAE
Method: Least Squares
Date: 06/01/21 Time: 10:53
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

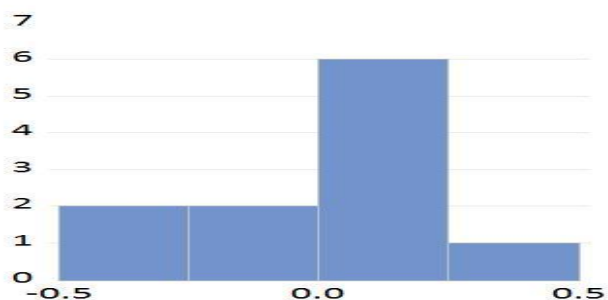
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU5	0.932468	0.406236	2.295386	0.0508
P5	-0.000839	0.005894	-0.142385	0.8903
TA5	-0.042434	0.423991	-0.100082	0.9227
R-squared	0.479113	Mean dependent var		13.99705
Adjusted R-squared	0.348892	S.D. dependent var		0.351760
S.E. of regression	0.283839	Akaike info criterion		0.546185
Sum squared resid	0.644519	Schwarz criterion		0.654702
Log likelihood	-0.004017	Hannan-Quinn criter.		0.477780
Durbin-Watson stat	2.871518			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	10.11367	Prob. F(2,6)	0.0120
Obs*R-squared	8.483542	Prob. Chi-Square(2)	0.0144

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.280447	Prob. F(1,8)	0.6108
Obs*R-squared	0.338686	Prob. Chi-Square(1)	0.5606



Series: Residuals	
Sample 2009 2019	
Observations 11	
Mean	0.000999
Median	0.032653
Maximum	0.424276
Minimum	-0.455983
Std. Dev.	0.253872
Skewness	-0.349072
Kurtosis	2.587952
Jarque-Bera	0.301211
Probability	0.860187

المصدر: مخرجات Eviews12.

ANOVA^{a,b}

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	2155,683	3	718,561	8919,039	,000 ^c
	de Student	,645	8	,081		
	Total	2156,327 ^d	11			

المصدر: مخرجات spss.

الملاحق

الملحق رقم (15): النمذجة القياسية لأثر صندوق الجزيرة للأسهم السعودية على حجم التداول في سوق الأسهم السعودي

Dependent Variable: VAE
Method: Least Squares
Date: 06/01/21 Time: 10:59
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU6	1.398159	0.431899	3.237236	0.0119
P6	0.003422	0.009478	0.360985	0.7275
TA6	-0.276606	0.307622	-0.899173	0.3948
R-squared	0.328011	Mean dependent var		13.99705
Adjusted R-squared	0.160014	S.D. dependent var		0.351760
S.E. of regression	0.322391	Akaike info criterion		0.800895
Sum squared resid	0.831485	Schwarz criterion		0.909411
Log likelihood	-1.404920	Hannan-Quinn criter.		0.732490
Durbin-Watson stat	1.575007			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.174566	Prob. F(2,6)	0.8439
Obs*R-squared	0.604880	Prob. Chi-Square(2)	0.7390

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.766924	Prob. F(1,8)	0.4067
Obs*R-squared	0.874793	Prob. Chi-Square(1)	0.3496



Series: Residuals	
Sample 2009 2019	
Observations 11	
Mean	-0.000602
Median	-0.044546
Maximum	0.468072
Minimum	-0.458355
Std. Dev.	0.288354
Skewness	0.053684
Kurtosis	1.890556
Jarque-Bera	0.569430
Probability	0.752228

المصدر: مخرجات Eviews12.

ANOVA^{a,b}

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	2155,496	3	718,499	6912,919	,000 ^c
	de Student	,831	8	,104		
	Total	2156,327 ^d	11			

المصدر: مخرجات spss.

الملاحق

الملحق رقم (16): النمذجة القياسية لأثر صندوق أصول وبخيت للأسهم السعودية على حجم التداول في سوق الأسهم السعودي

Dependent Variable: VAE
Method: Least Squares
Date: 06/01/21 Time: 11:03
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

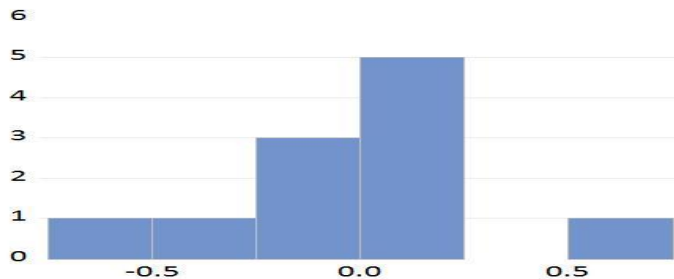
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU7	-1.470303	0.391031	-3.760064	0.0055
P7	-0.010860	0.006330	-1.715811	0.1245
TA7	2.243590	0.376907	5.952639	0.0003
R-squared	0.410212	Mean dependent var	13.99705	
Adjusted R-squared	0.262765	S.D. dependent var	0.351760	
S.E. of regression	0.302029	Akaike info criterion	0.670415	
Sum squared resid	0.729773	Schwarz criterion	0.778932	
Log likelihood	-0.687283	Hannan-Quinn criter.	0.602010	
Durbin-Watson stat	1.864523			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.250056	Prob. F(2,6)	0.7865
Obs*R-squared	0.846329	Prob. Chi-Square(2)	0.6550

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.609363	Prob. F(1,8)	0.4575
Obs*R-squared	0.707791	Prob. Chi-Square(1)	0.4002



Series: Residuals	
Sample 2009 2019	
Observations 11	
Mean	-0.000445
Median	0.052978
Maximum	0.502643
Minimum	-0.520015
Std. Dev.	0.270143
Skewness	-0.138202
Kurtosis	3.001433
Jarque-Bera	0.035017
Probability	0.982644

المصدر: مخرجات Eviews12.

ANOVA^{a,b}

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	2155,598	3	718,533	7876,775	,000 ^c
	de Student	,730	8	,091		
	Total	2156,327 ^d	11			

المصدر: مخرجات spss.

الملاحق

الملحق رقم (17): النمذجة القياسية لأثر صندوق الراجحي للأسهم المحلية على رسملة سوق الأسهم السعودي

Dependent Variable: VMAS
Method: Least Squares
Date: 05/31/21 Time: 23:08
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

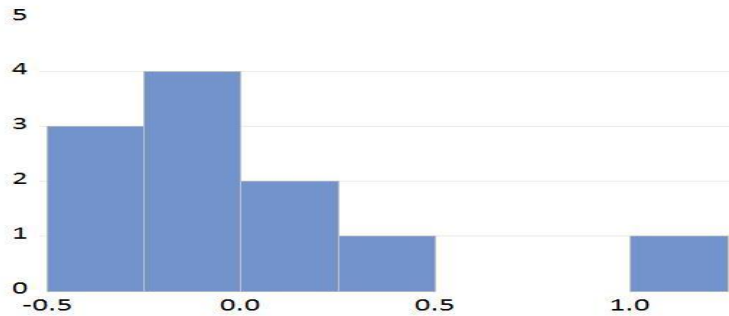
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU1	-1.875313	0.501270	-3.741126	0.0057
P1	0.001842	0.013023	0.141461	0.8910
TA1	2.045397	0.351868	5.812965	0.0004
R-squared	0.489616	Mean dependent var	14.40771	
Adjusted R-squared	0.362021	S.D. dependent var	0.554263	
S.E. of regression	0.442710	Akaike info criterion	1.435198	
Sum squared resid	1.567938	Schwarz criterion	1.543715	
Log likelihood	-4.893589	Hannan-Quinn criter.	1.366793	
Durbin-Watson stat	1.368305			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.147144	Prob. F(2,6)	0.8662
Obs*R-squared	0.514303	Prob. Chi-Square(2)	0.7733

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	4.243401	Prob. F(1,8)	0.0734
Obs*R-squared	3.465868	Prob. Chi-Square(1)	0.0626



Series: Residuals	
Sample 2009 2019	
Observations 11	
Mean	0.000150
Median	-0.072860
Maximum	1.036799
Minimum	-0.354956
Std. Dev.	0.395972
Skewness	1.706952
Kurtosis	5.360021
Jarque-Bera	7.894536
Probability	0.019307

المصدر: مخرجات 12 Eviews.

ANOVA^{a,b}

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	2284,907	3	761,636	3886,049	,000 ^c
	de Student	1,568	8	,196		
	Total	2286,475 ^d	11			

المصدر: مخرجات SPSS.

الملاحق

الملحق رقم (18): النمذجة القياسية لأثر صندوق الراجحي للأسهم الخليجية على رسملة سوق الأسهم السعودي

Dependent Variable: VMAS
Method: Least Squares
Date: 06/01/21 Time: 10:43
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

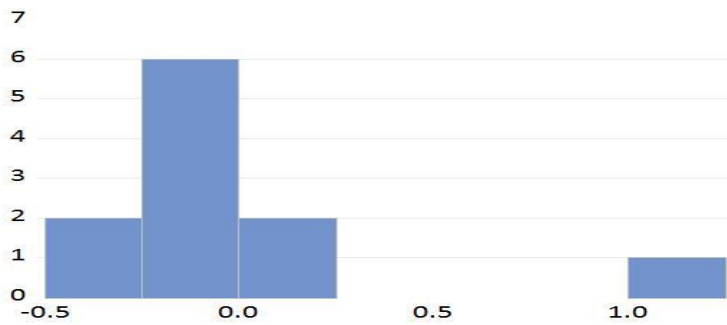
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU2	-2.546978	0.541646	-4.702293	0.0015
P2	6.80E-05	0.014153	0.004802	0.9963
TA2	2.690073	0.411121	6.543271	0.0002
R-squared	0.419154	Mean dependent var	14.40771	
Adjusted R-squared	0.273942	S.D. dependent var	0.554263	
S.E. of regression	0.472282	Akaike info criterion	1.564521	
Sum squared resid	1.784405	Schwarz criterion	1.673038	
Log likelihood	-5.604868	Hannan-Quinn criter.	1.496117	
Durbin-Watson stat	1.209234			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.031853	Prob. F(2,6)	0.9688
Obs*R-squared	0.115567	Prob. Chi-Square(2)	0.9439

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.009865	Prob. F(1,8)	0.9233
Obs*R-squared	0.012316	Prob. Chi-Square(1)	0.9116



Series: Residuals	
Sample 2009 2019	
Observations 11	
Mean	0.000223
Median	-0.092984
Maximum	1.134004
Minimum	-0.455240
Std. Dev.	0.422422
Skewness	1.816694
Kurtosis	5.947290
Jarque-Bera	10.03202
Probability	0.006631

المصدر: مخرجات Eviews12.

ANOVA^{a,b}

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	2284,690	3	761,563	3414,308	,000 ^c
	de Student	1,784	8	,223		
	Total	2286,475 ^d	11			

المصدر: مخرجات spss.

الملاحق

الملحق رقم (19): النمذجة القياسية لأثر صندوق الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية على رسملة سوق الأسهم السعودي

Dependent Variable: VMAS
Method: Least Squares
Date: 06/01/21 Time: 10:47
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

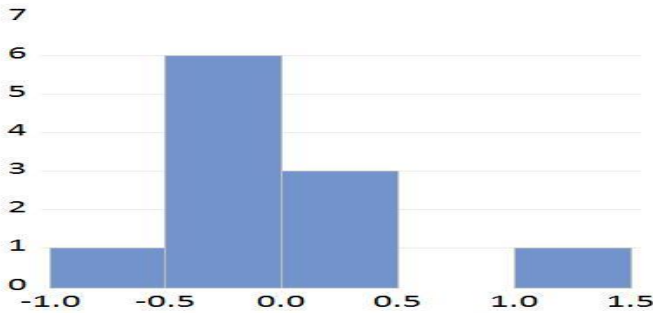
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU3	-3.657612	1.026806	-3.562127	0.0074
P3	-0.014852	0.013780	-1.077760	0.3126
TA3	4.022424	0.898432	4.477162	0.0021
R-squared	0.102732	Mean dependent var	14.40771	
Adjusted R-squared	-0.121585	S.D. dependent var	0.554263	
S.E. of regression	0.586992	Akaike info criterion	1.999390	
Sum squared resid	2.756478	Schwarz criterion	2.107907	
Log likelihood	-7.996646	Hannan-Quinn criter	1.930986	
Durbin-Watson stat	1.050768			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.254947	Prob. F(2,6)	0.7829
Obs*R-squared	0.861586	Prob. Chi-Square(2)	0.6500

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.416451	Prob. F(1,8)	0.5368
Obs*R-squared	0.494805	Prob. Chi-Square(1)	0.4818



المصدر: مخرجات Eviews12.

ANOVA^{a,b}

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	2283,718	3	761,239	2209,310	,000 ^c
	de Student	2,756	8	,345		
	Total	2286,475 ^d	11			

المصدر: مخرجات spss.

الملاحق

الملحق رقم (20): النمذجة القياسية لأثر صندوق الأسهم السعودية النقية على رسملة سوق الأسهم السعودي

Dependent Variable: VMAS
Method: Least Squares
Date: 06/01/21 Time: 10:50
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

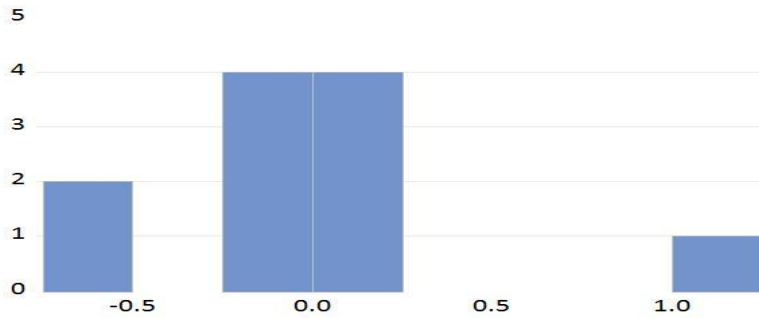
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU4	-1.831245	0.788063	-2.323729	0.0486
P4	0.002291	0.012675	0.180792	0.8610
TA4	2.610955	0.818198	3.191102	0.0128
R-squared	0.316760	Mean dependent var	14.40771	
Adjusted R-squared	0.145950	S.D. dependent var	0.554263	
S.E. of regression	0.512221	Akaike info criterion	1.726881	
Sum squared resid	2.098966	Schwarz criterion	1.835398	
Log likelihood	-6.497846	Hannan-Quinn criter.	1.658476	
Durbin-Watson stat	0.949604			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	1.629168	Prob. F(2,6)	0.2722
Obs*R-squared	3.871290	Prob. Chi-Square(2)	0.1443

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.092260	Prob. F(1,8)	0.7691
Obs*R-squared	0.114011	Prob. Chi-Square(1)	0.7356



Series: Residuals	
Sample 2009 2019	
Observations 11	
Mean	0.001714
Median	-0.029850
Maximum	1.166055
Minimum	-0.553008
Std. Dev.	0.458141
Skewness	1.362228
Kurtosis	5.061782
Jarque-Bera	5.350402
Probability	0.068893

المصدر: مخرجات Eviews12.

الملاحق

الملحق رقم (21): النمذجة القياسية لأثر صندوق الأسهم العقارية الخليجية على رسملة سوق الأسهم السعودي

Dependent Variable: VMAS
Method: Least Squares
Date: 06/01/21 Time: 10:56
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

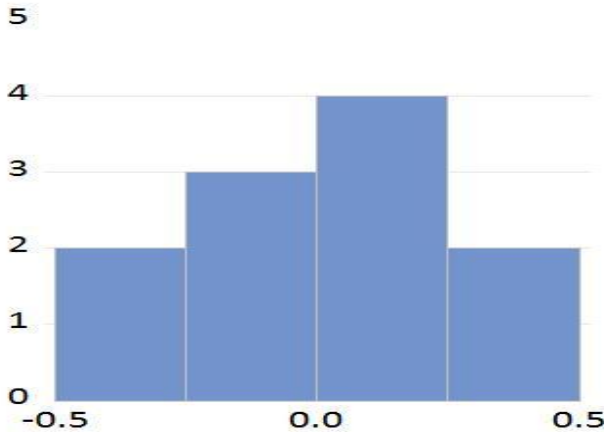
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU5	-3.024067	0.831434	-3.637169	0.0083
P5	0.031589	0.010115	3.122996	0.0168
TA5	1.055491	0.556089	1.898060	0.0995
C	45.91345	7.711717	5.953727	0.0006
R-squared	0.715424	Mean dependent var	14.40771	
Adjusted R-squared	0.593462	S.D. dependent var	0.554263	
S.E. of regression	0.353400	Akaike info criterion	1.032855	
Sum squared resid	0.874241	Schwarz criterion	1.177545	
Log likelihood	-1.680705	Hannan-Quinn criter.	0.941649	
F-statistic	5.865987	Durbin-Watson stat	2.208205	
Prob(F-statistic)	0.025245			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.477793	Prob. F(2,5)	0.6458
Obs*R-squared	1.764972	Prob. Chi-Square(2)	0.4138

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.000143	Prob. F(1,8)	0.9907
Obs*R-squared	0.000179	Prob. Chi-Square(1)	0.9893



المصدر: مخرجات Eviews12.

الملاحق

الملحق رقم (22): النمذجة القياسية لأثر صندوق الجزيرة للأسهم السعودية على رسملة سوق الأسهم السعودي

Dependent Variable: VMAS
Method: Least Squares
Date: 06/01/21 Time: 11:01
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

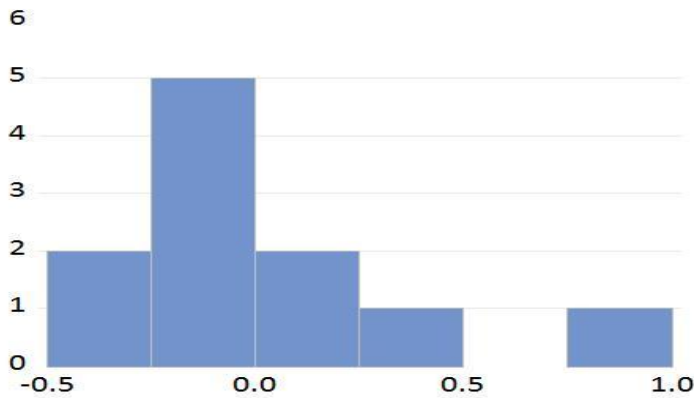
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU6	-2.993599	1.377233	-2.173633	0.0663
P6	0.010531	0.012744	0.826377	0.4358
TA6	1.226061	0.414252	2.959694	0.0211
C	31.88914	15.99331	1.993905	0.0864
R-squared	0.581780	Mean dependent var	14.40771	
Adjusted R-squared	0.402543	S.D. dependent var	0.554263	
S.E. of regression	0.428420	Akaike info criterion	1.417862	
Sum squared resid	1.284805	Schwarz criterion	1.562551	
Log likelihood	-3.798238	Hannan-Quinn criter.	1.326655	
F-statistic	3.245866	Durbin-Watson stat	1.598339	
Prob(F-statistic)	0.090338			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	0.401185	Prob. F(2,5)	0.6893
Obs*R-squared	1.521116	Prob. Chi-Square(2)	0.4674

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.294898	Prob. F(1,8)	0.6019
Obs*R-squared	0.355518	Prob. Chi-Square(1)	0.5510



المصدر: مخرجات Eviews12.

الملاحق

الملحق رقم (23): النمذجة القياسية لأثر صندوق أصول وبخيت للأسهم السعودية على رسملة سوق الأسهم السعودي

Dependent Variable: VMAS
Method: Least Squares
Date: 06/01/21 Time: 11:04
Sample: 2009 2019
Included observations: 11

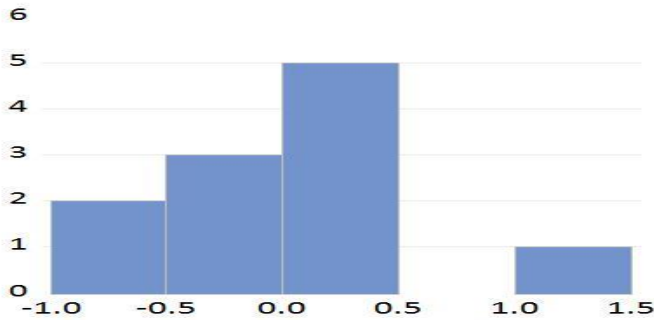
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NU7	-2.967867	0.687608	-4.316219	0.0026
P7	-0.001811	0.011130	-0.162707	0.8748
TA7	3.707070	0.662771	5.593291	0.0005
R-squared	0.265462	Mean dependent var		14.40771
Adjusted R-squared	0.081827	S.D. dependent var		0.554263
S.E. of regression	0.531103	Akaike info criterion		1.799278
Sum squared resid	2.256560	Schwarz criterion		1.907795
Log likelihood	-6.896027	Hannan-Quinn criter.		1.730873
Durbin-Watson stat	0.756158			

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

F-statistic	2.213459	Prob. F(2,6)	0.1905
Obs*R-squared	4.670229	Prob. Chi-Square(2)	0.0968

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.001105	Prob. F(1,8)	0.9743
Obs*R-squared	0.001380	Prob. Chi-Square(1)	0.9704



المصدر: مخرجات Eviews12.

ANOVA^{a,b}

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	2284,218	3	761,406	2699,352	,000 ^c
	de Student	2,257	8	,282		
	Total	2286,475 ^d	11			

المصدر: مخرجات spss.

المستخلص

المستخلص:

تعدّ صناديق الاستثمار الإسلامية من أهم المؤسسات المالية الإسلامية التي عرفت انتشاراً واسعاً في الآونة الأخيرة، حيث اكتست مكانتها الهامة بفضل الدور الذي تقوم به، والمتمثل في جذب المدخرات- خاصة من صغار المدخرين- وتوجيهها نحو استثمارات متنوعة ومتوافقة مع الأحكام الشرعية، وذلك بإتاحة الفرصة لهم لشراء وثائق الصناديق بمبالغ صغيرة وملائمة، وهي بذلك تقدّم العديد من المزايا للمستثمرين والاقتصاد بصفة عامة ولسوق الأوراق المالية بصفة خاصة.

وبخصوص صناديق الاستثمار الإسلامية في المملكة العربية السعودية، فقد شهدت نمواً ملحوظاً من سنة لأخرى، وهو ما يفسّر طلب وإقبال المستثمرين عليها؛ مما أسهم في انتشارها، وشجّع المصارف والمؤسسات المالية على إنشاء صناديق إسلامية جديدة، ورغم النجاح المعترف الذي حقّقه التجربة السعودية في هذا المجال؛ يبقى تأثير نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء سوق الأسهم السعودي محدوداً وضئيلاً، وهو ما يستدعي ضرورة الاهتمام أكثر بإنشاء الصناديق المغلقة لأن تأثيرها يكون مباشراً وكبيراً في السوق.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، الاستثمار الإسلامي، صناديق الاستثمار الإسلامية، سوق الأسهم السعودي.

Abstract

Islamic investment funds are among the most important Islamic financial institutions that have gained widespread popularity in recent times, as they have gained an important position thanks to the role they play, which is to attract savings - especially from small savers - and direct them towards diversified investments that are compatible with Shariah provision, by giving them the opportunity to purchase the funds' documents in small and convenient amounts, and thus, it offers many advantages to investors, the economy in general, and the stock market in particular.

With regard to Islamic investment funds in the Kingdom of Saudi Arabia, they have witnessed a remarkable growth from year to year, which explains the demand and appetite of investors for them. This contributed to its spread and encouraged banks and financial institutions to establish new Islamic funds. Despite the considerable success achieved by the Saudi experience in this field; The impact of the activity of Islamic investment funds on the performance of the Saudi stock market remains limited and insignificant, which calls for the need to pay more attention to establishing closed-end funds because their impact is direct and significant in the market.

Keywords: stock market, Islamic investment, Islamic investment funds, Saudi stock market.

Résumé :

Les Fonds Islamiques d'Investissement sont parmi les institutions financières islamiques les plus importantes qui ont connu une grande diffusion dernièrement, cette position importante acquise est dû au rôle qu'ils jouent, qui est d'attirer l'épargne - en particulier des petits épargnants - et de l'orienter vers des investissements diversifiés et compatibles avec les dispositions de la Charia, en leur offrant la possibilité d'acheter des documents de fonds en quantités réduites et appropriées, et offrant ainsi de nombreux avantages aux investisseurs et à l'économie en général et au marché boursier en particulier.

En ce qui concerne les fonds d'investissement islamiques en Royaume d'Arabie Saoudite, il y avait eu une croissance remarquable d'une année à une l'autre, ce qui explique la demande des investisseurs; Ceci a contribué à sa propagation et a encouragé les banques et les institutions financières à établir de nouveaux fonds islamiques, malgré le succès considérable obtenu par l'expérience saoudienne dans ce domaine; L'impact de l'activité des fonds d'investissement islamiques sur la performance du marché boursier saoudien reste limité et insignifiant, Ce qui appelle la nécessité de prêter plus d'attention à la mise en place de fonds fermés car leur impact est direct et significatif sur le marché.

Mots-clés : bourse, investissement islamique, fonds d'investissement islamiques, bourse saoudienne.