



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد خيضر بسكرة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية
LMD-SEGC



الموضوع:

إطار مقترح لتنفيذ دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية

دراسة حالة: عينة من صناديق الأسهم السعودية

رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية

الأستاذة المشرفة:

أ.د/ راييس حدة

إعداد الطالبة:

عتروس صبرينة

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر "أ"	د/السبتي وسيلة
مشرفا	جامعة بسكرة	أستاذ	أ.د/ راييس حدة
مناقشا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر "أ"	د/ كردودي صبرينة
مناقشا	جامعة بسكرة	أستاذ محاضر "أ"	د/ بن عبيد فريد
مناقشا	جامعة أم البواقي	أستاذ محاضر "أ"	د/ عياش زوبير
مناقشا	جامعة الوادي	أستاذ محاضر "أ"	د/ محيريق فوزي

السنة الجامعية: 2016-2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

إهداء

أهدي ثمرة هذا الجهد إلى:

أبي وأمي الحبيبين اللذان كانا دوماً أكبر سند وعون لي بعد رب العالمين فأتمنى من الله تعالى أن يقدرني على أن

أوفي ولو جزء صغيراً من تعبهما علينا

أختي الكبرى سهيلة التي لطالما كانت إلى جانبي في كل الظروف والتي أتمنى لها من كل قلبي مستقبلاً زاهراً

مليئاً بالنجاحات والإنجازات

أختي الصغرى حورية التي أتمنى لها مستقبلاً طيباً ناجحاً وأن تكون سبباً في شفاء الناس إن شاء الله

جدتي الغالية حفظها الله وأطال في عمرها

كل الأهل والأقارب كل باسمه

كل الصديقات والأصدقاء من داخل وخارج الوطن

كل الزميلات والزملاء

وإلى كل من أحبهم في الله

صبرينة

شكر وعرفان

الحمد لله رب العالمين حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه على نعمة التوفيق لإتمام هذا العمل الذي يعبر عن رأبي وطني
فإن أصبت فتوفيق من الله تعالى وإن أخطأت فحسبي
أنني اجتهدت، والله من وراء القصد

كما لا يسعني إلا أن أتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى كل من مد لي يد العون وساعدني في إعداد وإتمام هذه
الرسالة ولو بكلمة طيبة تشجيعية وأخص بالذكر:

الأستاذة الدكتورة رايح حدة أستاذتي المشرفة التي أعتز بها كثيرا كونها رافقتني طيلة مشواري الجامعي من
خلال الإشراف على جميع مذكرات تخرجي حتى أصبحت أعتبرها أختا وأعز صديقة لي فلها مني كل
عبارات المحبة والتقدير والاحترام على عونها وصبرها و تعاملها الطيب معي

أختي الأستاذة عتروس سهيلة وإخوتي وأساتذتي الكرام: الدكتور بن ضيف محمد عدنان ، الأستاذ مشري
فريد على تواضعهم ومساعدتهم ونصائحهم القيمة التي أفادتني كثيرا للقيام بهذا العمل فلهم مني جميعا
جزيل الشكر والعرفان وبارك الله في علمهم وعملهم

وإلى قدوتي البروفسور محمد بن بوزيان الذي أتمنى أن أكون يوما ما بقدر علمه وأخلاقه وتواضعه

السادة أعضاء لجنة المناقشة والتقييم على تفضلهم بقبول مناقشة وتقييم هذا العمل الذي اعتبره البداية
لبحوث أخرى مستقبلية إن شاء الله

صبرينة

الملخص:

تأتي هذه الدراسة في إطار الاهتمام بالدور الذي تؤديه الصناديق الاستثمارية الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية التابعة لها، حيث تعتبر الصناديق الاستثمارية عموماً أحد أهم الأوعية الاستثمارية التي تقوم بجمع رؤوس أموال مجموعة من المستثمرين وإدارتها وفقاً لاستراتيجية وأهداف استثمارية محددة محققة بذلك جملة من المميزات تجعلها أكثر جاذبية عن غيرها من الأدوات الاستثمارية، أما تأسيس الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع المبادئ الشرعية كان حديثاً بحيث يعود إلى سنوات قليلة ماضية وقد شهدت الفترة الأخيرة اهتماماً بالغاً وواسعاً بهذه الأداة من قبل المصارف الإسلامية وحتى غير الإسلامية (سواء في الدول العربية أو الغربية) أين قامت بتأسيس وإدارة الصناديق الاستثمارية الإسلامية نظراً للإقبال الكبير عليها؛ وعلى هذا الأساس تمحورت هذه الدراسة حول الإجابة على إشكالية أساسية هي: **كيف تساهم صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية؟**

وتوصلنا من خلال هذه الدراسة إلى أن الصناديق الاستثمارية الإسلامية لها دور في تدعيم الاستثمار المصرفي الإسلامي في إطار المضاربة الشرعية وكذا في تدعيم الاستثمار طويل الأجل وحل مشكلة السيولة في المصارف الإسلامية، كما لها دور في تدعيم علاقة المصارف الإسلامية بالسوق المالي الإسلامي و توطيد المنافسة بينها وبين المصارف التقليدية. كما أنه بدراسة عينة من الصناديق الاستثمارية الإسلامية التي تستثمر فقط في الأسهم المحلية المدرجة في سوق الأسهم السعودي التابعة لمصرف الراجحي ومصرف الإنماء المؤسسة حتى نهاية سنة 2016م من قبل الشركات الاستثمارية التابعة لها توصلنا إلى بناء عدة نماذج قياسية توضح درجة تأثير سعر وحدة كل صندوق على سعر سهم المصرف التابع له، وبالتالي فإن إمكانية الصناديق الاستثمارية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية محققة، وعلى هذا الأساس قمنا بتقييم أداء مصرف الإنماء من سنة 2009 إلى سنة 2016م باعتباره المصرف الأسرع نمواً في السنوات السابقة الأخيرة بهدف معرفة التغيرات التي طرأت على بعض قوائمته المالية منذ إنشائه للصناديق الاستثمارية من قبل شركة الإنماء الاستثمارية أي منذ تاريخ 2011م، حيث عرف المصرف تحسناً وتطوراً كبيرين في مؤشرات أدائه المالي سواء كانت في مؤشرات كفاية رأس المال أو مؤشرات النشاط أو مؤشرات الربحية ويرجع ذلك في الأساس إلى الزيادة في عدد المودعين والمساهمين الكبيرة التي عززت من أصول المصرف و حصته السوقية، وبما أننا وصلنا إلى نتيجة مفادها أن أسعار أسهم مصرف الإنماء يتأثر بأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية التابعة له فإنه وبطريقة غير مباشرة تساعد صناديق الأسهم المحلية في تنمية وتطوير أعمال مصرف الإنماء.

الكلمات المفتاحية: صناديق الاستثمار التقليدية، صناديق الاستثمار الإسلامية، المصارف الإسلامية، سوق الأسهم السعودي.

Résumé:

Cette étude s'intéresse au rôle joué par les fonds d'investissement islamiques dans le développement des activités de leurs banques islamiques, où les fonds d'investissement sont généralement considérés comme l'un des plus importants instruments d'investissement qui gèrent et collectent un groupe de capitaux d'investisseurs en fonction d'une stratégie et d'objectifs d'investissement spécifiques réalisant ainsi un certain nombre de caractéristiques qui le rendent plus attrayant que d'autres instruments d'investissement, et concernant l'établissement de fonds d'investissement conformes à la charia était récente, remonte à quelques années passées et la période récente a été caractérisée par un grand intérêt pour cet outil par les banques islamiques et non islamiques (que ce soit dans les pays arabes ou occidentaux) où il a été établi et géré des fonds d'investissement islamiques en raison de la forte demande pour eux ; sur cette base, cette étude s'est concentrée sur la réponse à un problème fondamental: **comment les fonds d'investissement islamiques contribuent-ils au développement des activités bancaires islamiques?**

Grâce à cette étude, nous avons conclu que les fonds d'investissement islamiques ont un rôle dans le renforcement des investissements bancaires islamiques dans le cadre de la spéculation de la Charia, ainsi que dans le soutien des investissements à long terme et la résolution du problème de liquidité des banques islamiques, il a également un rôle dans le renforcement de la relation entre les banques islamiques et le marché financier islamique et la consolidation de la concurrence entre elles et les banques conventionnelles. Et lorsqu'on a également étudié un échantillon de fonds d'investissement islamiques qui investissent uniquement dans les actions locales cotées sur le marché boursier saoudien de la banque Al Rajhi et de la banque Alinma jusqu'à la fin de 2016 par ses sociétés d'investissement affiliées nous avons atteint la construction de plusieurs modèles économétriques montrant le degré dans laquelle le prix unitaire de chaque fonds affecte le prix de l'action de sa banque, et donc la possibilité de fonds d'investissement dans le développement de l'activité bancaire islamique a été vérifiée, et sur cette base nous avons évalué la performance de banque Alinma de l'année 2009 à 2016 comme la banque connaissant la plus rapide ces dernières années afin de connaître les changements dans certains de ses états financiers depuis sa création aux fonds d'investissement par Alinma Investment Company depuis 2011, où la banque a connu une amélioration significative de ses indicateurs de performance, que ce soit dans les indicateurs d'adéquation capitale, les indicateurs d'activité ou les indicateurs de rentabilité cela est principalement dû à l'augmentation du nombre de déposants et de grands actionnaires qui ont renforcé les actifs et la part de marché de la Banque, et puisque nous sommes parvenus à la conclusion que les prix des actions de la Banque Alinma sont affectés par les prix de ses unités de fonds d'actions locales, en conséquence les fonds d'actions locaux affectant indirectement au développement des activités de banque Alinma.

Mots-clés: *fonds d'investissement conventionnels, fonds d'investissement islamiques, banques islamiques, marché d'actions saoudien.*

Abstract:

This study is concerned with the role played by Islamic investment funds in developing the activity of their Islamic banks, where investment funds considered generally one of the most important investment instrument that manage and collect the capitals of a group of investors according to a specific investment strategy and objectives thus leads to achieve a variety of advantages which make it more attractive than other investment instruments, as for the establishment of shariah-compliant investment funds was recently where it dates back to a few years ago, and the recent period has seen great and widespread interest in this tool by Islamic and even non-Islamic banks (whether in the Arab or western countries) where it has established and managed Islamic investment funds because of the high demand for them; on this basis, this study focused on the answer to a fundamental problem: **How do Islamic investment funds contribute to the development of Islamic banking activities?**

Through this study, we have concluded that Islamic investment funds have a role in strengthening Islamic banking investment in the context of Sharia speculation as well as in strengthening long-term investment and solving the liquidity problem of Islamic banks, it also has a role in strengthening the relationship of Islamic banks to the Islamic financial market and strengthening competition between them and conventional banks. And also when studying a sample of Islamic investment funds that invest only in local equities listed in the Saudi stock market of Al Rajhi Bank and Alinma Bank until the end of 2016 by its affiliated investment companies we have reached the construction of several econometrics models showing the degree to which each fund's unit price affects the equity price of its bank, Thus, the possibility of investment funds in developing the activity of Islamic banks is verified, on this basis, we have evaluated the performance of Alinma Bank from 2009 to 2016 as the fastest growing bank in the last few years in order to know the changes that have occurred in some of its financial statements since its establishment of investment funds by Alinma investment Company since the year 2011, where the Bank has a significant improvement and development in their financial performance indicators, whether in capital adequacy indicators or activity indicators or profitability indicators, mainly due to the large increase in the number of depositors and shareholders, which strengthened the bank's assets and market share, since we have come to the conclusion that the prices equity of Alinma Bank are affected by the prices of its local equity funds units, it indirectly the local equity funds help to develop the business of Alinma Bank.

Keywords: *conventional investment funds, Islamic investment funds, Islamic banks, the Saudi equity market.*

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	إهداء
	شكر وعرافان
III-I	الملخص
VII- IV	فهرس المحتويات
XI-VIII	قائمة الجداول
XIII-XII	قائمة الأشكال
XIV	قائمة الملاحق
أ-ح	المقدمة
86-1	الفصل الأول: المصارف الإسلامية - الماهية والنشاط -
2	تمهيد
3	المبحث الأول: تطور الصيرفة الإسلامية فكريا ومؤسسيا
3	المطلب الأول: الصيرفة الإسلامية ومزايا انتشارها
5	المطلب الثاني: نشأة وتعريف المصارف الإسلامية
9	المطلب الثالث: العوامل التي ساعدت على إنشاء المصارف الإسلامية
10	المطلب الرابع: أسباب ومظاهر نمو الصناعة المصرفية الإسلامية
13	المطلب الخامس: خصوصية العمل المصرفي الإسلامي
14	المطلب السادس: المصارف الإسلامية ودورها في تعزيز القطاع المصرفي
17	المبحث الثاني: المؤسسات والهيئات الشرعية الداعمة للصناعة المصرفية الإسلامية
17	المطلب الأول: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)
19	المطلب الثاني: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية (CIBAFI)
20	المطلب الثالث: مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB)
21	المطلب الرابع: مركز إدارة السيولة المالية والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف
23	المطلب الخامس: السوق المالية الإسلامية الدولية والمؤسسات والهيئات الأخرى الداعمة
26	المبحث الثالث: النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية
26	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار وضوابطه في الفكر الإسلامي
36	المطلب الثاني: طبيعة أنشطة المصارف الإسلامية
37	المطلب الثالث: مفهوم الاستثمار في المصارف الإسلامية وأهميته
38	المطلب الرابع: أسس وأهداف سياسات التمويل والاستثمار في المصارف الإسلامية

40	المطلب الخامس: معايير التمويل والاستثمار في المصارف الإسلامية
46	المطلب السادس: مقارنة سياسة التمويل والاستثمار في المصرف الإسلامي مع المصرف التقليدي وأهمية القرار الاستثماري فيه
48	المبحث الرابع: صيغ التمويل والاستثمار في المصارف الإسلامية وأهم معوقاتهما
49	المطلب الأول: مصادر الأموال في المصرف الإسلامي
55	المطلب الثاني: استخدامات الأموال في المصارف الإسلامية وفق صيغ التمويل والاستثمار الشرعية
71	المطلب الثالث: الخدمات المصرفية الإسلامية
73	المطلب الرابع: الأهداف الاستثمارية للمصارف الإسلامية
75	المطلب الخامس: معوقات الاستثمار في المصارف الإسلامية
83	المطلب السادس: أهمية تطوير واستحداث أدوات استثمارية إسلامية
86	خلاصة الفصل
163-87	الفصل الثاني: الصناديق الاستثمارية الإسلامية ودورها في دعم نشاط المصارف الإسلامية
88	تمهيد
89	المبحث الأول: ماهية الصناديق الاستثمارية
89	المطلب الأول: نشأة وتعريف صناديق الاستثمار
98	المطلب الثاني: الأهمية الاقتصادية للصناديق الاستثمارية وأهم المزايا التي تحققها
101	المطلب الثالث: تصنيفات الصناديق الاستثمارية
108	المطلب الرابع: العوامل المؤثرة على اختيار الصناديق الاستثمارية
110	المبحث الثاني: تأسيس وإدارة الصناديق الاستثمارية
110	المطلب الأول: تأسيس الصناديق الاستثمارية والاكتمال فيها
115	المطلب الثاني: الشكل القانوني والبناء التنظيمي للصناديق الاستثمارية
121	المطلب الثالث: أهمية وشروط إدارة الصناديق الاستثمارية
123	المطلب الرابع: عمليات الصناديق الاستثمارية وسياساتها الاستثمارية
127	المبحث الثالث: مخاطر الاستثمار في الصناديق الاستثمارية وأساليب قياس أداؤها
127	المطلب الأول: مخاطر الاستثمار في الصناديق الاستثمارية
130	المطلب الثاني: أهمية قياس أداء الصناديق الاستثمارية
130	المطلب الثالث: أساليب قياس أداء الصناديق الاستثمارية
135	المطلب الرابع: جوانب أخرى في قياس أداء الصناديق الاستثمارية
136	المبحث الرابع: مفاهيم خاصة بالصناديق الاستثمارية الإسلامية

137	المطلب الأول: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية وتطورها عالمياً
140	المطلب الثاني: التكيف الفقهي لصناديق الاستثمار الإسلامية
143	المطلب الثالث: النشاط الاستثماري لصناديق الاستثمار الإسلامية وضوابطه الشرعية
144	المطلب الرابع: أهمية الصناديق الاستثمارية الإسلامية
145	المطلب الخامس: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية
150	المطلب السادس: الفرق بين صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار التقليدية
152	المبحث الخامس: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية
152	المطلب الأول: مساهمة صناديق الاستثمار الإسلامية في تدعيم الاستثمار المصرفي الإسلامي في إطار المضاربة الشرعية
157	المطلب الثاني: مساهمة صناديق الاستثمار الإسلامية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية
158	المطلب الثالث: مساهمة صناديق الاستثمار الإسلامية في حل مشكلة السيولة في المصارف الإسلامية
159	المطلب الرابع: مساهمة الصناديق الاستثمارية الإسلامية في تدعيم علاقة المصارف الإسلامية بالسوق المالي الإسلامي
160	المطلب الخامس: مساهمة صناديق الاستثمار الإسلامية في توطيد المنافسة بين المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية
162	خلاصة الفصل
254-164	الفصل الثالث: دراسة حالة صناديق الأسهم السعودية وأثرها على نشاط المصارف الإسلامية التابعة لها
165	تمهيد
166	المبحث الأول: نشأة وتطور القطاع المصرفي السعودي
166	المطلب الأول: نبذة عن تطورات النظام المصرفي السعودي
167	المطلب الثاني: مكونات النظام المصرفي السعودي
171	المطلب الثالث: تقييم القطاع المصرفي السعودي
176	المطلب الرابع: ملامح النشاط المصرفي الإسلامي في المملكة العربية السعودية
179	المبحث الثاني: الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية
179	المطلب الأول: إنشاء الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية وتطورها
183	المطلب الثاني: أنواع الصناديق الاستثمارية وتوزيعها في المملكة العربية السعودية
185	المطلب الثالث: الصناديق الاستثمارية التابعة للمصارف الإسلامية العاملة بالمملكة العربية السعودية
193	المبحث الثالث: دراسة تأثير بعض متغيرات صناديق الأسهم السعودية - صناديق الأسهم المحلية - على نشاط المصارف الإسلامية السعودية التابعة لها

193	المطلب الأول: سوق الأسهم السعودي كبيئة عمل لصناديق الأسهم السعودية
198	المطلب الثاني: دراسة أثر أسعار وحدات صناديق الانماء للأسهم المحلية على أسعار أسهم مصرف الإنماء
215	المطلب الثالث: دراسة أثر أسعار وحدات صناديق الراجحي للأسهم المحلية على أسعار أسهم مصرف الراجحي
236	المبحث الرابع: تقييم الأداء المالي لمصرف الإنماء للمدة (2009-2016م)
237	المطلب الأول: لمحة مختصرة حول أنشطة مصرف الإنماء
241	المطلب الثاني: خدمات شركة الإنماء للاستثمار
243	المطلب الثالث: عرض وتحليل بعض البيانات المالية لمصرف الإنماء للمدة (2009-2016م)
248	المطلب الرابع: قراءة في بعض المؤشرات المالية لمصرف الإنماء خلال الفترة (2009-2016 م)
253	خلاصة الفصل
263-255	الخاتمة
264	قائمة المراجع
285	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
4	توزيع الأصول الإسلامية بحسب الأقاليم (مليار دولار) سنتي 2012م و2013م	(1-1)
7	قطاعات التمويل الإسلامي لسنة 2013م	(2-1)
15	المصارف الإسلامية ودورها تعزيز القطاع المصرفي	(3-1)
29	التمييز بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة	(4-1)
47	أهم الفروق بين المصرف الإسلامي والمصرف التقليدي من حيث سياسة التمويل والاستثمار	(5-1)
53	إجمالي الصكوك المصدرة من حيث القيمة في بعض الدول في الفترة 2001 إلى 2010	(6-1)
91	نمو الصناديق الاستثمارية في دول العالم حتى سنة 2005م	(1-2)
94	نشأة وتطور الصناديق في الدول العربية حتى سنة 1999م	(2-2)
97	أوجه الاختلاف بين المحافظ الاستثمارية والصناديق الاستثمارية	(3-2)
101	كيف تستخدم صناديق الاستثمار من الأسواق المالية؟	(4-2)
117	المقارنة بين نوعي الصناديق الاستثمارية	(5-2)
153	إجمالي قيم بعض صيغ التمويل والاستثمار المتعامل بها في بعض المصارف الإسلامية من سنة (2009-2011)	(6-2)
169	المصارف السعودية وفروع المصارف الأجنبية المرخص لها حتى سنة 2016م	(1-3)
174	نسبة الودائع تحت الطلب في البنوك السعودية خلال سنة 2014م	(2-3)
184	توزيع الصناديق الاستثمارية المدرجة في السوق المالي السعودي إلى غاية 11/23/2016م	(3-3)
186	عدد الصناديق الاستثمارية التي طرحتها المصارف السعودية طرحا عاما والمدرجة في السوق المالي السعودي حتى نوفمبر 2016م	(4-3)
187	صناديق الاستثمار التابعة لمصرف الراجحي حتى سنة 2016م	(5-3)

189	صناديق الاستثمار التابعة لمصرف الإنماء حتى سنة 2016م	(6-3)
191	صناديق الاستثمار التابعة لمصرف الجزيرة حتى سنة 2016م	(7-3)
192	صناديق الاستثمار التابعة لبنك البلاد حتى سنة 2016م	(8-3)
196	مؤشرات سوق الأسهم السعودي للفترة (2011-2015)	(9-3)
198	قيم المتوسطات الحسابية الأسبوعية (ALINMA, ASEF, AIF)	(10-3)
201	معاملات الارتباط بين ALINMA و ASEF، AIF	(11-3)
205	نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين ALINMA و ASEF	(12-3)
206	اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار الخطي بين ALINMA و ASEF	(13-3)
206	اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء الناتجة عن نموذج الانحدار بين ALINMA و ASEF	(14-3)
207	اختبار تجانس التباين للأخطاء الناجمة عن ALINMA و ASEF	(15-3)
210	نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين ALINMA و AIF	(16-3)
210	نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين ALINMA و AIF بدون ثابت	(17-3)
211	اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار الخطي بين ALINMA و AIF	(18-3)
212	اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار بين ALINMA و AIF	(19-3)
212	اختبار تجانس التباين للأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار بين ALINMA و AIF	(20-3)
215	المتوسطات الحسابية الأسبوعية لكل من RSEIF، RSEF، BRajhi و RPCEF	(21-3)
217	معاملات الارتباط بين RPCEF و RSEIF، RSEF، BRajhi	(22-3)
220	نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين RSEF و BRajhi	(23-3)
221	نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين RSEF و BRajhi بدون ثابت	(24-3)

222	اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار بين BRajhi و RSEF	(25-3)
222	نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و RSEF بدون ثابت والمعدل	(26-3)
223	اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و RSEF	(27-3)
223	اختبار تجانس التباين للأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار بين BRajhi و RSEF	(28-3)
226	نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و RSEIF	(29-3)
226	نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و RSEIF بدون ثابت	(30-3)
227	اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار بين BRajhi و RSEIF	(31-3)
227	نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و RSEIF بدون ثابت والمعدل	(32-3)
228	اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و RSEIF	(33-3)
228	اختبار تجانس التباين للأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار بين BRajhi و RSEIF	(34-3)
231	نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و RPCEF	(35-3)
231	نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و RPCEF بدون ثابت	(36-3)
232	اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار بين BRajhi و RPCEF	(37-3)
232	نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و RPCEF بدون ثابت والمعدل	(38-3)
233	اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و RPCEF	(39-3)
233	اختبار تجانس التباين للأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار بين BRajhi و RPCEF	(40-3)
244	بعض المقارنات المالية لبعض بنود قوائم المركز المالي الموحدة لمصرف الإنماء للمدة (2009-2016)	(41-3)
246	بعض المقارنات المالية لبعض بنود قوائم الدخل الموحدة لمصرف الإنماء للمدة (2009-2016م)	(42-3)

250	بعض المؤشرات المالية المستخدمة في تقييم أداء مصرف الإنماء خلال المدة (2009- 2016م)	(3-43)
-----	---	--------

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
7	حصة المصارف الإسلامية من إجمالي الأصول المصرفية المحلية	(1-1)
14	الصفات المميزة للمصارف الإسلامية	(2-1)
40	الأبعاد الاستثمارية للمصرف الإسلامي	(3-1)
44	المعايير والضوابط الاقتصادية للتمويل والاستثمار في المصارف الإسلامية	(4-1)
55	أدوات التمويل الإسلامي في المصارف الإسلامية	(5-1)
59	أركان المضاربة في الفقه الإسلامي	(6-1)
69	هيكل عقد الإجارة والإجارة المنتهية بالتملك في المصارف الإسلامية	(7-1)
80	مخاطر الاستثمار التي تواجه المصارف الإسلامية	(8-1)
90	تطور عدد الصناديق الاستثمارية والقيمة الصافية لأصولها عالمياً إلى غاية الربع الأول من سنة 2011م	(1-2)
93	توزيع أصول الصناديق الاستثمارية في العالم نهاية سنة 2014م	(2-2)
111	مراحل تأسيس صندوق استثماري	(3-2)
115	آلية الاستثمار في الصناديق الاستثمارية	(4-2)
123	شروط إدارة الصناديق الاستثمارية	(5-2)
139	تطور صناعة الصناديق الاستثمارية الإسلامية عالمياً	(6-2)
140	مكونات هيكل الصندوق الاستثماري الإسلامي	(7-2)
148	أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية حسب فئة الأصول	(8-2)
172	اتجاه نمو أصول المصارف في المملكة	(1-3)
172	توزيع مطلوبات المصارف في المملكة	(2-3)
173	الودائع المصرفية في المملكة	(3-3)
175	معدلات كفاية رأس المال (2014م)	(4-3)
176	نسبة تغطية السيولة ونسبة صافي التمويل المستقر	(5-3)

177	سوق التمويل الإسلامي في المملكة العربية السعودية	(6-3)
178	الحصة السوقية لإجمالي الأصول المصرفية للمصارف السعودية-الربع الأول 2016م	(7-3)
178	الحصة السوقية لأصول المصارف المتوافقة مع الشريعة الإسلامية - الربع الأول 2016م	(8-3)
180	عدد الصناديق الاستثمارية (المفتوحة والمغلقة) العاملة بالمملكة	(9-3)
181	عدد المشتركين في الصناديق الاستثمارية العاملة بالمملكة	(10-3)
181	إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية العاملة بالمملكة	(11-3)
182	التركيز الجغرافي لأصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية نهاية الربع الثالث من سنة 2014م	(12-3)
200	منحنى تغير ALINMA و ASEF ، AIF	(13-3)
202	التمثيل النقطي للعلاقة بين المتغيرين ALINMA و ASEF	(14-3)
202	التمثيل النقطي للعلاقة بين المتغيرين ALINMA و AIF	(15-3)
216	منحنيات تغير كل من BRajhi ، RSEF ، RSEIF و RPCEF	(16-3)
245	بعض المقارنات المالية لبعض بنود قوائم المركز المالي الموحدة لمصرف الإنماء للمدة (2009-2016)	(17-3)
247	بعض المقارنات المالية لبعض بنود قوائم الدخل الموحدة لمصرف الإنماء للمدة (2009-2016)	(18-3)

قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
286	أنواع صكوك الاستثمار	(1)
288	محتويات طلب تأسيس وطرح وحدات صندوق عام	(2)
299	نشرة اكتتاب صندوق الإنماء للأسهم السعودية	(3)
308	استمارة وحدات الصناديق الاستثمارية التي تصدرها شركة الإنماء للاستثمار	(4)
309	القائمة المالية لصندوق الإنماء للأسهم السعودية لفترة 06 أشهر المنتهية في 2015/05/30	(5)

المقدمة

تمهيد:

إن التحول الكبير والتنوع الملحوظ في الصناعة المصرفية كان بمثابة ضرورة فرضها واقع التطور والنمو السريع في مختلف الأنشطة الاقتصادية في دول العالم المختلفة، هذا ما جعل الكثير من المفكرين والباحثين في الصناعة المصرفية يرون أن كيفية مواجهة التغير والنمو السريع في المجالات الاقتصادية والاجتماعية بنجاح تمثل المشكلة الحقيقية التي تواجه إدارة المصارف ذلك أن "من لا يتقدم يتقدم"، والمصارف الإسلامية اليوم ليست بمنأى عن هذه التطورات مما حدا بها إلى البحث عن أدوات استثمارية مستحدثة و جديدة تساعد في الوصول إلى أهدافها الاجتماعية و الاستثمارية والتنموية، ولتلبية هذه الاحتياجات اجتهد الفقهاء المختصون في المعاملات المالية وعملوا على ابتكار العديد من المنتجات والحلول التمويلية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والتي تلبي احتياجات الأفراد والمؤسسات المالية على الوجه الأكمل، ومن أهم هذه المنتجات نجد الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي تعتبر من أحدث الوسائل لتعبئة المدخرات وتجميعها - حتى وإن كانت رؤوس أموال صغيرة- وتوجيهها نحو التوظيف المناسب، لذلك فقد شهدت الفترة الأخيرة اهتماما بالغا من قبل المصارف الإسلامية وحتى غير الإسلامية (سواء في الدول عربية أو الغربية) وإقبالاً واسعاً على هذه الصناديق الاستثمارية الإسلامية؛

إشكالية الدراسة:

بالنظر إلى ما يناهز به المؤسسون الأوائل والباحثون في الصيرفة الإسلامية إلى ضرورة العمل بالنموذج الأمثل في المصارف الإسلامية وهو "الاستثمار" وليست "التجارة" فالمصارف الإسلامية تعاني من نقص وليس من ضعف وإصلاح هذا النقص وسد الفجوة في التطبيق يتطلب أداة استثمارية تقوم على نفس المبدأ الذي تعمل به ، وباعتبار أن صناديق الاستثمار الإسلامية تعتبر من أحدث وأبرز الأساليب الاستثمارية الحديثة في إدارة المدخرات والأموال، فالسؤال الواجب طرحه هنا والذي نسعى إلى الإجابة

عليه هو: كيف تساهم الصناديق الاستثمارية الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية؟

وتندرج تحت هذه الإشكالية مجموعة من الأسئلة الفرعية أهمها:

- ما هو الدور التمويلي للصناديق الاستثمارية؟ وما هي المزايا التي تحققها في ذلك؟
- ما هي العلاقة بين المصارف الإسلامية و الصناديق الاستثمارية الإسلامية التابعة لها؟
- كيف تساهم صناديق الأسهم السعودية في تطوير نشاط المصارف السعودية المؤسسة لها؟

فرضيات الدراسة:

- في ضوء استعراض إشكالية الدراسة، يمكن وضع الفرضيات الآتية:
- تقوم الصناديق الاستثمارية بدور هام في مجال تعبئة المدخرات وإدارتها وفقا لاستراتيجيات وأهداف محددة محققة بذلك جملة من المزايا الاقتصادية تعود على الجهات التي تتعامل معها؛
 - تساعد الصناديق الاستثمارية الإسلامية المصارف الإسلامية التابعة لها في مواجهة التحديات والمعوقات التي قد تقف أمام نشاطها وكذا في التخفيف من آثارها؛
 - هناك علاقة ذات دلالة إحصائية تثبت تأثير نشاط صناديق الأسهم السعودية على نشاط المصارف السعودية الإسلامية التابعة لها؛

أهداف الدراسة:

- في ضوء دراستنا لمشكلة وفرضيات البحث فإن نسعى من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف هي:
- دراسة وتقييم ظاهرة تكوين الصناديق الاستثمارية الإسلامية؛
 - دراسة المعوقات التي تواجه نشاط المصارف الإسلامية خصوصا النشاط الاستثماري وسبل مواجهتها أو إدارتها؛
 - اقتراح الحلول الملائمة للقضاء أو الحد من هذه المعوقات من خلال الدور الذي تؤديه الصناديق الاستثمارية الإسلامية في دعم عمل المصارف الإسلامية.

أهمية الدراسة:

بالرغم من النمو الذي شهدته الصناديق الاستثمارية الإسلامية على الصعيد الكمي و النجاح الذي حققته على الصعيد العالمي، إلا أن تقييم أداء الدور الذي تؤديه هذه الأخيرة اتجاه المصارف الإسلامية لا يزال من ضروريات البحث العلمي في هذا المجال ومن هنا جاءت أهمية هذه الدراسة التي تسعى إلى تقييم دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية من خلال استخدام المصارف الإسلامية لهذه الأداة(الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية) في تفعيل الاستثمار المصرفي والتخلص من أهم المعوقات التي تقف أمام تحقيق المصارف الإسلامية لأهدافها التي تصبو إليها، و لتسهم نتائج هذه الدراسة أيضا بشكل عام في تعظيم الإيجابيات وتصويب السلبيات أو التقليل من آثارها.

الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات التي تناولت مواضيع حول الاقتصاد الإسلامي على وجه العموم و البنوك الإسلامية على وجه الخصوص أما المواضيع المتعلقة بصناديق الاستثمار وعلاقتها بهذه الأخيرة فإنها حديثة نوعا ما ونذكر منها على سبيل المثال لا الحصر:

- دراسة صلاح الدين شريط حول " دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة تجربة جمهورية مصر العربية "مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، وهي أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر (3)، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، للسنة الجامعية 2011-2012، حيث خلصت الدراسة إلى أن الصناديق الاستثمارية أضحت الرافد الحديث لسوق المال ويمكن من خلالها خنق الفجوة الكبيرة بين السوق النقدي وسوق رأس المال في الجزائر وذلك بتحريك البورصة الجزائرية من جهة وإخراج قطاع البنوك من العمل المصرفي التقليدي إلى دور أوسع وأكثر شمولاً يواكب التغيرات.

- دراسة شوقي بورقية حول " الكفاءة التشغيلية للمصارف الإسلامية - دراسة تطبيقية مقارنة"، وهي أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير بجامعة فرحات عباس-سطيف (الجزائر) للسنة الجامعية 2011-2012م، حيث هدفت هذه الدراسة إلى تقييم كفاءة المصارف الإسلامية في التحكم في التكاليف مقارنة بمثيلاتها من المصارف التقليدية، ولقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج (المتعلقة بالجانب النظري والمتعلقة بالجانب التطبيقي) أهمها أن المصارف التقليدية أكثر كفاءة من المصارف الإسلامية سواء في استغلال الموارد المتاحة أو في المزج بين هذه الموارد بشكل أمثل وحتى في التحكم في التكاليف، كما توصلت الدراسة أيضا إلى أن المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية أكثر كفاءة في استغلال الموارد المتاحة للوصول إلى المخرجات من استعمال المزيج الأمثل لهذه الموارد؛

- أطروحة دكتوراه تقدم بها حسن بن غالب بن حسن دائلة والتي جاءت بعنوان " الصناديق الاستثمارية- دراسة فقهية تطبيقية-"، بقسم الفقه بكلية الشريعة جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية بالرياض، سنة 2010م حيث قام الباحث بدراسة نظرية وافية حول الصناديق الاستثمارية لمعرفة حقيقتها وأنواعها وحكم كل نوع منها، وقد توصل إلى مجموعة من الضوابط الشرعية التي يجب توفرها في الصناديق الاستثمارية المباحة شرعا أي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية و قام بتطبيق هذه الضوابط الشرعية على أهم وأشهر الصناديق الاستثمارية في بنوك المملكة العربية السعودية و توصل إلى الحكم الشرعي لها؛

المقدمة

- أطروحة دكتوراه تقدم بها حيدر يونس كاظم الموسوي والتي جاءت بعنوان "أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية-الأردن والسعودية الحالة التطبيقية 1990-2007"، جامعة الكوفة، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم الاقتصاد، 2009، والتي قام من خلالها بدراسة علاقة البنوك الإسلامية بالسوق المالي الإسلامي وتوصل إلى أن: هناك أدوات مالية جديدة أوجدتها المصارف الإسلامية متفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية مثل الشهادات أو الصكوك بأنواعها كافة والتي تمثل قيمة مضافة إلى مصادر التمويل الإسلامية وبإمكانها سد الفراغ الاستثماري الذي تتركه السندات المحرمة شرعا، كما أن إنشاء أسواق مالية إسلامية الحل الأفضل والبديل الأمثل لاستثمار رؤوس الأموال وتداولها وفي مختلف صيغ الاستثمار التي تقررها وتجزئها الشريعة الإسلامية كما يعد تفعيل صيغ الاستثمار الإسلامي في السوق المالي الإسلامي أكثر فعالية مقارنة بتفعيلها في السوق المالي التقليدي.

أما عن دراستنا فقد حاولنا من خلالها الإحاطة بالموضوع أكثر من خلال الجوانب التالية والتي نرى قلة الدراسات فيها:

- إيجاد علاقة كمية تربط بين أداء المصارف الإسلامية والصناديق الاستثمارية الإسلامية التي أنشأت من قبل الشركات الاستثمارية التابعة لهذه المصارف؛

- محاولة بناء نماذج قياسية توضح درجة تأثير بعض متغيرات صناديق الاستثمار الإسلامية العاملة بالمملكة العربية السعودية على بعض متغيرات المصارف الإسلامية السعودية المؤسسة لها؛

حدود الدراسة:

كانت الدراسة التطبيقية على الصناديق الاستثمارية العاملة بالمملكة العربية السعودية في حيث تم اختيار صناديق الأسهم

المحلية التابعة لمصرف الراجحي ومصرف الإنماء الإسلاميين والمنشأة حتى نهاية سنة 2016م كعينة تطبيقية لهذه الدراسة، حيث

تم دراسة تأثير أسعار وحدات هذه الصناديق على أسعار أسهم المصارف الإسلامية التابعة لها خلال الفترة (2016/01/03

إلى غاية 2016/06/30)، كما تم تقييم الأداء المالي لمصرف الإنماء خلال الفترة من 2009 إلى 2016م.

منهج الدراسة:

اعتمدت هذه الدراسة على عدة مناهج علمية يمكن توضيحها فيما يلي:

المقدمة

➤ **المنهج الوصفي التحليلي:** الذي يهدف إلى جمع الحقائق والبيانات حول ظاهرة معينة، ثم القيام بتحليل هذه الحقائق أو البيانات تحليلاً دقيقاً، وتفسيرها تفسيراً كافياً لاستخلاص الدلالات والنتائج من أجل الوصول إلى تعليمات بشأن المواقف أو الظاهرة محل الدراسة للاستفادة والاستفادة مستقبلاً.

➤ **المنهج النفسي:** وذلك باستنباط الآليات التي يمكن من خلالها تطوير عمل المصارف الإسلامية انطلاقاً من الصناديق الاستثمارية الإسلامية التابعة لها؛

➤ **منهج إحصائي قياسي:** من خلال استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط، حساب المتوسطات الحسابية اليومية، حساب بعض النسب المالية، والمؤشرات المالية وغيرها وذلك بالاعتماد على المعطيات والبيانات المتاحة حول العينة محل الدراسة.

مخطط الدراسة:

تبلورت أفكار هذه الدراسة في ثلاثة فصول رئيسية بالإضافة إلى مقدمة وخاتمة، حيث جاء الفصل الأول بعنوان: **المصارف الإسلامية - الماهية والنشاط -** واندرج تحته مجموعة من المباحث تطرقنا فيها إلى تطور الصيرفة الإسلامية فكرياً ومؤسسياً، المؤسسات والهيئات الشرعية الداعمة للصيرفة الإسلامية، النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية وأيضاً إلى صيغ التمويل والاستثمار في هذه المصارف وأهم المعوقات التي تواجهها؛ أما الفصل الثاني فقد عنون ب: **الصناديق الاستثمارية الإسلامية ودورها في دعم نشاط المصارف الإسلامية** والذي تضمن ماهية الصناديق الاستثمارية، تأسيس وإدارة الصناديق الاستثمارية، مخاطر الاستثمار في الصناديق الاستثمارية وأساليب قياس أداؤها، إضافة إلى ذلك فقد قمنا بتقديم مفاهيم خاصة بالصناديق الاستثمارية الإسلامية وكذا الدور الذي تؤديه في تطوير نشاط المصارف الإسلامية؛ وأخيراً الفصل الثالث الذي يمثل الجزء التطبيقي للدراسة فقد قمنا بدراسة عينة من **صناديق الأسهم السعودية وأثرها على نشاط المصارف الإسلامية التابعة لها**، حيث تطرقنا في هذا الفصل إلى نشأة وتطور القطاع المصرفي السعودي، نشأة وأنواع الصناديق الاستثمارية المؤسسة في المملكة العربية السعودية، إضافة إلى ذلك قمنا بدراسة تأثير بعض متغيرات صناديق الأسهم المحلية على نشاط المصارف الإسلامية السعودية التابعة لها ومن ثم قمنا بتقييم الأداء المالي لمصرف الإنماء للمدة (2009-2016م) من خلال عرض وتحليل بعض البيانات المالية لمصرف الإنماء و حساب بعض النسب المالية للمصرف خلال الفترة 2009م-2016م،

المقدمة

أما الخاتمة فقد تضمنت خلاصة الدراسة مرفوقة ببعض النتائج النظرية والتطبيقية وكذا مجموعة من التوصيات

والاقتراحات وآفاق الدراسة.

الفصل الأول:



المصارف الإسلامية

- الماهية والنشاط -

تمهيد:

من الدعائم الأساسية لاستمرار وتنمية النشاط الاقتصادي في كافة البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء هو النظام المصرفي، حيث لم يعد النظام المصرفي مقتصرًا على الوساطة بين المقرضين والمقترضين للأموال بهدف تحقيق الربح، وإنما امتدت لتشمل اللجوء إلى استخدام أدوات جديدة تحقق أرباح معقولة وتدني المخاطر المرتبطة بها، والمصارف الإسلامية حقيقة يصعب تجاهلها في الصناعة المصرفية العالمية، حيث أصبحت تشكل عامل منافسة قوي للمصارف التقليدية، خاصة بعد تفهم الصورة التي ارتبطت بتسميتها بأنها لا تقتصر في تعاملها فقط على المسلمين وتحقيق الشريعة الدينية على الصعيد المصرفي بل تعتبر حافزا لمفاعيل الاقتصاد الحقيقي، و كذا جذب المزيد من المتعاملين غير المسلمين، مما دفع المصارف التقليدية للتنافس على استحواذ هذه الشرائح وفتح أقسام للصيرفة الإسلامية أو ما يعرف بالنواتز الإسلامية في مصارفها بهدف توفير المنتجات والخدمات المطلوبة، لذلك فقد تبلورت أفكار هذا الفصل في المباحث التالية:

المبحث الأول: تطور الصيرفة الإسلامية فكريا ومؤسسيا؛

المبحث الثاني: المؤسسات والهيئات الشرعية الداعمة للصناعة المصرفية الإسلامية؛

المبحث الثالث: النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية؛

المبحث الرابع: صيغ التمويل والاستثمار في المصارف الإسلامية وأهم معوقاتها.

المبحث الأول: تطور الصيرفة الإسلامية فكرياً ومؤسسياً

أصبح العمل المصرفي اليوم يشير إلى مجالات التطور والتقدم الاقتصادي لأي بلد، لذلك تعد المصارف الإسلامية من الهياكل القانونية والاقتصادية الأساسية في المجتمع نظراً للدور التنموي والاجتماعي الذي تهدف إلى تحقيقه، كما أنها أصبحت تحتل الجزء الأكبر والمهم من النظام المالي الإسلامي، وعليه ومن خلال هذا المبحث سنسلط الضوء على نشأة الصيرفة الإسلامية وانتشارها إقليمياً وعالمياً، كما سنوضح ماهية المصارف الإسلامية من خلال معرفة مفهومها والعوامل التي ساعدت على إنشائها، وسنتطرق إلى خصوصية العمل المصرفي الإسلامي، وأيضاً أسباب ومظاهر نمو الصناعة المصرفية الإسلامية وأخيراً معرفة دور المصارف الإسلامية في تعزيز القطاع المصرفي الإسلامي.

المطلب الأول: الصيرفة الإسلامية ومزايا انتشارها

إن ظهور الصيرفة الإسلامية أو العمل المصرفي الإسلامي كان سابقاً لظهور المصارف الإسلامية ويظهر هذا جلياً في الممارسات العملية والنماذج المصرفية التي كانت في الحضارة الإسلامية، حيث أنه في ظل الحضارة الإسلامية عرف العرب العمل المصرفي وارتقوا بفنونه أكثر مما وصل إليه الرومان، حيث اشتهر عدد كبير من الصحابة والتابعين بالتجارة وممارسة العمليات التجارية التي تشكل الجوهر الأساسي لما يعرف اليوم بالأعمال والخدمات المصرفية، كذلك التي كان يتعامل بها كل من ابن عباس وعبد الله بن الزبير (رضي الله عنهما)، ومن الممكن أن نرصد عدداً من الممارسات (على سبيل المثال) التي كانت سائدة في تلك الفترة وأخرى كنماذج للأعمال المصرفية التي قام بها المسلمون وكانت مألوفة لديهم¹، وعليه يمكن أن نذكر بعضاً من أهم هذه الممارسات والنماذج فيما يلي²:

- ودائع الزبير بن العوام: حيث كان الزبير بن العوام من الرجال المقصودين لحفظ أموال الناس حتى أن أحد الباحثين أطلق تسمية "بنك الزبير" على حركة الأموال التي كانت ترد وتخرج من عنده، حيث أنه لم يكن يرضى أن تبقى أموال الناس مختزنة عنده بل كان يفضل أن يأخذها كقرض، هذا ما يؤيد أن العرب عرفوا في ظل الحضارة الإسلامية الودیعة بمعنى القرض وهو المفهوم المصرفي الحديث الذي يوجز للمودع لديه أن يتصرف فيها باعتبارها قرضاً على أن يضمنها.

¹ محمد محمود المكاوي، الاستثمار في البنوك الإسلامية، دار الفكر والقانون، الإسكندرية-مصر-، 2011، ص12.

² الغريب ناصر، أصول المصرفية الإسلامية وقضايا التشغيل، دار أبوللو للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة-مصر-، 1996، ص6-12.

-صكوك مروان بن الحكم: حيث انتشرت صكوك البضائع في التعامل في زمان الخليفة الأموي مروان بن الحكم حيث كانت صكوكا بمقدار معين من الطعام الجاري السائد آنذاك بدمشق، كما أن الدولة كانت تدفع هذه الصكوك لجنودها وعمالها في مقابل رواتبهم المستحقة لهم وهي أشبه بأن تكون أجرة مؤجلة الدفع إلى موسم الغلال، كما قام الصيارفة بأعمال مصرفية لم تكن معروفة من قبل مثل اصدار الصكوك وتحرير "السفاتج" والتي كان لها دور كبير في تيسير حركة النشاط التجاري.

-مدارس الصيرفة: لقد استمر المسلمون في ممارسة الأعمال المصرفية وتطويرها فقد أنشأوا المدارس المصرفية حيث كان المهنة الصيرفة أسس وقواعد يجدر بأصحاب المهنة مراعاتها وكان على الصيارفة فهم أحكام الصرف ودراسة ما كتب بشأنه قبل أن يؤذن لهم بممارسة المهنة.

أما عن الانتشار العالمي للصيرفة الإسلامية وطبقا لإحصاءات صندوق النقد الدولي فقد نمت أصول التمويل الإسلامي في العقد الماضي بمعدلات تتألف من خانتين، حيث انتقلت من نحو 200 مليار دولار أمريكي في عام 2003م إلى ما يقدر بنحو 1.8 تريليون دولار في نهاية 2013م، ورغم هذا الفارق فإن أصول التمويل الإسلامي لا تزال مركزة في دول مجلس التعاون الخليجي، وإيران، وماليزيا، وتمثل أقل من 1% من الأصول المالية العالمية¹، هذا ما أكدته بعض بحوث ودراسات منظمة إتحاد المصارف العربية ، فقد تركز التمويل الإسلامي بشكل كبير حتى سنة 2013م في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا كما هو موضح في الجدول (1-1) حيث يوجد حوالي 77.85% من أصول المؤسسات المالية، وتستحوذ دول الخليج العربية على نسبة 39.21% من أصول المؤسسات الإسلامية حول العالم، في حين أن باقي منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا تستحوذ على نسبة 38.64% من الأصول المالية الإسلامية، في المقابل تستحوذ آسيا على نسبة 20.8% من الأصول الإسلامية، منطقة أفريقيا وجنوب الصحراء على نسبة 0.84% أما عن أوروبا وأمريكا وأستراليا فقد استحوذت مجتمعة على نسبة 4.28%.

الجدول رقم (1-1): توزيع الأصول الإسلامية بحسب الأقاليم (مليار دولار) سنتي 2012 و2013م

2012	2013	
404.896	496.942	دول مجلس التعاون الخليجي
487.426	489.755	منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا دون دول الخليج العربية
892.323	986.698	منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا من ضمنها دول الخليج العربية
10.733	10.365	أفريقيا جنوب الصحراء
208.482	248.586	آسيا
54.716	21.704	أستراليا وأوروبا وأمريكا
1,166.26	1,267.36	المجموع

Source : <http://www.uabonline.org/en/research/financial/1578159116081585157515781575160415781605/7698/0>

[Consulter le 24/09/2016]

¹ <http://www.imf.org/external/arabic/themes/islamicfinance/index.htm#3> [consulter le 07/03/2015]

وكما هناك العديد من المزايا التي ساهمت ومازالت تساهم في انتشار الصيرفة الإسلامية في مختلف أنحاء العالم والتي نذكر أبرزها¹:

- ✓ أنه بإمكان النظام المصرفي الإسلامي أن يطور أدوات وآليات ومنتجات مصرفية إسلامية وابتكار صيغة مناسبة لكل حالة من حالات التمويل وهذا ما يصطلح عليه بالهندسة المالية الإسلامية التي تعرف على أنها مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجهات الشرع الإسلامي².
- ✓ أنه بإمكانها إدارة الأزمات المالية والمصرفية بكفاءة عالية؛
- ✓ لها مرونة و إمكانات عالية في إدارة المخاطر المصرفية باعتبار النظام المصرفي الإسلامي مبني على الشفافية والإفصاح.

المطلب الثاني: نشأة وتعريف المصارف الإسلامية

لقد أتت نشأة المصارف الشرعية الإسلامية تلبية لرغبة المجتمعات الإسلامية في إيجاد صيغة للتعامل المصرفي بعيدا عن شبهة الربا وبدون استخدام سعر الفائدة³، وقد أجمعت العديد من الكتابات عن تاريخ أول محاولة لإنشاء مصرف شرعي كان في سنة 1963م أين تم إنشاء ما يسمى ببنوك الادخار المحلية التي أقيمت بمدينة ميت غمر - بجمهورية مصر العربية - وأسسها د. أحمد النجار (رئيس الإتحاد الدولي للبنوك الإسلامية الأسبق)، حيث كانت بمثابة صناديق ادخار توفير لصغار الفلاحين⁴، واستمرت هذه التجربة حوالي 3 سنوات، إلا أن الدراسة التي قام بها الباحث عبد الرزاق بلعباس عن تاريخ المصرفية الإسلامية قد كشفت عن مقالة للشيخ إبراهيم أبو اليقظان الموسومة ب: "حاجة الجزائر إلى مصرف أهلي" نشرت آن ذاك في صحيفة "وادي ميزاب" بتاريخ 11 محرم 1347هـ/29 يونيو 1928م والتي تدعو إلى إنشاء مصرف إسلامي يعمل في الجزائر وفق قواعد الفقه الإسلامي، كما وقد أسفرت هذه المقالة عن محاولة إنشاء مصرف إسلامي على الأرجح قبل أواخر عام 1929م تحت تسمية

¹ صادق راشد الشمري، أساسيات الصناعات المصرفية الإسلامية (أنشطتها التطلعات المستقبلية)، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 189.

² محمد كريم قروف، "الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي، الواقع.. ورهانات المستقبل، يومي 23 و24 فيفري 2011، المركز الجامعي بقرطاج - الجزائر -، ص 11. ولمزيد من التفاصيل راجع: عبد الكريم أحمد قندوز، "الهندسة المالية ودورها في تطوير الصناعة المالية الإسلامية"، ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية، يومي 6-7 أبريل 2011.

³ محمد سليم وهبه، كامل حسين كلاكش، المصارف الإسلامية (نظرة تحليلية في تحديات التطبيق)، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت - لبنان -، 2011، ص 13.

⁴ حسين محمد سمحان، موسى عمر مبارك، محاسبة المصارف الإسلامية - في ضوء المعايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة والضوابط و الضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية -، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان - الأردن -، 2009، ص 30.

"البنك الإسلامي الجزائري" بعد أن تم إعداد قانونه الأساسي وجمع رأسماله الاسمي من قبل بعض كبار رجال أعمال مدينة الجزائر من المسلمين، لكن سلطات الاحتلال الفرنسية تصدت لهذا المشروع وأجهضته¹، وبالتالي ومن خلال هذه الدراسة يمكن التأكيد والفصل أن المبادرة الأولى لإنشاء أول مصرف إسلامي كانت في الجزائر في أواخر عشرينيات القرن الماضي؛

وبعد إنشاء بنوك الادخار المحلية أنشئ بنك ناصر الاجتماعي عام 1971م، الذي يعد أول بنك ينص في قانون إنشائه على عدم التعامل بالفائدة المصرفية أخذاً أو عطاءً، وقد كانت طبيعة معاملات البنك يغلب عليها النشاط الاجتماعي وليس النشاط المصرفي بالدرجة الأولى ذلك لأنه كان يعمل في مجال جمع وصرف الزكاة والقرض الحسن، ثم كانت محاولة مماثلة في باكستان.

وقد جاء الاهتمام الحقيقي بإنشاء مصارف تعمل طبقاً لأحكام الشريعة الإسلامية في توصيات مؤتمر وزراء خارجية الدول الإسلامية في مدينة جدة بالمملكة العربية السعودية عام 1972م، ونتج عن ذلك إعداد اتفاقية تأسيس البنك الإسلامي للتنمية عام 1974م والذي باشر نشاطه عام 1977م ويتميز هذا البنك بأنه بنك حكومات لا يتعامل مع الأفراد في النواحي المصرفية بحيث كان متخصصاً في تمويل بعض المشروعات الإنمائية في البلدان الإسلامية، وقد كان تاريخ إنشاء أول مصرف متكامل يتعامل طبقاً لأحكام الشريعة الإسلامية عام 1975م وهو بنك دبي الإسلامي، حيث يقدم هذا البنك جميع الخدمات المصرفية والاستثمارية للأفراد طبقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، ثم توالى بعد ذلك إنشاء المصارف الشرعية الإسلامية وفروع المعاملات الإسلامية للمصارف التقليدية على مستوى العالم حيث بلغ عدد المصارف الإسلامية لسنة 2010م إلى 450 مصرف إسلامي موزعة عبر العالم²، أما عن حجم أصول المصارف الإسلامية فقد بلغت 985 مليار دولار سنة 2013م كما هو موضح في الجدول رقم (1-2)، أما الشكل (1-1) فيوضح حصة المصارف الإسلامية من إجمالي أصول القطاع المصرفي المحلي لكل دولة.

¹ عبد الرزاق بلعاس، صفحات من تاريخ المصرفية الإسلامية: مبادرة مبكرة لإنشاء مصرف إسلامي في الجزائر في أواخر عشرينيات القرن الماضي، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب و البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، المجلد التاسع عشر، العدد الثاني، 1434هـ/2013م، ص1. على الرابط <http://www.irti.org/English/Research/Documents/IES/Arabic/41.pdf>

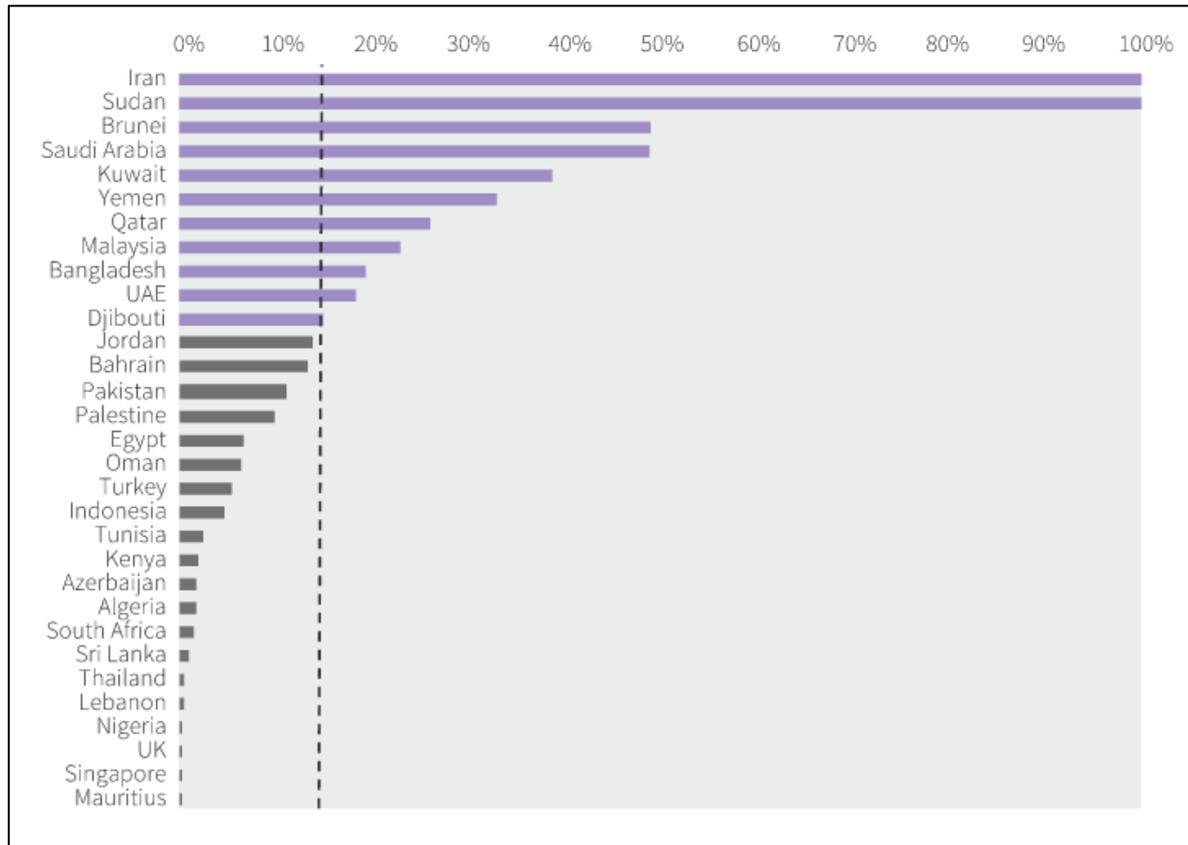
² شوقي بورقية، الكفاءة التشغيلية للمصارف الإسلامية (دراسة مقارنة)، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة سطيف، 2010/2011، ص10.

الجدول رقم (1-2): قطاعات التمويل الإسلامي لسنة 2013م

حجم الاصول (مليار دولار)	القطاع
985	الصيرفة الإسلامية
251	الصكوك
44	الصناديق الإسلامية
26	التكافل
0.628	التمويل المتناهي الصغر
1,306.628	المجموع

Source : <http://www.uabonline.org/en/research/financial/1578159116081585157515781575160415781605/7698/0> [Consulter le 24/09/2016]

الشكل رقم (1-1): حصة المصارف الإسلامية من إجمالي الأصول المصرفية المحلية لسنة 2016م



Source: Islamic Financial Services Industry, Stability Report 2016, Islamic Financial Services Board (IFSB), May 2016, p8.

يتضح لنا من الشكل أعلاه أن الدول التي تجاوزت حصة أصولها المصرفية الإسلامية نسبة 15 % من إجمالي الأصول

المصرفية المحلية هي التي تم تصنيفها على أنها ذات الأهمية النظامية (الدول ذات الخانات الملونة باللون الأرجواني من دولة إيران إلى

جيبوتي)، فحصة المصارف الإسلامية في كل من دولة إيران والسودان بلغت نسبة 100 % حسب تقرير مجلس الخدمات المالية

الإسلامية في ماي 2016م وذلك راجع لطبيعة أنظمتها المصرفية التي تتوافق تماما مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، كما

وقد ارتفعت حصة المصارف الإسلامية من إجمالي الأصول المصرفية المحلية في بروناي إلى حد كبير مقارنة بالعام السابق حيث بلغ

49% لتصل إلى مستوى مماثل للمملكة العربية السعودية والتي تقدر أيضا بـ 49%، كما ويلاحظ أيضا تحسن الحصة السوقية للمصارف الإسلامية في اليمن حيث وصلت إلى 33% في حين أن الكويت بلغت حصة مصارفها الإسلامية نسبة 38.9% وقطر 26.1%، وماليزيا التي شهدت تحسنا في نسبتها هي الأخرى مقارنة بالعام السابق حيث قدرت بـ 23%، إضافة إلى بنغلاديش والإمارات العربية المتحدة بنسبة 19.4% و 18.4% على التوالي مقارنة بالعام السابق.

أما تعريف المصارف الإسلامية فيمكن أن نوضحه من خلال تقديم التعريف اللغوي والاصطلاحي فيما يلي:

التعريف اللغوي: الصَّرْف: بفتح الصاد مشددة وسكون الراء لغةً: الدفع والرد- رد الشيء من حال إلى حال أو إبداله بغيره، أما شرعاً: الصَّرْف هو عقد بيع الأثمان بعضها ببعض جنسا بجنس، كبيع الذهب بالذهب، أو بغير جنس كبيع الذهب بالفضة وقد سمي بيع الثمن بالثمن صرفاً لأنه لا ينتفع بعينه ولا يطلب منه إلا للزيادة، أو لأنه يحتاج فيه إلى النقل في بدليه من يد إلى يد قبل الإفتراق¹، وصَرَفَ النقود تغييرها. والمصرف: مكان صرف وإبدال النقود. والذي يقوم بالصرف يقال له: الصراف والصيرف والصيرفي: النقاد، والجمع صيارفة. والصَّرْف هو فضل-زيادة- الدرهم على الدرهم، والدينار على الدينار².

أما التعريف الاصطلاحي أو الاقتصادي: فلقد تعددت وتباينت تعريف المصارف الإسلامية، ويمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- المصرف الإسلامي هو مؤسسة نقدية مالية تعمل على جلب الموارد النقدية من أفراد المجتمع وتوظيفها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية (فإذا تحررت وانسلخت من هذا الالتزام فكيف تكون إسلامية وهو الأمر الذي يميزها عن غيرها) ، بشكل يضمن نموها ويحقق هدف التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي للشعوب والمجتمعات الإسلامية³.

- كما يعرف المصرف الإسلامي بأنه إحدى المؤسسات المالية التي تلتزم العمل بالشريعة الإسلامية بجانبيها المذهبي (الثابت) والنظامي (المتغير) في كل ما يتعلق بأموال المسلمين حفظاً كأمانات أو ودائع بأنواعها مطلقة أم مقيدة وتمويلاً للتجارة واستثماراً للإنتاجية، ومشاركة بالمشروعات التنموية مع المحافظة على منظومة القيم والمبادئ التي تحكم عملها⁴،

¹ محمد عمارة، قاموس المصطلحات الاقتصادية في الحضارة الإسلامية، دار الشروق، بيروت، لبنان، 1993م، ص 329.

² أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، 1401 هـ / 1981 م، ص 253.

³ لقمان محمد مرزوق، البنوك الإسلامية ودورها في تنمية اقتصاديات المغرب العربي، بحث مقدم للندوة رقم 34 للمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مدينة المحمدية بالمملكة المغربية، 2001، ص 198.

⁴ عبد الملك يوسف الحمر، "المصارف الإسلامية وما له من دور مأمول وعملي في التنمية الشاملة"، ورقة مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة، جامعة أم القرى، مكة المكرمة-المملكة العربية السعودية-، 1424هـ-2003م، ص 11.

ولعل التعريف الأنسب للمصارف الإسلامية والذي ينسجم مع طبيعة بحثنا هو: أن المصرف الإسلامي مؤسسة مالية تقوم بتجميع الأموال وتوظيفها في نطاق الشريعة الإسلامية، فهي تقوم بدور الوساطة المالية بين فئتي المدخرين والمستثمرين في إطار صيغة المضاربة الشرعية المبنية على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، والقاعدة الشرعية الغنم بالغرم فضلا على أدائها للخدمات المصرفية المنضبطة في إطار العقود الشرعية¹ وهذا تحت رقابة السلطات النقدية.

كما تتخذ المصارف الإسلامية عدة أشكال فقد تكون مصارف دولية مثل البنك الإسلامي للتنمية، أو مصارف حكومية مملوكة للدولة بالكامل مثل بنك ناصر الاجتماعي أو مصارف مملوكة ملكية خاصة مثل بنك دبي الإسلامي².

المطلب الثالث: العوامل التي ساعدت على إنشاء المصارف الإسلامية

لقد ساعدت مجموعة من العوامل السياسية، الاجتماعية والاقتصادية على تطبيق فكرة إنشاء المصارف الإسلامية على أرض الواقع، أبرز هذه العوامل³:

- تبلور فكرة إنشاء هذه المصارف ونضوجها وتفهمها على كافة المستويات؛
- طرح هذه الفكرة ودراستها في المؤتمرات الدينية والعلمية والسياسية للعالم الإسلامي: حيث تعد الملتقيات والندوات العلمية مجال خصص لإنضاج كل التصورات والأفكار التي من شأنها الرفع من مستوى البحث في مجال الاقتصاد الإسلامي؛
- المحاولات الجادة من قبل جميع الباحثين لإيجاد بدائل للمؤسسات المصرفية الربوية التقليدية؛
- الصحوة الإسلامية الشاملة التي شهدتها العالم الإسلامي وما صاحب ذلك من توجه لافئ للانتباه نحو تكييف ما يتعلق بجوانب الحياة الاقتصادية والسياسية والاقتصادية بما يتفق ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية؛
- وجود المؤسسات والهيئات الشرعية الداعمة للصيرفة الإسلامية وللصناعة المالية الإسلامية ككل والتي هي بمثابة البنية التحتية لها نظرا لمساهمتها في إرساء مجموعة من المبادئ والمعايير التي تنظم عمل المؤسسات المالية الإسلامية، وأيضاً لتوفيرها للمعلومات المتعلقة بالصناعة المصرفية الإسلامية التي تساهم بشكل أو بآخر في تطوير النشاط المصرفي الإسلامي وجعل منتجاته مقبولة أكثر على الصعيد العالمي من خلال مساعدة المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية على تنمية أعمالها كطرح أوراقها في السوق الدولية.

¹ محي الدين يعقوب أبو الهول، تقييم أعمال البنوك الإسلامية الاستثمارية (دراسة تحليلية مقارنة)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص 65.

² عماد صالح سالم، البنوك العربية والكفاءة الاستثمارية، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 2004، ص 55.

³ حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية (مدخل حديث)، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 88.

المطلب الرابع: أسباب ومظاهر نمو الصناعة المصرفية الإسلامية

كان وراء نمو وانتشار الصناعة المصرفية الإسلامية عالمياً عدة أسباب ومظاهر نوجزهما فيما يلي:

الفرع الأول: أسباب نمو الصناعة المصرفية الإسلامية وانتشارها عالمياً

هناك العديد من الأسباب التي كانت وراء نمو الصناعة المصرفية الإسلامية وانتشارها في كافة أنحاء العالم، ومن هذه

الأسباب¹:

- 1- أنها ذات كفاءة عالية تمكنها من إدارة الأزمات المالية وقد أثبتت الأزمة الآسيوية أن المصارف الإسلامية أقل تأثراً بالصدمات وهذا راجع لطبيعة عمل المصارف الإسلامية من حيث مشاركتها للمخاطر مع العملاء وعدم تحملها لوحدها مخاطر الأعمال المصرفية (أي تقاسم المخاطر) ، وهو ما يجعلها أقل عرضة للمخاطر الناجمة عن الأزمات الاقتصادية والمالية؛
- 2- لها القدرة على تطوير الأدوات والآليات والمنتجات المصرفية الإسلامية مما أدى إلى انتشارها بسرعة وتشير التجربة إلى أن صيغ التمويل الإسلامية تتميز بمرونة كبيرة مما يجعل من الممكن تطويرها وابتكار صيغ أخرى مناسبة لكل حالة من حالات التمويل؛
- 3- ارتفاع الفوائض المالية ومعدلات العوائد المتحققة من الصناعة المصرفية الإسلامية في الدول الإسلامية سواء ذلك على مستوى الأفراد أم على مستوى المؤسسات والحكومات في أغلب الأحيان عن تلك المدفوعة في الصناعة المصرفية التقليدية، الأمر الذي يغري المدخرين والمستثمرين للتوظيف والاستثمار على النمط المصرفي الإسلامي؛
- 4- كبر حجم دائرة العملاء المحتملين للصناعة المصرفية الإسلامية، وفيها ينضوي جميع من لا تحقق المصارف وصناديق ومؤسسات الاستثمار التقليدية رغبتهم وهم بدرجة أولى الفئات المتشعبة بالاستثمار القائم على أساس من النفع العام من جميع الديانات وأصحاب المشاريع من القطاعين العام والخاص الذين لا يؤسسون تمويل مشاريعهم على الاقتراض بل على مشاركة المؤسسات المالية بهذه المشاريع إضافة إلى شرائح الحرفيين والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم وسائر الفئات المهمشة تمويلياً.

¹ تم الاعتماد على المرجعين:

- نجاد عبد الكريم أحمد، الصناعة المصرفية الإسلامية المفهوم والفلسفة، التحديات التي تواجهها والآفاق المستقبلية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد - العراق -، المجلد 14، العدد 51، سنة 2008، ص 180.

- نجيت حسان، لخديمي عبد الحميد، قراءة تاريخية في تطور العمل بالصرافة الإسلامية في دول المغرب العربي، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسينية بن بوعلوي بالشلف - الجزائر -، العدد 11، جانفي 2014، ص 46.

5- تزايد اهتمام الإصلاحيين في مجالات النقد والاقتصاد والتنمية وأسواق المال والقانون بالمنافع المتنوعة للصناعة المصرفية الإسلامية، ففي مجال النقد تلبى الصناعة المصرفية الإسلامية مطالب العديد من الإصلاحيين الغربيين الذي يحملون بعمل مالي بعيدا عن الأورام التضخمية، خاصة وأن الأزمات المالية العالمية الأخيرة وفرت فرصا للمصارف الإسلامية من أجل تعزيز مكانتها عالميا مشيرا إلى أن تلك الأزمات دفعت إلى تزايد الاهتمام بالصناعة المصرفية الإسلامية في ظل تهاوي وإفلاس المصارف التقليدية. وهكذا بدأت تحرص غالبية الدول على تذليل الصعوبات التي تعترض عمل تلك المصارف، بل أن بعض المصارف الأوروبية والأمريكية مثل: مجموعة سيتي بنك (Citibank) وبنك (HSBC) سارعت بفتح فروع للمعاملات الإسلامية في محاولة جادة لجذب أموال الزبائن من المسلمين، كما وتشير الإحصاءات الصادرة عن هيئة الخدمات المالية في بريطانيا أنه فيما يتراوح ما بين 200-500 مليار دولار يتم تداولها طبقا للمعايير الإسلامية على المستوى العالمي، كما لا يمكن إهمال التجربة البريطانية في مجال الصيرفة الإسلامية حيث شهدت في العام 2004م افتتاح المصرف الإسلامي البريطاني في لندن لتلبية الاحتياجات المصرفية لأكثر من 1.8 مليون مسلم بريطاني، وتوسع هذا النمو ليشمل أيضا دول شرق آسيا (ماليزيا، الفلبين، اندونيسيا)، بالإضافة إلى جنوب آسيا مثل سيرلانكا، باكستان، الصين،... وغيرها.

الفرع الثاني: مظاهر نمو الصناعة المصرفية الإسلامية

تعتبر المظاهر التالية من أهم المؤشرات الدالة على تطور العمل المصرفي الإسلامي في العالم¹:

- كثرة وانتشار المؤتمرات السنوية التي تناقش أعمال المصارف الإسلامية وتطويرها ومن أهمها: مؤتمر العمل المصرفي والمالي الإسلامي الدولي السنوي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المؤتمر العالمي للاقتصاد والتمويل الإسلامي، المؤتمر السنوي العالمي للمصارف الإسلامية،... وغيرها من المؤتمرات التي ساهمت ومازالت تسهم في تطوير الصناعة المصرفية الإسلامية.
- إنشاء الهيئات والمجالس والمجاميع الخاصة بالبنوك الإسلامية مثل: مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المجلس العام للبنوك الإسلامية و هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية²؛
- صياغة وتطوير معايير محاسبية تناسب أعمال المصارف الإسلامية، حيث تم إصدار معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية في منتصف التسعينات والتي يتم تطويرها وتحديثها باستمرار منذ ذلك الحين؛

¹ سمحان حسين محمد، مبارك موسى عمر وأبو صقري عبد الحميد، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية (بحوث ودراسات)، مصر، 2012، ص(10-11).

² www.ifsb.org, www.isegs.com, www.aaofii.com

- زيادة الأبحاث والكتب المؤلفة في هذا المجال خاصة في السنوات الأخيرة؛
- زيادة قوة المصارف الإسلامية بشكل عام في معظم البلدان التي تمارس فيها أعمالها، حيث تجاوز حجم قطاع التمويل الإسلامي أكثر من 900 مليار دولار، كما تجاوزت استثمارات المصارف الإسلامية 500 مليار دولار؛
- زيادة أعداد المصارف الإسلامية وأعمال التمويل الإسلامي في جميع أنحاء العالم، حتى في الدول الغير مسلمة، حيث يوجد حالياً أكثر من 450 مصرف إسلامي في العالم، وأصبح عدد النوافذ الإسلامية للمصارف التجارية التقليدية يتجاوز 350 نافذة والعدد في تزايد مستمر؛
- إصدار قوانين خاصة بالبنوك الإسلامية في كثير من دول العالم أو على الأقل تخصيص جزء من قوانين البنوك لمعالجة أعمال المصارف الإسلامية من ناحية قانونية.

ولقد أدى هذا التطور إلى زيادة غير مسبوقه بالمصارف الإسلامية حيث يمكن حصرها في أربعة مجموعات¹:

✓ **المجموعة الأولى:** وتمثلها الدول التي حولت بنوكها بالكامل إلى مصارف إسلامية بما فيها المصارف المركزية ذاتها

وهي السودان وإيران وهذه المصارف مندججة مع النظام المصرفي وليست لديها مشكلات كبيرة مع المصارف المركزية؛

✓ **المجموعة الثانية:** وتمثله الدول التي منحت المصارف الإسلامية عناية خاصة فأصدرت لها قوانين خاصة تحدد

علاقتها بالمصرف المركزي مع بقاء النظام المصرفي التقليدي على حاله مثل تركيا، الإمارات العربية المتحدة وماليزيا؛

✓ **المجموعة الثالثة:** وهي مجموعة المصارف الإسلامية التي أصدرت لها قوانين استثنائية أو مؤقتة وحصلت على

إعفاءات صريحة أو ضمنية، كاملة أو جزئية، ومثلها المصارف الإسلامية التي نشأت في مصر والأردن والبحرين

والفلبين والكويت؛

✓ **المجموعة الرابعة:** هي المصارف التي قامت دون تنظيم خاص يحكمها ودون إعفاءات من النظم المصرفية التقليدية

مثل سويسرا، بريطانيا؛

¹ محي الدين يعقوب أبو الهول، مرجع سابق، ص (104-106).

المطلب الخامس: خصوصية العمل المصرفي الإسلامي

تتميز المصارف الإسلامية بخصائص وسمات معينة، وتتمارس أعمالها المصرفية بأسلوب مختلف عن أعمال المصارف التقليدية، ومن أهم أوجه الاختلاف بينها ما يأتي¹:

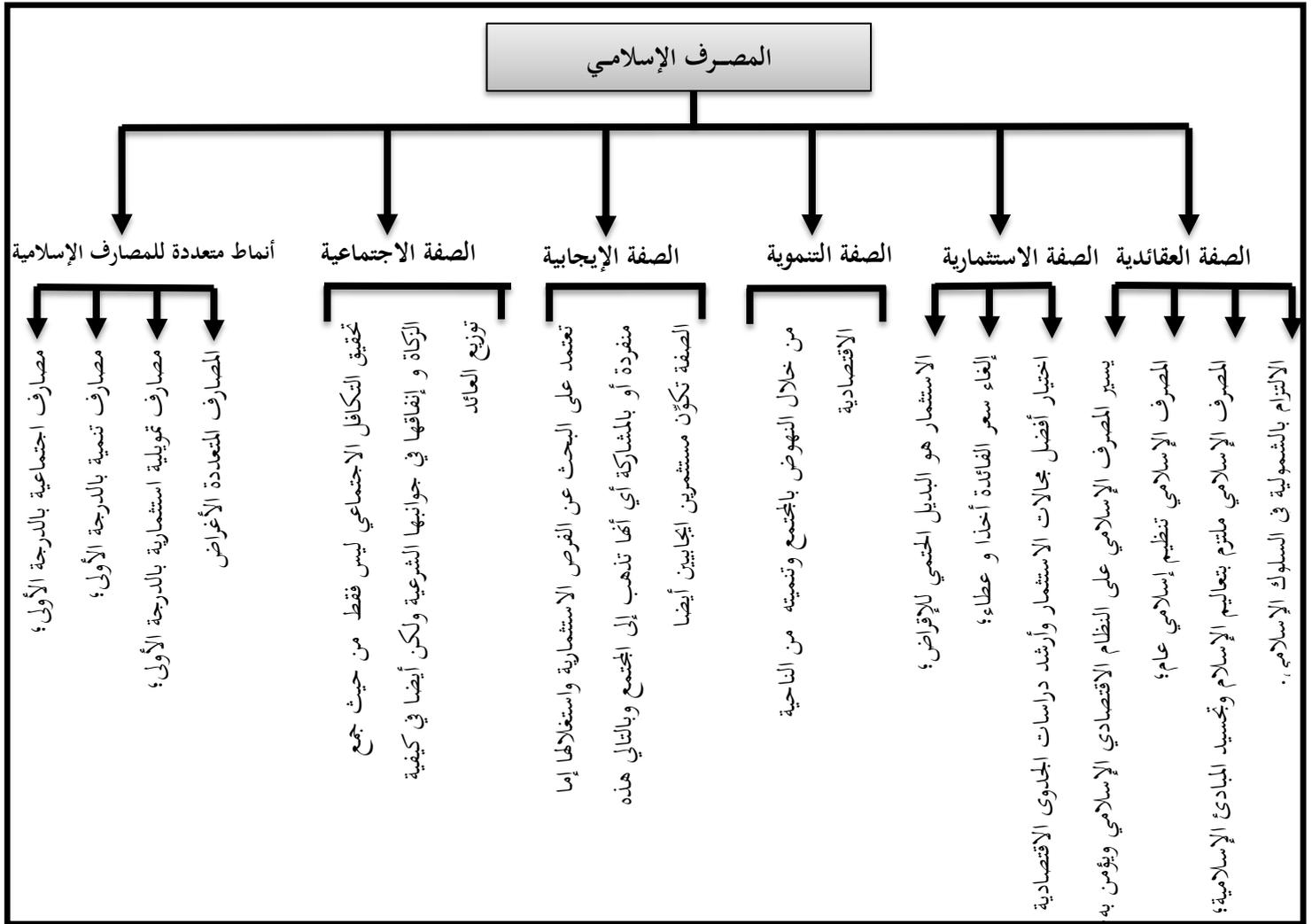
- تقوم المصارف الإسلامية في معاملاتها على أساس المشاركة في الربح والخسارة الذي أقرته الشريعة الإسلامية حتى أنه أطلق عليها تسمية بنوك المشاركة أو بنوك الاستثمار بالمشاركة، كما وتقوم على تجنب التعامل بالربا مهما كانت صورته وأشكاله، إيداعاً أو إقراضاً، قبولاً أو حسماً، أحداً أو عطاء، فالعلاقة بين المصرف الإسلامي وأصحاب الودائع ليست علاقة قائمة على أساس دائن ومدين، بل هي علاقة مشاركة ومتاجرة، تأخذ شكل المضاربة والمراحة وغير ذلك من العقود الأخرى؛
- لا بد من وجود هيئة الرقابة الشرعية في كل مصرف إسلامي، تتكون من عدد من علماء الفقه والشريعة والقانون، تعينها الجمعية العمومية للمساهمين، وتتمثل مهمة الهيئة بالقيام بالرقابة الشرعية على أعمال المصرف وعقوده، لضمان توافيقها مع أحكام الشريعة الإسلامية. وقد أكدت ذلك القوانين المتعلقة بالمصارف الإسلامية كافة؛
- يحتل الاستثمار في المصارف الإسلامية حيزاً كبيراً في معاملاتها، في حين تولي المصارف التقليدية الإقراض بفائدة حيزاً كبيراً، بل إنها لا تقوم بالاستثمار إلا في نطاق ضيق.
- إن المصرف الإسلامي مصرف متعدد الوظائف، في حين تصنف المصارف التقليدية إلى: مصارف تجارية، ومصارف تنمية أو استثمار، ومصارف أعمال كما يقوم المصرف الإسلامي بفتح الحسابات الجارية، وقبول الإيداعات، وتمويل القطاع التجاري والصناعي والزراعي والعقاري، ويسهم في رأسمال الشركات، أي إنه يمارس أنشطة تدخل في وظائف المصارف التقليدية جميعاً، عدا ما هو مخالف للشريعة الإسلامية؛
- تنص القوانين المتعلقة بالمصارف التقليدية على عدم جواز تملك المصرف التقليدي العقارات، ماعدا ما هو ضروري لأعماله أو توفير السكن والترفيه للعاملين فيه، في حين تسمح قوانين إنشاء المصارف الإسلامية بتملك المصرف الإسلامي للعقارات، لأنه قد يلجأ إلى الإيجار المنتهي بالتمليك في مجال العقارات، وإلى المزارعة في المجال الزراعي؛

¹ منى لطفى بيطار، منى خالد فرحات، آلية التمويل العقاري في المصارف الإسلامية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة دمشق - سورية - ، المجلد 25 العدد 02، سنة 2009، ص (12-13).

- المصارف الإسلامية مزيج من المؤسسات التقليدية المعروفة عالمياً، فهي إلى حد ما شبيهة بمصارف المدخرات التعاونية وبمجموعات المدخرات والقروض، وبشركات التمويل، لأنها تقدم تمويلاً عالي المخاطرة، وربما شبيهة بصناديق الاستثمار؛
- يلتزم المصرف الإسلامي بقاعدتين أساسيتين في استثمار وتشغيل ما لديه من أموال المسلمين، باختياره أرشد الطرائق المؤدية إلى تعظيم العائد الاجتماعي وأفضلها، وهاتان القاعدتان هما: قاعدة الغنم بالغرم، وقاعدة الخراج بالضمان، وتعد هاتان القاعدتان من أهم العوامل التي تؤثر في عملية توزيع نتائج أو عوائد الأعمال المصرفية لعميل معين، أو أتعاب، أو عمولة، أو مصاريف نظير خدمة معينة لأحد العملاء؛

ويمكن اختصار المميزات التي تتميز بها المصارف الإسلامية عن غيرها من المصارف في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-2): الصفات المميزة للمصارف الإسلامية



المصدر: السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية (أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، صناديق الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص (283-290).

المطلب السادس: المصارف الإسلامية ودورها في تعزيز القطاع المصرفي

للمصارف الإسلامية صفات وخصائص تميزها عن غيرها من المصارف والمؤسسات المالية جعلتها تحقق إضافات حقيقية للقطاع المصرفي في العديد من المجالات، والجدول الموالي يلخص لنا ذلك:

الجدول رقم (1-3): المصارف الإسلامية ودورها في تعزيز القطاع المصرفي

المجال	دور المصارف الإسلامية
الادخار والاستثمار وتنوع الخدمات والمنتجات	نجحت المصارف الإسلامية في جذب عدد ضخم من المدخرات بما في ذلك أصحاب المدخرات الصغيرة والمتوسطة كما وجهت هذه الأموال إلى قنوات التوظيف الفاعلة مما عزز دور القطاع المصرفي بشكل عام، كما أن في تقديمها للعديد من الأدوات والصيغ التمويلية وأساليب الاستثمار تنوع للخدمات والمنتجات التي أصبحت جزءا هاما من الكيان المصرفي العالمي ومكملا للأدوات التقليدية المتعارف عليها.
في المجال الاجتماعي	المصارف الإسلامية بحكم الصفة العقيدية هي مصارف اجتماعية تحقق التكافل الاجتماعي ليس من حيث جمع الزكاة وإنفاقها في جوانبها الشرعية ولكن أيضا في كيفية توزيع العائد، بالإضافة إلى القرض الحسن، والعديد من أنظمة التكافل الاجتماعي والإنساني، وكما وألقت بثقلها في تمويل ودعم المشروعات الصناعية والحرفية وخلقت فرص عمل كثيرة، مساعدة الباحثين وتدريبهم في مجال الاقتصاد الإسلامي، إنشاء مدارس تكوينية وعقد مؤتمرات علمية والمشاركة فيها، إصدار المجالات العلمية المتخصصة في الاقتصاد الإسلامي،... وغيرها.
في مجال العلاقات مع الصناعة المصرفية التقليدية	ساهمت المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية على فتح قنوات اتصال جيدة وخلقت أسس قوية للتعاون مع المصارف التقليدية (التجارية) مما عزز من القطاع المصرفي بشكل عام، حيث تم إنشاء ما يسمى بالنوافذ الإسلامية التي لها صور عديدة مثل تقديم التمويل المشترك، إصدار التعهدات المصرفية، إنشاء الصناديق الاستثمارية الإسلامية، فتح الاعتمادات المستندية وغيرها، فتجربة المصارف الإسلامية هي مساهمة من المسلمين في تقديم منتج حضاري قابل للتطبيق والاستمرارية.
في مجال دعم برامج الإصلاح الاقتصادي والخصخصة بالدول التي تعمل بها	حيث أدت المصارف الإسلامية دورا هاما في دخولها سوق الاستثمارات من خلال برامج الخصخصة لشراء حصص من الشركات التي تتحول من ملكية القطاع العام إلى ملكية القطاع الخاص، كما ولها دور كبير في التمويل من خلال تقديم الاستشارات والتحليل وكذا خلق منافذ تحول لتسهيل عملية التمويل.
في مجال إعادة تدوير الرساميل المتاحة لصالح الأسواق العربية	عززت المصارف الإسلامية من المشاركة في دعم ونقل وتدوير الرساميل المتاحة بين الأسواق العربية فمثلا بشرائها لبعض الأصول في الأسواق المالية العربية تكون قد ساهمت في زيارة التجارة البينية وإعادة تدوير الرساميل.
في مجال تطوير العمل المصرفي الإسلامي	تجاوزت الصيرفة الإسلامية الدور التقليدي لها لتغطي حاليا مجموعة متعددة من أساليب التمويل والتأمين للمشروعات والاستثمار المباشر في المشروعات الخاصة وإدارة المحافظ المالية فضلا عن تأسيس الشركات وصناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية... وغيرها، من الأساليب والأدوات التي أكسبتها حصة في السوق المصرفية المحلية والعالمية إضافة إلى السمعة الطيبة كما

<p>وساعدتها على الانتشار والتفرع حتى أضحت تغطي تقريبا معظم أنحاء العالم، كما تسعى أيضا إلى إنشاء فروع إسلامية لها في كبرى المؤسسات المصرفية العالمية وذلك دون الحاجة إلى تغيير هيكلها الإداري مثل: مجموعة سيتي بنك (Citibank) وبنك (HSBC) حيث سارعوا بفتح فروع للمعاملات الإسلامية في محاولة جادة لجذب أموال الزبائن من المسلمين ولتلبية رغبات المستثمرين الذين يرغبون باستثمار أموالهم بطريقة مشروعة.</p>	
<p>تعتبر الصفة التنموية من أهم الخصائص المميزة للمصارف الإسلامية عن غيرها من المصارف بحيث أن الدور الاستثماري التنموي للبنوك الإسلامية يشمل التعرف على فرص الاستثمار وتعريف المستثمرين بها واتخاذ كل ما من شأنه دراسة هذه الفرص ويتم اختيار المشروعات للدراسة بناء على عدة معايير: فقد يكون مبنيا على دراسات قطاعية للمجالات التي يريد البنك الدخول فيها ابتداءً أو على برامج تنمية كلية أو على دراسات السوق أو على الاستجابة للحاجات الإنسانية... إلخ ومن ثم المساهمة بتقديم رأس المال المبدئي اللازم لبدء المشروع والذي يتحمل الغير مسؤولية بالكامل، أو بتأسيس مشروعات بالاشتراك مع الغير أو تأسيس المشروعات بملكية تامة على أمل بيع الأسهم فيما بعد، أو تمويل التوسع في مشروعات قائمة سواء كانت هذه المشروعات تابعة للبنك كلياً أو جزئياً أو كانت مملوكة للغير تماماً.</p>	<p>في مجال التنمية الاقتصادية</p>
<p>نظرا للتطور السريع في البيئة المصرفية العالمية كان لزاما على المصارف الإسلامية مواكبة هذه التطورات والتغيرات حيث قامت بابتكار صيغ وآليات مالية جديدة ساهمت بها في إيجاد حلول لمشاكل التمويل التي تواجهها وهذا ما يصطلح عليه بالهندسة المالية الإسلامية التي تمثل "مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار توجيهات الشرع الإسلامي" فظهور الهندسة المالية أعطى وسوف يعطي مجالات ابتكار متعددة ومتطورة في المستقبل القريب والبعيد وفي ذلك تعزيز من قوة القطاع المصرفي بشكل عام.</p>	<p>في مجال الابتكار</p>
<p>أثبتت تجربة المصارف الإسلامية أنها كانت إضافة جديدة للقطاع المصرفي حيث شكلت زيارة بالقوة المالية لهذا القطاع فلم تعد مشاركة المصارف الإسلامية في القطاع المصرفي قاصرة على منتجات التجزئة بل تعدتها إلى منتجات التمويل المركبة وعمليات التمويل الكبيرة والإجارة وصناديق الاستثمار المشترك.</p>	<p>زيادة القوة المالية للقطاع المصرفي ككل</p>

المصادر: تم الاعتماد على المراجع التالية:

- محمد الكايد أحمد، الإدارة المالية الدولية والعالمية (التحليل المالي والاقتصادي)، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص (246-250).
- عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، الإدارة الحديثة في البنوك التجارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004/2003م، ص 48.
- محمد كريم قروف، "الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية-الجزائر-، يومي 23-24 فيفري 2011، ص 11.
- جميل أحمد، الدور التنموي للبنوك الإسلامية دراسة نظرية تطبيقية (1980م-2000م)، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية فرع التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير بالخروبة، جامعة الجزائر، 2006/2005م، ص(189-190)

نستنتج مما سبق أن المصارف الإسلامية أصبح لها كيان مستقل له سمات وخصائص تختلف في مضمونها عن المؤسسات المالية التقليدية، وقد تعاضم هذا الدور كما وكيفما منذ بداية الألفية الثالثة، ونتيجة لهذا الاختلاف الفكري ظهرت الحاجة لأن يكون للصناعة المصرفية الإسلامية مؤسسات تختص بوضع المعايير والضوابط الشرعية لعملها ولعمل المؤسسات المالية الإسلامية عموماً حتى تنظم نشاطها وتكون بمثابة بنية تحتية لها، هذا ما سنوضحه في المبحث الموالي.

المبحث الثاني: المؤسسات والهيئات الشرعية الداعمة للصناعة المصرفية الإسلامية

بالنظر إلى الاهتمام المتزايد من قبل الحكومات والمؤسسات الدولية بما يسمى بحوكمة الشركات* نجد أن المصارف الإسلامية في أمس الحاجة إلى تطبيق معايير ومبادئ الحوكمة أكثر من غيرها من البنوك والشركات التقليدية، لكونها اقترن اسمها بكلمة الإسلامية وهذه الكلمة قد رتبت عليها تبعات التقيد بالمعايير والضوابط الشرعية، وضرورة أن يتطابق وصفها بالإسلامية مع حقيقة عملها، وأن تبين للناس وتلزم نفسها بالضوابط الشرعية التي تصدرها الهيئات الشرعية بما¹، من هنا تأتي الحاجة إلى ضرورة وجود مؤسسات متخصصة تدعم هذه المصارف في أداء رسالتها وتضع لها المعايير وتبين لها كيفية تطبيقها وتساعدتها في كيفية التحقق من التطبيق وفي كل ذلك إرساء لمبادئ ومتطلبات الحوكمة، ومن أهم وأبرز هذه المؤسسات نجد: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية والمجلس العام للبنوك الإسلامية والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف الائتماني والمجلس العام للخدمات المالية الإسلامية... وغيرها، وعليه فمن خلال هذا المبحث سنتطرق إلى أهم الجهود المؤسسية لدعم الصناعة المصرفية الإسلامية.

المطلب الأول: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية (AAOIFI)

سنقوم بتقديم نظرة موجزة على هذه الهيئة من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: التعريف والإطار التأسيسي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية

هي إحدى أبرز المنظمات الدولية غير الربحية الداعمة للمؤسسات المالية الإسلامية، حيث تم إنشاؤها بموجب اتفاقية التأسيس الموقعة من عدد من المؤسسات المالية الإسلامية بتاريخ 1 صفر 1410 هـ الموافق لـ: 26 فبراير 1990 م في الجزائر وقد

* **الحوكمة:** أو ما يصطلح عليها أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة هي مجموعة قواعد وإجراءات تهدف لضمان السير الحسن للمنشأة وتوجيه المديرين ليكونوا أكفاء وعلى دراية بكل القواعد القانونية والوظيفية، كما تشمل مقومات تقوية المؤسسة على المدى البعيد وتحديد المسؤول والمسؤولية. **المرجع:** الشيخ علاء الدين زعتري، "الحوكمة الشرعية في المصارف الإسلامية العاملة في سورية"، ورقة مقدمة للمؤتمر الدولي الأول حول: مستجدات العمل المصرفي الإسلامي والتقليدي: الواقع والمشكلات والآفاق المستقبلية، يومي 14-16 أيار (مايو) 2012 م، عمان-الأردن-ص2.

¹ دار المراجعة الشرعية، "الحوكمة في المؤسسات المالية والمصرفية العاملة وفق الشريعة الإسلامية"، ورقة مقدمة لمؤتمر حوكمة الشركات المالية والمصرفية (البنوك، شركات التأمين، شركات الوساطة)، يومي 17-18 إبريل 2007 م، مركز القانون السعودي للتدريب بالتعاون مع هيئة السوق المالية، مدينة الرياض-المملكة العربية السعودية، ص9.

تم تسجيل الهيئة في 11 رمضان 1411 هـ الموافق لـ 27 مارس 1991م في دولة البحرين بصفتها هيئة عالمية ذات شخصية معنوية مستقلة لا تسعى إلى الربح بل تسعى إلى تحقيق المعيرة والتجانس بين الممارسات المالية الإسلامية الدولية والتقارير المالية للمؤسسات المالية للمؤسسات المالية بالتوافق مع أحكام الشريعة ومبادئها¹، كما لها منجزات مهنية بالغة الأثر على رأسها إصدار أكثر من 90 معيارا في مجالات المحاسبة والمراجعة وأخلاقيات العمل والحوكمة بالإضافة إلى المعايير الشرعية التي اعتمدها البنوك المركزية والسلطات المالية في مجموعة من الدول باعتبارها إلزامية أو إرشادية، كما تحضى الهيئة بدعم عدد من الأعضاء من بينهم مصارف مركزية وسلطات رقابية ومؤسسات مالية وشركات محاسبة وتدقيق ومكاتب قانونية من أكثر من 45 دولة².

الفرع الثاني: دور و أهداف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية

لم يقتصر دور هذه الهيئة على إصدار المعايير فقط بل امتد هذا الدور إلى قيامها بإعداد محاسبين قانونيين متخصصين في العمل المصرفي الإسلامي ممن يحملون شهادة محاسب قانوني إسلامي، إضافة إلى توفير برامج تأهيلية، ومن الجدير بالذكر أن المعايير التي تصدرها الهيئة تعتبر غير ملزمة وتستخدمها المصارف الإسلامية بمثابة إرشادات العمل، وبالتالي أدى ذلك إلى وجود تباين في المعالجات المحاسبية بين الدول بعضها البعض وتباين أيضا في الإفصاح والشفافية في البيانات والمعلومات المالية التي تصدرها المصارف الإسلامية في قوائمها المالية، وبالتالي سيكون لوضع معايير محاسبة ومراجعة واحدة تتصف بالإلزام دور هام في تطوير العمل المصرفي الإسلامي³، ولكن للأسف لا تزال بعض الدول التي فيها مصارف إسلامية لا تشمل على نصوص تنظم عمل هذه المصارف كما ولا تزال تطبق عليها قوانين البنوك التقليدية مع أن وجود المعايير الشرعية المحاسبية الصادرة عن (AAOIFI) كقنبلة بملء الفراغ والحفاظ على الانضباط الذي تهدف إليه تعليمات الجهات الرقابية وهي تحقق الوحدة المنشودة في التعامل البيئي بين البلاد العربية والإسلامية⁴.

وتهدف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في إطار أحكام الشريعة الإسلامية وقواعدها إلى⁵:

¹ www.aaofii.com [consulter le 15/07/2016]

² <http://aaofii.com/about-aaofii/> [consulter le 16/07/2016]

³ بن ثابت علال، عبيدي نعيمة، "الحوكمة في المصارف الإسلامية"، ورقة مقدمة لليوم الدراسي حول: التمويل الإسلامي واقع وتحديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تليجي بالأغواط-الجزائر-، يوم 2010/12/09، ص 16.

⁴ عبد الستار أبو غدة، "خصوصية ومتطلبات رقابة المصرف المركزي على المؤسسات المالية والإسلامية"، ورقة مقدمة للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، يومي 18-19 ماي 2009، ص 3.

⁵ تم الاعتماد على: - www.aaofii.com [consulter le 15/07/2016]

- عبد الله براهيمجي، "الفاعلون في دائرة التمويل الإسلامي"، ورقة مقدمة لليوم الدراسي حول: التمويل الإسلامي واقع وتحديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تليجي بالأغواط-الجزائر-، يوم 03 محرم 1432 هـ الموافق لـ 2010/12/09، ص 8.

- نشر وتطوير فكر المحاسبة والمراجعة والحوكمة والأخلاقيات ذات العلاقة بأنشطة المؤسسات المالية الإسلامية مع الأخذ بعين الاعتبار المعايير والممارسات الدولية بما يتفق وأحكام الشريعة عن طريق التدريب وإصدار النشرات الدورية وإعداد الأبحاث والتقارير وغير ذلك من الوسائل؛

- تنمية ثقة مستخدمي القوائم المالية بمعلومات التي تصدر عنها وتشجيعهم؛

- مراجعة وتعديل معايير المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية لتواكب التطوير في أنشطة المؤسسات المالية الإسلامية والتطور في فكر وتطبيقات المحاسبة والمراجعة؛

- إعداد وإصدار ومراجعة وتعديل البيانات والإرشادات الخاصة بأنشطة المؤسسات المالية الإسلامية فيما يتعلق بالممارسات المصرفية والاستثمارية وأعمال التأمين؛

- السعي لاستخدام وتطبيق معايير المحاسبة والمراجعة والبيانات والإرشادات المتعلقة بالممارسات المصرفية والاستثمارية وأعمال التأمين التي تصدرها الهيئة من قبل الجهات الرقابية ذات الصلة والمؤسسات المالية الإسلامية وغيرها ممن يباشر نشاطا ماليا إسلاميا ومكاتب المحاسبة والمراجعة؛

- تحقيق التوافق أو التقارب في التصورات والتطبيقات بين هيئات الرقابة الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية لتجنب التضارب أو عدم الانسجام بين الفتاوى والتطبيقات لتلك المؤسسات.

وللإطلاع أكثر على هذه الهيئة هناك موقع رسمي إلكتروني يسمح بالتعرف عن كتب عليها هو: (www.aaofii.com).

المطلب الثاني: المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية (CIBAFI)

سنقوم بتقديم نظرة موجزة على هذا المجلس من خلال الفروع التالية:

الفرع الأول: تعريف المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية

يُعتبر المجلس منظمة دولية مستقلة غير ربحية، تأسست عام 2001م ومقرها الرئيسي في مملكة البحرين، ويمثل المجلس العام المظلة الرسمية للصناعة المالية الإسلامية على مستوى العالم، ويضم المجلس العام في عضويته حوالي 120 مؤسسة مالية موزعة على 32 دولة تضم أهم الفاعلين في السوق المالية الإسلامية ومؤسسات دولية متعددة الأطراف وكذا جمعيات مهنية في الصناعة¹.

¹ <http://www.cibafi.org> [consulter le 20/08/2016]

الفرع الثاني: دور وأهداف المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية

يهدف المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في الأساس إلى¹:

- دعم وتطوير صناعة الخدمات المالية الإسلامية وحمايتها من خلال تمثيلها والدفاع عنها فيما يخص السياسات الرقابية والمالية والاقتصادية التي تصب في المصلحة العامة لأعضاء المجلس العام وكذا نشر المفاهيم والقواعد والأحكام المتعلقة بهذه الصناعة؛

- دعم التعاون بين أعضاء المجلس العام والمؤسسات المالية الأخرى ذات الاهتمام والأهداف المشتركة؛

- العمل على توفير المعلومات المتعلقة بالبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية والهيئات الإسلامية ذات الصلة؛

كما أنه تتركز نشاطات المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية حول أربع محاور أساسية وهي: الإعلام والتوعية،

المعلومات والبحوث، السياسات والتخطيط الاستراتيجي و أخيرا المنتجات المالية الإسلامية.

ولمعلومات أكثر يمكن زيارة الموقع الرسمي للمجلس العام (www.cibafi.org)

المطلب الثالث: مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB)

الفرع الأول: تعريف مجلس الخدمات المالية الإسلامية

يعتبر مجلس الخدمات المالية الإسلامية الذي مقره بماليزيا هيئة دولية مقرها كوالالمبور، افتتحت رسميا في 2002م وبدأت

عملها في 2003/03/10م، ويعمل مجلس الخدمات المالية الإسلامية بوصفه منظمة دولية في وضع المعايير الخاصة بعمل

الهيئات الرقابية والإشرافية التي لها مصلحة مباشرة في ضمان متانة واستقرار صناعة الخدمات المالية الإسلامية والتي تضم

بصفة عامة قطاعات الصيرفة وأسواق رأس المال، التأمين التكافلي، كما وبلغ عدد أعضاء مجلس الخدمات المالية الإسلامية أكثر

من 180 عضوا من 57 دولة².

الفرع الثاني: أهداف مجلس الخدمات المالية الإسلامية

يمكن تلخيص أهم الأهداف التي يقوم بها مجلس الخدمات المالية الإسلامية في³:

¹ تم الاعتماد على: - www.aaofii.com [consulter le 15/07/2016]

- عبد الله براهمي، مرجع سابق، ص 6.

² http://www.ifsb.org/ar_background.php [consulter le 17/07/2016]

³ http://www.ifsb.org/ar_objective.php [consulter le 17/07/2016]

- العمل على تطوير صناعة خدمات مالية إسلامية على نحو قوي وشفاف من خلال تقديم معايير جديدة أو ملائمة لمعايير دولية قائمة متنسقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية؛
- إعداد الأبحاث ونشرات الدراسات والاستطلاعات عن صناعة الخدمات المالية الإسلامية؛
- تأسيس قاعدة بيانات للمصارف الإسلامية والمؤسسات المالية الإسلامية من وقت لآخر؛
- تحسين وتنسيق المبادرات الرامية إلى تطوير الآليات والاجراءات التي تساعد على القيام بالعمليات خاصة إدارة المخاطر؛
- التواصل والتعاون مع المنظمات الدولية المختلفة التي تضع حاليا معايير لاستقرار وتقوية الأنظمة النقدية والمالية الدولية فضلا عن التعاون والتواصل مع منظمات الدول الأعضاء؛
- العمل على تدريب وتنمية مهارة الموارد البشرية فيما يتعلق بالرقابة الفعالة لصناعة الخدمات المالية الإسلامية؛
- وأي أهداف أخرى قد تقرها الجمعية العمومية لمجلس الخدمات المالية الإسلامية من وقت لآخر. ولمعلومات إضافية حول مجلس الخدمات المالية الإسلامية يمكن زيارة الموقع الخاص به (www.ifsb.org)

المطلب الرابع: مركز إدارة السيولة المالية والوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف

الفرع الأول: مركز إدارة السيولة المالية (LMC)

مركز إدارة السيولة هو شركة مساهمة بحرينية تأسست في 2006م، وحصلت على ترخيص كمصرف استثمار إسلامي وينظمه مصرف البحرين المركزي، ويهدف المركز إلى توفير حلول التمويل الإسلامي والاستثمار الأمثل التي تسهم في نمو سوق رأس المال الإسلامي، وكذا تمكين المؤسسات المالية الإسلامية من إدارة سيولتها من خلال الاستثمارات السائلة القصيرة والمتوسطة الأجل التي تتم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، كما يهدف أيضا إلى تسهيل استثمار الأموال الفائضة لدى البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في أدوات ذات جودة عالية قصيرة ومتوسطة الأجل مهيأة وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية¹. كما يؤدي مركز إدارة السيولة دورا رئيسيا في إنشاء سوق إسلامي مشترك ونشط بين البنوك هذا ما قد يساعد المؤسسات المالية الإسلامية في إدارة سيولتها القصيرة الأجل، وبالتالي فعمق هذه السوق بين المصارف ستزيد من سرعة عملية تطوير القطاع المصرفي الإسلامي، كما يوفر مركز إدارة السيولة المالية الخدمات الاستشارية الإسلامية في مجالات التمويل المنظم وتمويل المشاريع وتمويل الشركات على

¹ <http://www.lmc Bahrain.com/about-corporate-profile.aspx> [consulter le 19/07/2016]

سبيل المثال. ولقد أطلق مركز إدارة السيولة المالية في البحرين في سنة 2005م موقعه على شبكة الإنترنت (www.lmcbahrain.com)

الفرع الثاني: الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف (IIRA)

الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف ومقرها البحرين، وكالة تصنيف إقليمية بدأت عملياتها في عام 2005م، والوكالة تتمتع باستقلالية وشفافية تامتين وتتبع منهجية متسقة، وعملية تحليل دقيقة تتماشى مع أفضل الممارسات المعمول بها دولياً. وتحظى الوكالة باعتراف رسمي من قبل مصرف البحرين المركزي كجهة خارجية للتقييم الائتماني، وهي مدرجة أيضاً ضمن قائمة وكالات التصنيف المعتمدة من قبل البنك الإسلامي بجدّة. منذ نشأتها قامت الوكالة بتوسيع قاعدة عملائها وقدرتها التنظيمية للقيام بمهام التصنيف، وفي الوقت الراهن فإن الوكالة لديها عملاء من العديد من البلدان بما فيها البحرين، الإمارات، الكويت، تركيا، الأردن، باكستان واندونيسيا¹.

أنشئت الوكالة للقيام بأعمال البحوث والتحليل والتقييم المتعلقة بالأسهم والأوراق المالية والصكوك للسلطات الحكومية أو نيابة عنها أو للشركات المسجلة في البحرين أو خارجها لإتاحة استخدامها من قبل أي شخص أو كيان بما في ذلك المستثمرين وشركات التأمين والوكالات الحكومية والبنوك والمؤسسات المالية والوكالات الدولية والباحثين وغيرهم. لذلك تهدف الوكالة إلى²:

- تصنيف الكيانات العامة والخاصة؛

- إجراء تقييم مستقل وإبداء الرأي عن خسائر الكيان المصنف المحتملة مستقبلاً؛

- إجراء تقييم مستقل عن مدى اتفاق الكيان أو الأداة المالية مع مبادئ الشريعة الإسلامية؛

- بث البيانات والمعلومات التي تساعد على تطوير سوق رأس المال الإسلامية؛

- أن تكون أداة فاعلة لإدخال معايير تحقق المزيد من الإفصاح والشفافية؛

- المساهمة في تعزيز سوق رأس المال الإسلامية الدولية والأدوات المالية الإسلامية؛

- تعزيز البنية الأساسية للسوق المالية الإسلامية بما يضمن القوة والشفافية على أعمال المؤسسات المالية الإسلامية وتمكينها

من تقدير حجم المخاطر التي تواجهها؛

¹ سليمان ناصر، جوانب القوة والضعف للبنوك الإسلامية وأثر ذلك على مواجهة الأزمات ورقة مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية - النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً -، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة-الجزائر-، يومي 5-6 ماي 2009، ص 15.

² سامر مظهر قنطقجي، مقالة بعنوان: "مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية"، 2006م، ص (38-39)، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية على الرابط

[consulter le 14/02/2016] www.kantakji.org

- تطوير النشاط المصرفي الإسلامي وجعل منتجاته مقبولة أكثر على الصعيد العالمي من خلال مساعدة المؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية على تنمية أعمالها وطرح أوراقها في السوق الدولية، بعد أن تتمكن من الحصول على تصنيف دولي من قبل هذه الوكالة، خصوصاً مع المؤسسات المالية والمصرفية الأجنبية.

تضم السوق المالية الإسلامية الدولية المساهمين التاليين¹:

1/ المؤسسات المالية المتعددة الأطراف: وتضم البنك الإسلامي للتنمية (IDB) في المملكة العربية السعودية

والمؤسسة الإسلامية لتنمية القطاع الخاص بالمملكة العربية السعودية.

2/ وكالات التصنيف: نذكر على سبيل المثال: (MARC) Malaisie Note Corporation Berhad - شركة

التقييم الماليزية برهاد-.

3/ البنوك وشركات التأمين وغيرها: نذكر منها بنك البحرين الإسلامي، بنك دبي الإسلامي، مصرف أبو ضبي

الإسلامي، البنك الإسلامي الأردني، البنك الإسلامي العربي بفلسطين، الشركة الدولية للتأجير والاستثمار،... وغيرها

ومعلومات إضافية حول الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف هناك موقع رسمي لهذه الأخيرة يتضمن كل المعلومات الخاصة

بالوكالة (www.iirating.com)

المطلب الخامس: السوق المالية الإسلامية الدولية والمؤسسات والهيئات الأخرى الداعمة

الفرع الأول: السوق المالية الإسلامية الدولية (IIFM)

السوق المالية الإسلامية الدولية هي هيئة غير ربحية للتوحيد القياسي العالمي لقطاع سوق رأس المال الإسلامي في الصناعة

المالية الإسلامية ومحايدة، تركيزها الأساسي يكمن في توحيد الوثائق المالية الإسلامية والمنتجات والعمليات ذات الصلة، تأسست

السوق المالية الإسلامية الدولية بفضل الجهود الجماعية لمصرف البحرين المركزي، بنك اندونيسيا، وبنك نيغارا ماليزيا، البنك المركزي

السوداني، لابوان للخدمات المالية بماليزيا والبنك الإسلامي للتنمية، إلى جانب الأعضاء المؤسسين، ويؤيد السوق المالية الإسلامية

الدولية من قبل عدد من المنظمات الإقليمية والدولية والمؤسسات المالية مثل: مركز دبي المالي، بنك الاستثمار الأوروبي، بيت

¹<http://iirating.com/shareholder.aspx> [consulter le 20/07/2016].

التمويل الكويتي..... فضلا عن المشاركين الآخرين في السوق وأعضائها¹، لذلك فقد تأسست السوق المالية الإسلامية الدولية بموجب المرسوم الملكي رقم (23) بتاريخ 2002م ومقرها السعودية.

والسوق المالية الإسلامية الدولية جاءت لتحقيق جملة من الأهداف يمكن ذكر أهمها فيما يلي²:

- تأسيس وتطوير وتنظيم سوق مالية دولية موحدة تركز على أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية؛
- إنشاء بيئة العمل التي ستشجع كلا من المؤسسات الإسلامية وغير الإسلامية لتشارك بفاعلية في السوق الثانوية؛
- تحسين إطار العمل التعاوني بين المؤسسات المالية الإسلامية عالميا؛
- تنسيق وتحسين السوق بتحديد الخطوط العامة لمصدري القرار، وتسويق المنتجات والأدوات المالية الإسلامية؛
- السعي لإنشاء البيئة التي ستشجع كلا من المؤسسات المالية الإسلامية وغير الإسلامية لتشارك بفاعلية في السوق؛
- العمل على تحسين إطار العمل التعاوني بين البلدان الإسلامية ومؤسساتها المالية؛
- زيادة الوعي بالصناعة المالية الإسلامية من خلال تنظيم الندوات وورشات العمل المتخصصة وكذلك نشر تقارير البحوث؛

ويمكن زيارة الموقع الرسمي للسوق المالية الإسلامية الدولية للحصول على كم أوفر من المعلومات (www.iifm.net)

الفرع الثاني: الهيئات والمؤسسات الأخرى الداعمة

نظرا لتعاظم دور المؤسسات المالية الإسلامية على الساحة الدولية وعدم قدرة القوانين الوضعية على استيعاب بعض خصائص الاقتصاد الإسلامي وكذلك نظرا إلى الحاجة إلى فض النزاعات الخاصة بالمعاملات التجارية من خلال الآليات التي تعتمد على مبادئ الشريعة الإسلامية خصوصا في السنوات الأخيرة ظهرت الحاجة إلى المزيد من الهيئات والمؤسسات الشرعية الداعمة للصناعة المصرفية الإسلامية ومن أمثلة هذه المؤسسات والهيئات نذكر:

أولا: المركز الإسلامي الدولي للمصالحة والتحكيم (IICRA)

يمثل المركز الإسلامي الدولي للمصالحة والتحكيم لبنة أساسية في البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية باعتباره مؤسسة دولية مستقلة متخصصة غير ربحية متخصصة في فض كافة النزاعات المالية أو التجارية التي تنشأ بين المؤسسات المالية أو التجارية

¹http://www.iifm.net/about_iifm/corporate-profile [consulter le 20/07/2016].

² تم الاعتماد على: - http://www.iifm.net/about_iifm/corporate-profile [consulter le 22/07/2016]

- سامر مظهر قنطجحي، مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص (34-35)

والتي تختار تطبيق الشريعة الإسلامية في فض نزاعاتها، ولقد تم تأسيس المركز الإسلامي الدولي للمصالحة والتحكيم سنة 2005م لكنه بدأ نشاطه الفعلي في بداية سنة 2007م ومقره دولة الإمارات العربية المتحدة، ولقد تأسس هذا المركز نتيجة للدراسة التي قام مكتب (أرنست أند يونغ) لوجود فراغ مؤسسي في مجال التحكيم وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.

وبالتالي يهدف المركز بالأساس إلى تلبية حاجة الصناعة المالية الإسلامية لفض نزاعاتها وفق أحكام الشريعة الإسلامية وكذا الاستجابة لخصائص الخدمات المالية الإسلامية من حيث تنوع المنتجات والعقود¹؛

كما يقدم المركز عدة خدمات قانونية وشرعية مساندة الصناعة المالية الإسلامية منها تقديم الاستشارات القانونية، ويتم تفعيل دور المركز بصيغتي الشرط والمشاركة التي يضعها المركز بين أيدي الإدارات القانونية في هذه المؤسسات المالية الإسلامية من أجل إدراجها في العقود التي تبرم أو بوثائق مستقلة، كما يضع المركز على ذمة المحكّمين قائمة من المحكّمين والخبراء الملمين بأحكام الشريعة الإسلامية والقانون المقارن وذوي السمعة الحسنة والنزاهة ويسهم المركز في الرفع من مستوى الثقافة التحكيمية وذلك بالسهر على إعداد الدورات التدريبية والتواصل مع الإدارات القانونية في المؤسسات المالية الإسلامية²، وللمركز موقع رسمي يمكن من خلاله الإطلاع على معلومات أكثر هو (www.iicra.com)

ثانيا: البنك الإسلامي للتنمية (ISDB)

البنك الإسلامي للتنمية هو مؤسسة مالية دولية أنشئت تطبيقا للبيان الصادر عن مؤتمر وزراء مالية الدول الإسلامية الذي عقد بمدينة جدة بالمملكة العربية السعودية في شهر ديسمبر 1973م، وانهقد المؤتمر الافتتاحي لمجلس المحافظين في مدينة الرياض في شهر جوان 1975م وبدأ أنشطته رسميا في 20 أكتوبر 1975م، ويهدف البنك الإسلامي للتنمية إلى دعم التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي لشعوب الدول الأعضاء والمجتمعات الإسلامية في الدول غير الأعضاء، مجتمعة ومنفردة، وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية حيث يتطلع البنك إلى أن يكون بحلول 2020م بنكا إنمائيا عالمي الطراز وإسلامي المبادئ، أما عن عدد الدول الأعضاء في هذا البنك فقد وصل حتى تاريخ 2012م إلى 56 دولة (الإمارات، الجزائر، الكويت، لبنان، موريتانيا، ماليزيا، إيران، البحرين... إلخ)³.

¹ <http://www.iicra.com> [consulter le 22/07/2016].

² عبد الستار الخويلدي، "المركز الإسلامي الدولي للمصالحة والتحكيم بديي رؤية شرعية معاصرة لفض النزاعات في مجال الصناعة المالية الإسلامية"، ورقة مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بديي، 31 ماي-03 جوان 2009م، ص (23-24).

³ <http://www.isdb.org> [consulter le 11/06/2016]

نلاحظ مما سبق استعراضه من أهداف وأدوار للمؤسسات الداعمة للصناعة المصرفية الإسلامية في مجموعها أنها متكاملة وتشكل قوة داعمة حقيقية في دعم وحماية هذه الصناعة في حالة ما أدت دورها بشكل مناسب بما يخدم أهداف هذه الأخيرة، ويرى بعض الباحثين¹ أنه من الضروري أن تركز هذه المؤسسات بشكل أكبر على المشاكل التي تعاني منها الصناعة المصرفية الإسلامية وتساهم في حل الأزمات التي يمكن أن تتعرض لها لتقويتها و رفع درجة منافستها للصناعة المالية التقليدية.

المبحث الثالث: النشاط الاستثماري في المصارف الإسلامية

يمكن تشبيه المصرف الإسلامي برجل الأعمال الذي يقوم باستثمار أموال العملاء بشكل يعود عليه وعلى العملاء بالمنافع والأرباح، متحملين سوية الخسائر والمخاطر وبعيدا عن المتاجرة بالديون؛ وبالتالي فإن أساس عمل المصرف الإسلامي في نظر المؤسسين لفكرة المصرف الإسلامي (من أمثال سامي حسن حمود، محمد باقر الصدر، محمد نجاة الله صديقي...) هو الشركة والمضاربة فهو يأخذ الأموال من الناس على أساس عقد القراض* ثم يقدمها إلى من يعمل فيها على أساس الاشتراك في الربح والخسارة بعقود المضاربة والمشاركة وغيرها، وهذا اتجاه أجمع عليه المؤسسون²، وعليه ومن خلال هذا المبحث سنتطرق أولا إلى مفهوم الاستثمار وضوابطه في الفكر الإسلامي، ثانيا إلى طبيعة أنشطة المصارف الإسلامية، أما ثالثا فنوضح فيه مفهوم الاستثمار في المصارف الإسلامية وأهميته، وكذا أسس وأهداف سياسات التمويل والاستثمار في المصارف الإسلامية، وسنبين أيضا معايير التمويل والاستثمار المنتهجة في المصارف الإسلامية وفي المقابل سنبين سياسة التمويل والاستثمار في المصارف الإسلامية مقارنة بالمصرف التقليدي وأخيرا سنتطرق بشكل مختصر إلى أهمية القرار الاستثماري في المصرف الإسلامي؛

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار وضوابطه في الفكر الإسلامي

من خلال هذا المطلب سنحاول تقديم المفهوم اللغوي والاقتصادي والشرعي للاستثمار وكذا معرفة أنواعه في الاقتصاد الإسلامي وأيضا التعرف على المقاصد الشرعية للاستثمار من خلال الفروع التالية:

¹ منير سلمان الحكيم، زين سالم العطيّات، مقالة بعنوان: "دور مؤسسات البنية التحتية الداعمة للجهاز المصرفي الإسلامي في منع المساهمة بالأزمة والتخفيف من آثارها"، ص35 على الرابط: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/11/45.pdf>

* عقد القراض: عقد شرع لتجارة الإنسان بمال غيره بخصه من الربح فإذا دفع الإنسان إلى غيره مالا ليتجر به وجعلا الربح جميعا للعامل كان المال قرضا وديننا عليه، والربح له والخسارة عليه، وإن جعل الربح بأجمعه للمالك كان بضاعة، وإن جعل الربح بينهما فهو القراض الذي عقد الباب لأجله وسمي المضاربة أيضا (ولإشارة القراض لغة أهل الحجاز والمضاربة لغة أهل العراق) // المرجع: الحسن بن يوسف بن المطهر، تذكرة الفقهاء (العلامة الحلبي) الجزء السابع عشر، مؤسسة آل البيت عليهم السلام لإحياء التراث، 1423هـ (2002م)، ص5.

² محمد علي القري، محاضرة بعنوان "البنك الإسلامي بين فكر المؤسسين والواقع المعاصر"، مجمع الفقه الإسلامي بمكة، منتدى الفكر الإسلامي، 2005، على الرابط <http://www.elgari.com/?p=870>

الفرع الأول: مفهوم الاستثمار لغويا واقتصاديا وشرعيا

فالمعنى اللغوي للاستثمار: يعني طلب الحصول على الثمرة. وثمره الشيء ما تولد عنه، ومن ذلك قولهم ثمر الشجر أي ظهر ثمره، وثمر الشيء معناه نضج وكمل، وثمر ماله أي كثر. ثمَّ الرجل ماله: أحسن القيام عليه ويقال في الدعاء: "ثمرَّ الله ماله؛ أي ثمَّاه"¹، ويسمى القائم بعملية الاستثمار بـ"المستثمر".

أما فقهاء فقد استخدم بعض الفقهاء مصطلح الاستثمار في عباراتهم بالإضافة إلى مصطلحات أخرى تؤدي إلى نفس المعنى الذي يؤديه الاستثمار، و من ذلك مصطلح الاستنماء، ومصطلح التنمية، ومصطلح النماء وذلك عند حديثهم عن سبل تنمية المال وزيادته².

والاستثمار في عالم الاقتصاد والسوق له معاني متباينة تتداخل مع عوامل مركبة أخرى مثل السيولة، حاجات مخاطر السوق، أسعار الفائدة، أسعار العملات... إلخ، فهناك من يعرف الاستثمار على أنه التنازل عن السيولة التي يمتلكها الفرد في لحظة معينة ولفترة معينة من الزمن، قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية³.

أما من الناحية الشرعية فقد تعددت التعاريف والمفاهيم المتعلقة بالاستثمار وهذا سببه تنوع وتعدد المفكرين الاقتصاديين في العالم الإسلامي لكن جميعها يصب في نفس المعنى ألا وهو "الإلتزام بالضوابط الشرعية في العمليات الاستثمارية"، ومن بين هذه التعاريف نذكر تعريف الدكتور قطب مصطفى قطب سانو: "بأن الاستثمار هو توظيف الفرد أو الجماعة ماله الزائد عن حاجته الضرورية بشكل مباشر أو غير مباشر في نشاط اقتصادي لا يتعارض مع مبادئ الشرع ومقاصده العامة، وكذلك بغية الحصول على عائد منه يستعين به ذلك الفرد المستثمر أو الجماعة المستثمرة على القيام بحمة الخلافة لله وعمارة الأرض"⁴، وتعريف أحمد عبد الموجود محمد عبد اللطيف: "الاستثمار هو تشغيل الموارد المتاحة-مادية وبشرية- بغرض النماء لتحقيق منافع مالية واقتصادية واجتماعية وغيرها للفرد والمجتمع ويكون ذلك في ضوء مقاصد ومحددات وأشكال ومعايير الاستثمار في الفكر الإسلامي"⁵.

¹ نزيه حاد، معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء، دار البشير، جدة-المملكة العربية السعودية-، 2008، ص51.

² عادل عبد الفضيل عيد، الاحتياط ضد مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية (دراسة مقارنة)، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2011، ص51.

³ محمد حماد حمزة عبد الكريم، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص(38-39).

⁴ قطب مصطفى سانو، الاستثمار أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص24.

⁵ أحمد عبد الموجود محمد عبد اللطيف، محددات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي دراسة تحليلية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2010، ص84.

يلاحظ من خلال تقديم التعاريف السابقة للاستثمار في الفكر الإسلامي أنه هناك اختلاف جوهري في الإطار المذهبي الذي يحكم العملية الاستثمارية في كل من الفكرين الإسلامي و التقليدي، فالإطار العام لعملية الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي ليس فقط تتمير المال بالعقود الشرعية وحسب ولكن أيضا كافة المعاملات الاقتصادية بالمصلحة العامة وكل ذلك في إطار ماهو مشروع أو محذور¹، على عكس الاستثمار في الاقتصاد التقليدي الذي يضع الربح في مقدمة الأهداف بغض النظر عن الكيفية والأدوات التي تساعد في الوصول إليه، كما أنه فيه سعي لتحقيق للمنفعة الشخصية حتى ولو على حساب المنفعة العامة، وثمة نصوص قرآنية ونبوية دالة على وجوب الاستثمار لا يمكن ذكرها جميعاً لكن نكتفي بذكر أهمها كقول الله تعالى: "يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالِكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا" (سورة النساء، الآية 29)، وقوله أيضا جلّ وعلا: "هُوَ الَّذِي جَعَلَ لَكُمْ الْأَرْضَ ذُلُولًا فَأَمْشُوا فِي مَنَاكِبِهَا وَكُلُوا مِن رِّزْقِهِ وَإِلَيْهِ النُّشُورُ" (سورة الملك الآية 15)، وهنا يتضح لنا حث الله سبحانه وتعالى على ضرورة تمير المال وإتمامه لتجنب ضياع وفقدان المرء لأمواله بالباطل ودون فائدة تذكر.

لو تطرقنا إلى العملية الاستثمارية تاريخياً سوف نجد أن لها أصول من العصر القديم ومن العهد النبوي الشريف وما تبعه من عهود، ففي العصر القديم وقبل الإسلام تحديدا ولعل التجارات الآتية من الشام وإليها أكبر دليل على الاستثمارات الموجودة آن ذاك وقد نلاحظ ذلك في الآية الكريمة حيث قال تعالى: "إِلْيَافِ قُرَيْشٍ، إِيْلَافِهِمْ رِحْلَةَ الشِّتَاءِ وَ الصَّيْفِ" (سورة قريش، الآية 2)، وقد كان الاستثمار في ذلك في ذلك الوقت يتم بطريقتين²:

- الأولى: إعطاء المال مضاربة على حصة من الربح وقد أيدها الإسلام بعد تهذيبها بما يتناسب مع الشريعة الإسلامية؛

- الثانية: الإقراض بالربا، وكانت هذه الطريقة هي الأكثر انتشارا وشيوعا، ولعل المراحل التي مرَّ بها تحريم الربا أكبر دليل على شيوع هذا المرض فيهم.

التمييز بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة: لقد شاع استخدام مصطلح كل من الاستثمار والمضاربة و المقامرة بنفس المعنى، لذلك لابد من التمييز بين هذه المصطلحات لأن لكل منها مفهوم خاص بها، حيث يشترك كل من الاستثمار والمضاربة

¹ نفس المرجع، ص 85.

² حمد بن عبد الرحمن الجنيد، ايهاب حسين أبو دية، الاستثمار والتمويل في الاقتصاد الإسلامي، الجزء الأول، دار جرير للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص (31-32).

والمقامرة في الهدف ألا وهو توظيف المال لتحقيق الأرباح أو العائد، لكنها تختلف في نقاط أخرى يمكن تلخيصها في الجدول

التالي¹:

الجدول رقم (1-4): التمييز بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة

وجه التمييز	الاستثمار	المضاربة	المقامرة
درجة المخاطرة المراد تحملها	درجة المخاطرة قليلة وتكون عادة إلى حد ما في العائد وربما في جزء من رأس المال	تكون درجة المخاطرة عالية وتكون في العائد وإلى حد ما في رأس المال	تكون درجة المخاطرة عالية جدا وتكون المخاطرة في العائد وفي رأس المال معاً
الحافز من وراء توظيف المال	لتحقيق الربح أو تفادي الخسارة	المضارب يقدم على المتاجرة تحت افتراض تقدير الأرباح المتوقعة وما يحكم قراره هو المعلومات التي لا يتوقع أن غيره يعرفها	يسعى إلى تحقيق الربح بدون الاستناد إلى حافز حقيقي من معلومات أو خلافه
اتخاذ القرارات في الأسواق المالية	تبنى عادة على مؤشر العائد	تبنى على مؤشر التداول	ليس لها استراتيجية محددة وتتخذ بدون أية دراسة وغالبا ما تكون قرارات المقامر عبارة عن ضربة حظ

المصدر: طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، دار البداية ناشرون وموزعون، الأردن، 2009، ص (22-23).

الفرع الثاني: أنواع الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي

يمكن تصنيف الاستثمارات وفق الاقتصاد الإسلامي إلى²:

- **توظيف العمل مع العمل:** ويتمثل هذا النوع من الاستثمار في تنمية الثروة من خلال عقود شركات الأبدان.

- **توظيف المال مع المال:** ويتمثل هذا النوع من الاستثمار في شركات الأموال المعروفة في الفقه الإسلامي، مثل

شركات العنان.

- **توظيف المال مع العمل:** ويتمثل في شركة المضاربة.

- **توظيف وسائل الإنتاج مع المال:** ويتمثل في الشركات التي أحد طرفيها مال والثاني في وسائل إنتاج، مثل المزارعة.

¹ طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، دار البداية ناشرون وموزعون، الأردن، 2009، ص (22-23).

² عبد القادر بن عزوز، فقه استثمار الوقف وتمويله في الإسلام (دراسة تطبيقية عن الوقف الجزائري)، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإسلامية تخصص فقه وأصوله، قسم الشريعة، كلية العلوم الإسلامية، جامعة الجزائر، 2003-2004م، ص 79.

الفرع الثالث: المقاصد الشرعية للاستثمار

نعني بالمقاصد: غايات الشارع وأهدافه العليا التي يرمي إليها و يقصد إلى تحقيقها من وراء التشريعات¹، حيث يختص المستثمر المسلم بمجملة من المقاصد أو الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها والتي تميزه عن غيره من المستثمرين والتي قد تتفق في نقاط معينة وتختلف في كثير من النقاط الأخرى، حيث يسعى إلى تحقيقها وهذا طبعاً في إطار ما تقره أو تجيزه الشريعة الإسلامية بما يحقق المصلحة العامة والخاصة معاً، وبالتالي فالاستثمار يعتبر وسيلة من وسائل تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية (حفظ النفس، العقل، العرض الدين و المال) ويمكن الوقوف على أهم المقاصد الأساسية للاستثمار وفق المنهج الإسلامي من خلال ما يلي²:

1/ مقصد الحفاظ على المال وتنميته:

مصدّقاً لقوله تعالى: "هُوَ الَّذِي جَعَلَكُمْ خَلَائِفَ فِي الْأَرْضِ" (سورة فاطر، الآية 39)، وقوله: "وَإِلَى مُؤَدَّ أَخَاكُمْ صَالِحًا قَالَ يَا قَوْمِ اعْبُدُوا اللَّهَ مَا لَكُمْ مِنْ إِلَهٍ غَيْرُهُ هُوَ أَنْشَأَكُمْ مِنَ الْأَرْضِ وَاسْتَعْمَرَكُمْ فِيهَا فَاسْتَغْفِرُوهُ ثُمَّ تَوْبُوا إِلَيْهِ إِنَّ رَبِّي قَرِيبٌ مُجِيبٌ" (سورة هود، الآية 61)، فقد منَّ الله جلَّ وعلاً على الإنسان نعماً كثيرة لا تعد وتحصى، والمال يمثل أحد أهم هذه النعم وبما أن المال هو مال الله فالإنسان ليس سوى مستخلف في هذه الأرض ومن الواجب عليه أن يحافظ عليه ويعمل على تنميته وزيادته تلبية لازدياد حاجة البشرية إلى المال، فالمحافظة على الأموال الفردية هو محافظة على أموال الأمة، كما أن الإنسان بطبيعته حريص على زيادة أمواله وتنميتها بالاستثمار والإنتاج، هذا الحرص الذي يفوق تأثيره أي أمر بذلك، وهذا الحرص يوجد في الإنسان كفطرة أودعها الله فيه، والإسلام دين الفطرة لذلك تقوم هذه الفطرة مقام وجوب تنمية المال واستثماره، فالحرص على الإنفاق بشعبه الثلاث (الاستثماري، الاستهلاكي، الصدقي) من أهم خصائص النظام الاقتصادي الإسلامي باعتبار أن الإنفاق هو جوهر التنمية المستمرة³، ويكون ذلك عن طريق إتباع الوسائل الشرعية المباحة في ذلك وتجنب الطرق المحرمة شرعاً من ربا واحتكار واكتناز بالإضافة إلى تجنب الإسراف والتبذير والتقتير⁴، فمراعاة الوسائل الشرعية المباحة في الاستثمار تمثل جوهر الاختلاف بين النظام الإسلامي والأنظمة التقليدية التي تعتبر أن الغاية تبرر الوسيلة.

¹ محمد بن عبد الله الحاج الهاشمي، القواعد الأصولية عند ابن تيمية وتطبيقاتها في المعاملات التقليدية والاقتصاديات المعاصرة، المجلد الأول، مكتبة الرشد-ناشرون، المملكة العربية السعودية، 2009، ص148.

² هشام أحمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية - دراسة تطبيقية فقهية، منشأة المعارف، جلال حزي وشركاؤه، الاسكندرية-مصر-، 2010، ص (29-32).

³ حرري محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، مرجع سابق، ص34.

⁴ أشرف محمد دوابه، الاستثمار في الإسلام، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، الإسكندرية-مصر-، 2009، ص31.

2/ مقصد تداول المال (الثروة) والمحافظة على ديمومة تداوله:

ويعتبر هذا المقصد امتداد للمقصد الأول ذلك أن تنمية المال وزيادته تقتضي ضرورة المحافظة عليه وتداوله ولأن من المتعذر إسلامياً تحقيق التنمية المنشودة للمال دون تداوله وفق المنظور الإسلامي¹، كما أن الشارع كان يهدف من خلال الاستثمار إلى إشراك أكبر عدد ممكن من أفراد المجتمع حتى لا يبقى المال بيد فئة معينة وحتى تعم الاستفادة بين الجميع² مصداقاً لقوله تعالى: "كَيْ لَا يَكُونَ دَوْلَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْكُمْ" (سورة الحشر، الآية 7)، كما عني الإسلام باتخاذ جملة من التدابير من شأنها أن تحافظ على هذا المقصد كتحریم الاكتناز ومنع الاحتكار كما أن إيجاب الزكاة على المسلمين كعبادة مالية فيه دلالة واضحة على وجوب تنمية المال واستثماره، ذلك أن الزكاة تفرض على المال النامي وكيف له أن ينمو إلا من خلال الاستثمار والإنتاج بمعدل مرتفع حتى يمكن أداء الزكاة ويقيمى النماء للمزكي³ مصداقاً لقوله تعالى: "خُذْ مِنْ أَمْوَالِهِمْ صَدَقَةً تُطَهِّرُهُمْ وَتُزَكِّيهِمْ بِهَا..." (سورة التوبة، الآية 103) وقوله: "وَأَقِيمُوا الصَّلَاةَ وَآتُوا الزَّكَاةَ وَأَطِيعُوا الرَّسُولَ لَعَلَّكُمْ تُرْحَمُونَ" (سورة النور، الآية 56)، كما يعد نظام الميراث أحد أهم التدابير التي لا يمكن تجاهله لما فيه من أهمية بالغة في تداول الثروة وانتقال المال من يد إلى أخرى أي من مستثمر إلى آخر⁴.

3/ مقصد القضاء على التخلف وتحقيق النمو الاقتصادي:

رغم ما وصلت إليه تجارة العرب قبل ظهور الإسلام من رحلات ومبادلات تجارية نذكر على سبيل المثال رحلة الشتاء والصيف التي كان يقوم بها أهل قريش، إلا أنها لم تلاقي ذلك الرواج والتطور الذي شهده الاقتصاد خلال انتشار الإسلام، حيث جاء هذا الأخير بنظرة جديدة حول الاستثمار وأخص بالذكر استثمار الأموال وذلك بهدف النهوض بالدولة الإسلامية والارتقاء بتفكير المستثمر المسلم ولبناء اقتصاد قوي ذو أسس متينة متانة الدين القيم والتميز عن باقي الأمم والحضارات مستنداً على مجموعة من المبادئ والتعاليم والتشريعات التي من شأنها أن تقضي على التخلف وتحقق النمو الاقتصادي وفق ما يتماشى مع مقاصد الشريعة الإسلامية. ويمكن استنباط الطرق التالية لتحقيق هذا المقصد⁵:

- ضرورة الاستغلال الأمثل للموارد ووجوب توجيه المدخرات نحو الاستثمار المشروع وتحریم الاكتناز؛

¹ قطب مصطفى سانو، مرجع سابق، ص 73.

² هشام أحمد عبد الحي، مرجع سابق، ص 30.

³ محمد محمود المكاوي، الاستثمار في البنوك الإسلامية، دار الفكر والقانون، مصر، 2011، ص 52. وللاطلاع أكثر عن الدور الذي تؤديه الزكاة في الحياة الاقتصادية أنظر كتاب دور الزكاة في علاج المشكلات الاقتصادية وشروط نجاحها للدكتور يوسف القرضاوي، دار الشروق، مصر، 2001.

⁴ قطب مصطفى سانو، مرجع سابق، ص 77.

⁵ تم الاعتماد على المرجعين: - محي الدين يعقوب أبو الهول، مرجع سابق، ص 79.

- هشام أحمد عبد الحي، مرجع سابق، ص (31-32).

- ربط المستثمر بالقيم الشرعية و الأخلاقية والسلوكية وهذا ما يعنيه حصر الاستثمار في السلع الحلال واجتناب الأنشطة المحرمة؛
- إتباع صيغ التمويل الشرعية التي تكفل مشاركة رأس المال في أي نشاط إنتاجي؛
- مراعاة الأولويات في إدارة النشاط لاقتصادي فالمشاريع الأساسية الضرورية للمجتمع تتقدم عن المشاريع الكمالية والتحسينية؛
- ضمان حد الكفاية للفرد، وضرورة توفير مشروعات البنية التحتية الأساسية بما يحقق تنمية العنصر البشري الذي يعد أساسا للتنمية وغاية لها؛
- توافر السيولة لتحقيق إمكانية استرداد الأموال عند الحاجة وتحقيق الربح (ما يزيد عن أصل المال) بأكبر نسبة ممكنة أي السعي لتحقيق الموازنة بين السيولة والربحية(العائد)؛
- أداء الزكاة والصدقات لما له من حق الله في المال المستثمر.

4/ مقصد المساهمة في تحقيق الرفاهية الشاملة للفرد والمجتمع:

يعد العنصر البشري أساس التنمية في الاقتصاد الإسلامي ووفقا لذلك فهو من أهم وسائلها وفي نفس الوقت يعتبر غاية لها، لذا فإن التنمية بمفهومها الإسلامي تعني بتوفير متطلبات الإنسان بالكيفية التي تصون له كرامته و قدره باعتباره محور الاستثمار في الفكر الاقتصادي الإسلامي¹، فالاستثمار في المنهج الإسلامي يسعى إلى تحقيق الرفاهية الشاملة للفرد و كذا للمجتمع أي لا تغليب للمصلحة الفردية على الجماعية من خلال تحقيق الكفاءة في توزيع الدخل و الثروة، تقريب الفوارق بين الطبقات المجتمع و معالجة مشكلة البطالة من خلال زيادة التوظيف و العمالة، تحقيق الأمن النفسي و الغذائي و كذا توفير وسائل الصحة و التعليم و ترسيخ مفهوم الاعتماد على الذات لا التبعية للغير²، فإذا تحقق ما سبق ذكره سيعم العدل و تتحقق التنمية الاجتماعية و نتوصل إلى تحقيق الرفاهية الشاملة و المستدامة للفرد و المجتمع.

هنا تظهر مميزات النظام الاقتصادي الإسلامي عن النظم الوضعية في أهدافه حيث نجد أن الله تعالى في القرآن الكريم قد بيّن لنا ومنذ قرون سابقة أهدافا واضحة ومتعددة لنشاطنا الاقتصادي وبطريقة متوازنة تضمن عدم حدوث أي خلل ناتج عن التركيز على هدف ما على حساب الآخر³.

¹ أحمد عبد الموجود محمد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص 110.

² أشرف محمد دوايه، مرجع سابق، ص 47.

³ محمود عبد الكريم إرشيد، المدخل إلى الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 66.

الفرع الرابع: الضوابط الشرعية للاستثمار

لقد أشار الكثير من الباحثين والفقهاء إلى وجود ضوابط تحكم العمل الاستثماري في الإسلام بمعنى وجود قواعد أصولية تحكم خيارات الاستثمار في الإسلام (الضوابط الشرعية)، سنحاول عرض أهم هذه الضوابط فيما يلي:

1/ الضابط العقائدي للاستثمار

عند التكلم عن الضوابط التي تحكم العمل الاستثماري في الفكر الإسلامي لا يمكن أن نتجاهل دور العقيدة الإسلامية في الهيمنة على النشاط الاقتصادي الإسلامي وتحديدًا على منهج الاستثمار وأدواته وآلياته ووسائله¹ لقوله تعالى: "مَا فَرَطْنَا فِي الْكِتَابِ مِنْ شَيْءٍ ثُمَّ إِلَى رَبِّهِمْ يُحْشَرُونَ" (سورة الأنعام، الآية 38)، فعلى المستثمر المسلم أن يتقيد بالعقيدة الإسلامية أثناء استثماره للمال ذلك أن المال هو مال الله وما هو إلا مستخلف فيه لقوله تعالى: "أَلَمْ تَعْلَمْ أَنَّ اللَّهَ لَهُ مُلْكُ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضِ" (سورة المائدة، الآية 40)، حتى يحقق مقصد من مقاصد الشريعة الإسلامية ألا وهي حفظ المال، فالواجب عليه أن يراعي هذا الضابط أثناء القيام بعمل الاستثماري ذلك أن العقيدة الإسلامية تمثل المنهج المتكامل والشامل الذي يمثل جوهر الاختلاف بين المستثمر المسلم وغير المسلم.

2/ الضابط الاجتماعي للاستثمار

ينظر الإسلام إلى المجتمع على أنه كيان إنساني متواصل متزاحم ومتداخل، وأن الأسر فيه ترتبط بالمودة الواصلة، والجماعات تتعاون فيما بينها على الخير والأخذ بيد الضعيف وتنمية المستغلات المملوكة للفرد والجماعة على أكمل وجه²، ويمكن إدراج ما سبق تحت ما يسمى بالتكافل الاجتماعي الذي يمثل أحد أهم أركان الاقتصاد الإسلامي القائم على منع الغش والحيل والاستغلال والاحتكار لقوله صلى الله عليه وسلم: "مَنْ عَشَنَّا فَلَيْسَ مِنَّا" (صحيح مسلم)، فالعالم الأساسية للمنهج الإسلامي في الاستثمار قيامه على القيم والأخلاق والمبادئ والتنافس الشريف وإتاحة الفرصة للجميع³، إضافة إلى العدل الذي يعد أساس قيام المجتمعات ودوامها حيث يقول الله تعالى: "يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا كُونُوا قَوَّامِينَ بِالْقِسْطِ شُهَدَاءَ لِلَّهِ وَلَوْ عَلَىٰ أَنْفُسِكُمْ أَوِ الْوَالِدِينَ وَالْأَقْرَبِينَ" (سورة النساء، الآية 135)، فالعدل يحقق التوازن بين قوى الفرد وطاقاته الروحية والمادية وبين الفرد والمجتمع وغيره من المجتمعات ولا سبيل إلى هذا التوازن إلا بتحكيم شريعة الله عز وجل، حيث لا انحياز طبقي ولا قومي، ولا سلطة لرأس المال ولا

¹ محي الدين يعقوب أبو الهول، مرجع سابق، ص 80.

² إبراهيم فاضل الدبو، الاقتصاد الإسلامي دراسة وتطبيق، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 24.

³ محي الدين يعقوب أبو الهول، مرجع سابق، ص 82.

لأبي شكل من أشكال النفوذ¹، وفي ذلك تحقيق للتنمية الشاملة من خلال التشغيل الكامل لرأس المال والاهتمام بالعنصر البشري والتركيز على الاستثمار المنتج الذي يعنى بالضروريات التي يحتاجها المجتمع ويهتم بالإنتاج لا بمنافع محدودة والتركيز على تفعيل المشاركة والذي يخدم المجتمع².

3/ الضابط الأخلاقي للاستثمار

تمثل الضوابط الأخلاقية مجموعة القيم والآداب الإسلامية التي تضبط المستثمر المسلم في تعاملاته وتصرفاته، الأمر الذي يجعله مميزاً ومختلفاً عن غيره من المستثمرين³، فالتحلي بحسن الخلق يجعل المستثمر المسلم أكثر اعتدالاً في سلوكياته ويكسبه السمعة الطيبة إضافة إلى المكانة الحسنة والحمودة بين أفراد المجتمع وهذا ما كان عليه التجار المسلمون قبيل انتشار الإسلام في مختلف شعوب العالم وكل ذلك كان اقتداء برسولنا الكريم، ولتحقيق المقاصد الشرعية للاستثمار حدد الإسلام مجموعة من القيم والأخلاق الإسلامية ألا وهي⁴:

- **الصدق:** ونعني بذلك الالتزام بالوضوح والشفافية لتجنب فقدان الثقة والطمأنينة بين المتعاملين الاقتصاديين حيث يقول الله تبارك وتعالى: " يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَقُولُوا قَوْلًا سَدِيدًا ، يُصْلِحْ لَكُمْ أَعْمَالَكُمْ وَيَغْفِرْ لَكُمْ ذُنُوبَكُمْ وَمَنْ يُطِيعِ اللَّهَ وَرَسُولَهُ فَقَدْ فَازَ فَوْزًا عَظِيمًا" (سورة الأحزاب الآيتين 70-71) فالمسلم مطلوب منه أن يكون صادقاً أميناً في كل أحواله وفي جميع مجالات حياته؛

- **الأمانة:** قال الله تعالى: "إِنَّ اللَّهَ يَأْمُرُكُمْ أَنْ تُؤَدُّوا الْأَمَانَاتِ إِلَىٰ أَهْلِهَا" (سورة النساء الآية 58)، كما قال عز وجل في محكم تنزيله: " يَا أَيُّهَا آمَنُوا لَا تَخُونُوا اللَّهَ وَالرَّسُولَ وَتَخُونُوا أَمَانَاتِكُمْ وَأَنْتُمْ تَعْلَمُونَ" (سورة الأنفال الآية 27) وفيهما دعوة إلى رعاية الحقوق و إعطاء كل ذي حق حقه، كما أن التحلي بهذه الصفة يجنب الوقوع في الخلافات والنزاعات، ولن تتأتى إلا إذا رسخت في وجدان المستثمر المسلم، فبقدر ما لها من فوائد وغايات تعد الأمانة مسؤولية عظيمة و ثقيلة في نفس الوقت على كاهل من يتحملها، والملاحظ أن عقود الاستثمار تقوم على الأمانة ومثال ذلك عقود المعاوضات وعقود المشاركات.

-**الإحسان والسماحة:** قال الله تعالى: "وَأَنْفِقُوا فِي سَبِيلِ اللَّهِ وَلَا تُلْقُوا بِأَيْدِيكُمْ إِلَى التَّهْلُكَةِ وَأَحْسِنُوا إِنَّ اللَّهَ يُحِبُّ الْمُحْسِنِينَ" (سورة البقرة، الآية 195)، وقال رسول الله صلى الله عليه وسلم: "إِنَّ اللَّهَ كَتَبَ الْإِحْسَانَ فِي كُلِّ شَيْءٍ... (صحيح مسلم)، فالإحسان

¹ جاسم الفارس، في الاقتصاد الإسلامي البعد المعرفي والقيمي، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص92.

² محي الدين يعقوب أبو الهول، مرجع سابق، ص82.

³ أشرف محمد دوابه، مرجع سابق، ص73.

⁴ نفس المرجع، ص (73-84).

يشمل أيضا المعاملات المالية، والمستثمر المسلم مطالب بأن يتحلى بهذا الخلق الحميد والرفيع الذي يجعله أكثر حرصا على عمله وأكثر اتقانا وأداء، أما السماح فلا تقل أهمية عن الإحسان لما لها من أهمية وفائدة فهي تشمل عدة جوانب أهمها: سهولة التعامل، وتيسير المعاملات، مراعاة روح العدل عند التسعير، سرعة دوران رأس المال،... وغيرها بالإضافة إلى أنها تقتضي من المستثمر المسلم قضاء ما عليه من ديون في ميعاد استحقاقها بإحسان وأن يقوم بالتيسير على المدينين المتعثرين أيضا بالإحسان، حيث قال رسول الله عن الإحسان: (رَحِمَ اللَّهُ رَجُلًا سَمِحًا إِذَا بَاعَ وَإِذَا اشْتَرَى وَإِذَا اقْتَضَى) رواه البخاري، فالإحسان والسماحة وجهان لعملة واحدة وتعتبران من أهم سمات المستثمر المسلم التي يجب أن يتحلى بها في كل تعاملاته سواء المالية أو غير المالية.

- الوفاء بالعقود والعهود: قال الله تعالى: "يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ" (سورة المائدة، الآية 1)، وقوله تعالى "وَأَوْفُوا بِالْعَهْدِ إِنَّ الْعَهْدَ كَانَ مَسْئُولًا" (سورة الإسراء، الآية 34)، لقد حث الإسلام على الوفاء بالعقود واحترام العهود، فالنشاط الاستثماري في الإسلام قوامه الثقة المتبادلة بين المتعاملين وهذا يستلزم الوفاء بالعقود والعهود ما دامت متفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من خلال توثيقها تجنباً لحدوث المشاككات والنزاعات (من خلال الكتابة، الشهادة، الرهن، الضمان).

4/ الضابط الاقتصادي للاستثمار

على المستثمر المسلم أن يراعي مجموعة من الضوابط الاقتصادية حتى يحقق الغاية أو المقصد من وراء استثمار أمواله وأبرز هذه الضوابط: - اتباع أرشد السبل في الاستثمار.
- الالتزام بالأولويات الإسلامية.

- إتباع أرشد السبل في الاستثمار: و المال من وجهة نظر المستثمر المسلم مال الله والواجب عليه تشغيل هذه الأموال بما هو متوافق مع الشريعة الإسلامية لتحقيق المقصد الشرعي من استثمارها (سبق ذكر مقاصد الاستثمار الشرعية)، كما يتطلب الأمر أن يكون القائم بالاستثمار رشيدا غير سفيه أي يستخدم كل الوسائل التي تنسجم مع الهدف المسطر ولا تتعارض معه¹، قال الله تعالى: "وَلَا تُؤْتُوا السُّفَهَاءَ أَمْوَالَكُمُ الَّتِي جَعَلَ اللَّهُ لَكُمْ قِيَامًا" (سورة النساء، الآية 5)

¹ بريش السعيد، الاقتصاد الكلي، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2007، ص 17.

- الالتزام بالأولويات الإسلامية: فعلى المستثمر المسلم أن يراعي احتياجات وأولويات المجتمع في استثماراته وتوجيهها إلى ما يخدم مصالح وأهداف المجتمع وفق الترتيب الشرعي للأولويات الإسلامية: ضروريات، حاجيات وتحسينات¹، أي مراعاة الجانب الاجتماعي في نشاطه الاستثماري من خلال المفاضلة بين الأساليب والمجالات الاستثمارية وتوجيهها إلى ما فيه نفع وصلاح للمجتمع، فالإسلام يهدف من وراء الالتزام بهذه الضوابط أن يعيش عيشة حسنة وكريمة.

من خلال تطرقنا إلى ضوابط الاستثمار في المنهج الإسلامي والمقاصد الشرعية المرجوة من وراء الاستثمار نستنتج أن الاستثمار يجمع بين عدة أبعاد ليس فقط البعد المادي بل يشمل حتى البعد الديني، الأخلاقي، الإنساني وحتى البعد التنموي الأمر الذي تفتقده المذاهب الأخرى، كما نستنتج أن الالتزام بالضوابط والقواعد السابقة الذكر سيؤدي إلى تحقيق المقاصد الشرعية للاستثمار وسيؤدي بالضرورة إلى ضمان الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي وتحقيق الرفاهية للفرد والمجتمع الأمر الذي تسعى كل شعوب العالم إلى تجسيده.

المطلب الثاني: طبيعة أنشطة المصارف الإسلامية

حتى يحقق المصرف الإسلامي ما يصبو إليه ينبغي أن يقوم بمجموعة متكاملة من الأنشطة، يمكن أن نجعلها في ثلاث مجموعات²:

أولاً: مجموعة أنشطة الخدمات المصرفية: بحيث يحصل المصرف مقابل تقديم الخدمات المصرفية على أجر أو عمولة أو أتعاب بعد استرداد المصروفات الفعلية التي أنفقت من أجل تأدية تلك الخدمات، وهي جائزة شرعاً وأبرزها:

أ- خدمات مصرفية عامة؛

ب- خدمات الاستشارات الاستثمارية والمالية الشرعية وغيرها؛

ج- قبول الأموال من المستثمرين وتوظيفها وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية؛

ثانياً: مجموعة أنشطة الاستثمار والتمويل: والتي تعتبر أساس عمل المصارف الإسلامية ومن أمثلة هذه المجموعة:

¹ الضروريات: حاجات لحفظ الأركان الخمسة للحياة الفردية والاجتماعية من المنظور الإسلامي والأركان الخمسة هي الدين والنفس والعقل والنسل والمال، أما الحاجيات: هي حاجيات لا يتوقف عليها صيانة الأركان الخمسة للحياة ولكن تتطلبها الحاجة لأجل التوسعة ورفع الحرج ودفع المشقة أما الكماليات: هي حاجيات لا تصعب الحياة بتركها ولكن اشباعها يسهل الحياة ويحسنها ويكملها وهي الحاجات التي لا يمكن اقتناؤها إلا من قبل فئة معينة من السكان ذوي الدخل العالي. محمد طاهر نصير، حسين محمد إسماعيل، التسويق في الإسلام، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 47. و للاطلاع أكثر على الترتيب الشرعي للأولويات الإسلامية راجع "شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي" لخلف بن سليمان بن صالح بن سليمان النمري، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية-مصر-، 2000، ص (43-48)

² حسين حسين شحاتة، المصارف الإسلامية بين الفكر والتطبيق، دار النشر للجامعات، القاهرة-مصر-، 2009، ص (29-31).

أ- تمويل المشروعات الاستثمارية المباشرة التي يقوم بها المصرف بذاته؛

ب- تمويل المشروعات الاقتصادية وفقا لنظم المضاربة، المشاركة، المساهمة، ...

وغيرها من صيغ الاستثمار الإسلامي (سنأتي لتفصيلها لاحقا)؛

ج- تمويل المشروعات والأعمال المختلفة التي تساهم في التنمية الاقتصادية والاجتماعية؛

ثالثا: مجموعة أنشطة الخدمات الاجتماعية والدينية: ومن أهمها:

أ- إحياء فريضة زكاة المال؛

ب- تطبيق نظام صندوق القرض الحسن؛

ج- إنشاء المشروعات ذات النفع الاجتماعي وكذا مشروعات المحافظة على البيئة؛

إن الأنشطة السابقة الذكر لا بد أن يحكمها قواعد وضوابط استثمار المال في الإسلام (ضابط العقيدة وضابط

الأخلاق)¹ كما ولا بد أن تحقق المقاصد الشرعية من استثمار المال في الإسلام (تم توضيحها في الفصل الأول).

المطلب الثالث: مفهوم الاستثمار في المصارف الإسلامية وأهميته

بالإضافة إلى ما تم إدراجه في الفصل الأول من تعريف لغوي واقتصادي وكذا شرعي للاستثمار، ففي هذا المطلب سنشير

إلى مفهوم الاستثمار في المصرف الإسلامي باعتباره النشاط الرئيسي له والأساس الذي أنشئ من أجله ، حيث وردت العديد من

التعريفات في هذا الخصوص نذكر على سبيل المثال لا الحصر تعريف محمد محمود المكاوي للاستثمار في المصرف الإسلامي على

أنه "توظيف المصرف الإسلامي للموارد المالية المتاحة أمامه في قنوات الاستثمار مباشرة الأنشطة التجارية والصناعية والتجارية

والزراعية والخدمية بنفسه أو بالمشاركة والمضاربة مع قطاعات الأعمال الأخرى في مشروعات بعد دراستها بهدف المحافظة عليها

ونموها بما يحقق التنمية وبما يحقق عائدا مجزيا يخدم مصلحة المجتمع في إطار القواعد المستقرة للشريعة الإسلامية وما تفرضه الجهات

الرقابية والمتابعة"².

وللاستثمار في المصارف الإسلامية طبيعة خاصة تميزها عن المصارف التقليدية فهي تقوم على مجموعة من الأسس

والتوابت المبدئية تتمثل في الأساس العقائدي، والاستثمار في الطيبات، وأساس التقلب والمخاطرة، وأساس المحافظة على المال

¹ مادوغي بن سيدي سيل، "ضوابط استثمار الأموال في الشريعة الإسلامية ومقاصده"، ورقة مقدمة لمنتدى فقه الاقتصاد الإسلامي 2015، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، الإمارات العربية المتحدة، 2015، ص13.

² محمد محمود المكاوي ، الاستثمار في البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص93.

وتنميته وأساس ربط الكسب بالجهد والغنم بالغرم، وأساس ترتيب الاستثمارات حسب الأولويات الإسلامية، الضروريات ثم الحاجيات تليها الكماليات أو التحسينات¹.

المطلب الرابع: أسس وأهداف سياسات التمويل والاستثمار في المصارف الإسلامية

تعتمد المصارف الإسلامية على مجموعة من الأسس وتهدف إلى تحقيق جملة من الأهداف من خلال سياسات التمويل والاستثمار التي تتبعها، ومن أهم هذه الأسس والأهداف ما يلي²:

- تقديم خدمات ومنتجات مصرفية إسلامية قادرة على الاستجابة لاحتياجات العملاء في حدود نطاق الشريعة الإسلامية؛
- تحقيق النمو من خلال نمو الموارد الخارجية المتمثلة في الودائع وكذلك رأس المال نفسه والأرباح المحتجزة والاحتياطات و توظيفها في استثمارات ذات كفاءة عالية وبأقل مخاطر، وبما يحقق العائد المستهدف وذلك من خلال الاطمئنان على جدوى المشروعات الممولة وقدرة العملاء على السداد في سوق تنافسي حر و بدون التأثير على السيولة في المصرف؛
- ترويج المشروعات سواء لحساب الغير أو لحساب المصرف الإسلامي ذاته أو بالمشاركة مع أصحاب الخبرة والمعرفة والدراية والقدرة الفنية ممن يجوزون سمعة حسنة؛
- تطوير وسائل اجتذاب الأموال والمدخرات وتوجيهها نحو المشاركة في الاستثمار بالأسلوب المصرفي غير الربوي.
- التجاوب مع الأوضاع الاقتصادية العامة التي تؤثر في مناخ الاستثمار سلبا وإيجابا، بحيث يتم التوسع أو عدم التوسع في منح أنواع التمويل المختلفة، في ضوء الأوضاع السائدة والتغيرات التي تطرأ عليها بعد التعرف على شرائح السوق المستهدفة ومعايير المخاطر المقبولة فيها والتي سيوجه المصرف من خلالها استثمارات مختلفة؛
- الالتزام بالقيم الإسلامية بحيث يكرس المصرف جهوده لتطبيق الشريعة الإسلامية في أرقى صورها على كل منتجاته وخدماته تحت إشراف هيئة الرقابة الشرعية في المصرف؛

¹ عدنان عبد الله محمد عويضة ، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامية (دراسة تأصيلية تطبيقية) ، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الولايات المتحدة الأمريكية، 2010، ص179.

² تم الاعتماد على المرجعين:

- حسين محمد سمحان ، موسى عمر مبارك، عبد الحميد أبو صقري، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص (11-12).

- بماء الدين بسام مشتهى، دور المصارف الإسلامية في دفع عجلة الاستثمارات المحلية في فلسطين للفترة ما بين 1996-2008 دراسة تحليلية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر-غزة، فلسطين، 2011، ص (23-24).

- مساعدة إدارة المصرف في تحديد الإطار العام للقواعد والتعليمات التي تتوافق مع رؤية المصرف المستقبلية وقيمه وسياساته وأهدافه واستراتيجياته في التمويل والاستثمار؛
- تحسين الأداء الاقتصادي للمؤسسات المختلفة سواء التي يشرف عليها المصرف، أو للمؤسسات الأخرى التي سوف تجد نفسها مضطرة لتحسين أدائها للمحافظة على زبائنها أو عملائها وتكون أيضا قادرة لمواجهة منافسيها؛
- توفير خدمات الاستشارات الاقتصادية، الفنية، المالية والإدارية المختلفة كخدمات التسويق المتعددة (الترويج، التسعير...) وتقديم خدمات دراسة الجدوى الاقتصادية بجوانبها المختلفة (القانونية، البيئية، المالية...) هذه الأخيرة التي تساعد المصرف على التعرف على ظروف وأحوال البيئة التي يعمل فيها المشروع من خلال المعلومات المتاحة ومراحل نمو تلك البيئة والتفاعل معها لأن في ذلك ترشيد للقرارات الاستثمارية للمستثمرين ومحافظة على أموالهم من الضياع أو الاستثمار في المشروعات الغير مربحة¹؛
- مساعدة إدارة المصرف في وضع نماذج عمل إجرائية مقرة سلفا تساعد في ضبط الأمور وتنظيمها، بهدف خلق بيئة عمل تمويلية واستثمارية متجانسة وممارسة عمليات التمويل والاستثمار على أسس موحدة؛
- تحقيق مستوى توظيفي تشغيلي مرتفع لعوامل الإنتاج المتوفرة في المجتمع والقضاء على البطالة السافرة والمقنعة، وكذا القضاء على كافة صور سوء الاستخدام لهذه العوامل؛
- الحد من التضخم نتيجة الحد من قصور العرض الكلي بالنسبة للطلب الكلي نتيجة ضعف القدرات الإنتاجية وبالتالي زيادة الأسعار.

ومن الباحثين من يختصر الأهداف التي تسعى المصارف الإسلامية لتحقيقها ضمن الإطار العام للشريعة الإسلامية إلى²:

- تعظيم العائد الاقتصادي والاجتماعي للاستثمار؛

-المحافظة على المال وتنميته؛

- المساهمة في تحقيق التكافل الاجتماعي.

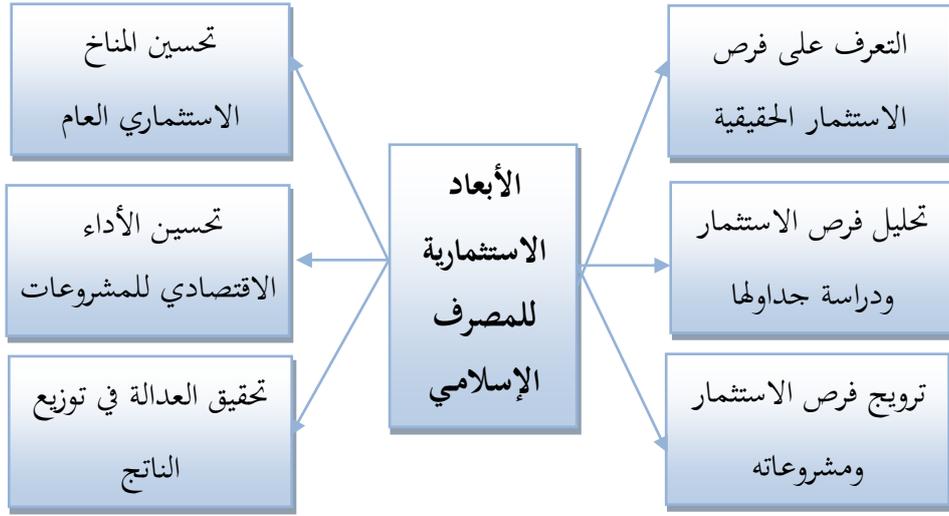
أما الأبعاد الاستثمارية الإسلامية للمصرف الإسلامي فيمكن تلخيصها من خلال الشكل الموالي:

¹ تمخدين نور الدين، دراسة الجدوى الاقتصادية بين المتطلبات النظرية والإشكالات العلمية، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مباح ورقلة-الجزائر، العدد 07، 2009-

2010، ص208.

² محمد محمود المكاوي، الاستثمار في البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص113.

الشكل رقم (1-3): الأبعاد الاستثمارية للمصرف الإسلامي



المصدر: بهاء الدين بسام مشتهى، دور المصارف الإسلامية في دفع عجلة الاستثمارات المحلية في فلسطين للفترة ما بين 1996-2008 دراسة تحليلية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر-غزة، فلسطين، 2011، ص 23.

المطلب الخامس: معايير التمويل والاستثمار في المصارف الإسلامية

تتفق المصارف الإسلامية والتقليدية على الأطر العامة للمعايير الاقتصادية للتمويل والاستثمار كتحليل الشخصية، الكفاءة، السيولة، والضمانة المقدمة، الظروف الاقتصادية والسياسية، ونسبة الربح، إلا أن المصارف الإسلامية تختلف عن المصارف التقليدية في مفهومها لبعض الأسس والمعايير، وتزيد عنها في الاعتماد على أسس ومعايير لها علاقة بالشريعة الإسلامية¹، ويمكن تقسيم هذه المعايير إلى:

الفرع الأول: معايير التمويل ذات العلاقة بالشخص أو العميل طالب التمويل

ويطلق على هذه المعايير بمعايير تقييم العملاء، وأهم ما ينطوي عليه تقييم العميل ما يلي²:

- تقييم السمعة الأدبية (مدى الحرص على السداد).
- تقييم الملاءة المالية (من حيث رأس المال والتدفق النقدي ومدى متانة الضمانات وسلامتها القانونية).
- التأكد من الكفاءة الإدارية والتسويقية (إتقان العميل للعمل الذي سيقوم به).
- المصداقية التي يتمتع بها العميل.

¹ عصام محمد، مقالة بعنوان "معايير التمويل والمصارف الإسلامية في السودان"، على الرابط :

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2571322 [consulter le 12/05/2015]

² عبد اللطيف البشير عبد القادر التونسي، "المعايير الشرعية والاقتصادية للتمويل في المصارف الإسلامية"، ورقة مقدمة لمؤتمر الخدمات المالية الإسلامية الثاني، المركز العالي للمهن المالية والإدارية وأكاديمية الدراسات العليا، طرابلس-ليبيا، يومي 28 - 27 أبريل 2010 م، ص 11.

ويطلق البعض الآخر على هذه المعايير بمعايير حسن اختيار الشركاء وقد أُصطلح على تسميتها بمبدأ 5Cs وتشمل:

Capital	* رأس المال
Character	* الصفات الأخلاقية
Capacity	* المقدرة الإدارية والكفاءة
Condition	* الظروف
Collaterals	* الضمانات

فالتمويل الإسلامي يؤكد على أن نجاح المشروعات التي يدخل في تمويلها يعتمد اعتماداً كبيراً على حسن اختيار الشركاء ولا يخفى ما لهذه المبادئ من أثر على التمويل الذي تقدمه المصارف الإسلامية خاصة صيغتي المشاركة والمضاربة. كما أن استخدام وتطبيق المعيار المتعلق بالشخص الطالب للتمويل أو ما أطلق عليه اصطلاحاً معيار تقييم العملاء أو حسن اختيار الشركاء يؤكد على قاعدة غاية في الأهمية متمثلة في أن الممول المسلم مستثمر رشيد في تصرفاته فيفكر ويحلل ويقارن.

الفرع الثاني: المعايير ذات العلاقة بالنشاط الاستثماري المزمع تمويله

يشتمل هذا القسم من المعايير على مجموعتين فرعيتين من المعايير هما¹:

أولاً: المعايير المادية: ويتم تطبيقها في ضوء المعايير الشرعية مما يعني أن نجاح المنشأة من الناحية المادية لا يعني قبول تمويلها من قبل المصرف الإسلامي إذا لم تكن ناجحة بالمقاييس الشرعية وفق المعايير ذات الصلة بهذا المجال:

- **معيار نسبة الربح أو العائد المناسب:** حيث تعد نسبة الربح مؤشراً أساسياً للحكم على الجدوى الاقتصادية للاستثمار في مجال ما من عدمه، ذلك أن الربح مشروع بالكتاب والسنة وإجماع الفقهاء مادامت أساليب الحصول عليه أو المعاملات التي تنظم عملية الحصول عليه مشروعة مع مراعاة الضوابط الشرعية للربح في الاقتصاد الإسلامي²، ومن ثم يكون الربح مؤشراً أو معياراً أساسياً لقبول العمليات التمويلية، حيث أن المصرف الإسلامي لا يمكنه أن يضارب بأمواله أو يشارك بها في مشروعات يتوقع من ورائها الخسارة أو تتوقع ربحاً أقل من غيرها، وهذا غير مقبول اقتصادياً أو مصرفياً وحتى شرعياً؛

¹ مصطفى كمال السيد طایل، البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص (96-110).

² من أهم الضوابط الشرعية للربح حسب مفهوم الاقتصاد الإسلامي: - أن لا يكون الربح ناشئاً عن الربا، - أن لا يكون مصدر الربح هو الاحتكار، - الابتعاد عن الغرر، - أن لا يكون الربح ناتجاً عن الغبن الفاحش (النقص في البيع والشراء)، بالإضافة إلى الضوابط الأخلاقية كالصدق والأمانة والعدالة والسماحة في المعاملة التي لا يمكن فصلها عن الضوابط الاقتصادية الإسلامية. / المرجع: محمد عمر الحاجي، الربح فقهاً واقتصادياً، دار المكبي للطباعة والنشر والتوزيع، سورية، 2010، ص (45-55).

• **معيار الضمانات والكفالات:** الضمان وسيلة قانونية وشرعية وهامة في مجال المعاملات المالية ولاسيما في مجال العمل المصرفي، فمسألة الضمان ترتبط بعملية التمويل، لذلك فإن طبيعة الضمان الملائم تتحدد في ضوء طبيعة هذا التمويل وطبيعة المخاطر التي يحتمل تعرضها له، وبالنظر إلى العلاقة التي تربط المصارف الإسلامية مع طالبي التمويل المبنية على مبدأ الغنم بالغرم وهو الأمر الذي يميزها عن المصارف التقليدية، بالإضافة إلى تنوع الأساليب والصيغ الاستثمارية في المصارف الإسلامية مقارنة بالمصارف التقليدية والمخاطر التي قد تواجهها في عملياتها التمويلية كان لا بد من أن تكون طبيعة الضمانات التي يجب توافرها في العمليات التمويلية لدى المصارف الإسلامية متوائمة ومناسبة لطبيعة المخاطر التي تتعرض لها.

ثانيا: المعايير التمويلية: حيث توجد نقطتين تدور حولهما العملية التمويلية هما حجم التمويل المطلوب ومقدرة العميل على السداد وبمراعاهما يكون المصرف الإسلامي في أمان من المخاطر التي قد يتعرض إليها المصرف أثناء قيامه بمختلف عملياته التمويلية¹:

• **حجم التمويل المطلوب (حجم العملية محل التمويل):** من المعروف في العمل المصرفي أنه كلما كان حجم التمويل كبيرا كلما زادت المخاطر التي قد يتعرض لها المصرف كاحتمال عدم قدرة العميل على سداد الأقساط المستحقة عليه وقد يرجع ذلك لضعف كفاءته و قلة خبرته في المجال الاستثماري، وعليه ولتجنب مثل هذه المخاطر على المصرف أن يضع لكل عميل حجم تمويل معين لا يزيد عنه إلا بزيادة ضماناته، وقدرته على السداد للأقساط المستحقة في مواعيدها وخبرته في مجال العملية المطلوب تمويلها من قبل المصرف؛

• **مصدر السداد للتمويل المطلوب (مقدرة العميل على السداد):** يمكن حصر أهم مصدرين لسداد التمويل المطلوب من المصرف الإسلامي أو المصارف الأخرى واللذان يمثلان مقدرة العميل على السداد:

- **المصدر الأول:** تحويل بعض عناصر الأصول المتداولة (مثل البضاعة إلى نقدية)؛

- **المصدر الثاني:** الأرباح.

واختلاف المصادر التي يسدد منها التمويل المطلوب ناتج عن اختلاف طبيعة النشاط المراد تمويله وذلك من خلال ما

يلي:

¹ مصطفى كمال السيد طایل، البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي، مرجع سابق، ص106.

- عمليات التمويل المطلوبة لتغذية رأس المال؛

- عمليات التمويل المطلوبة لمدة أطول ويتم سددها على دفعات دورية.

الفرع الثالث: المعايير الشرعية و العقائدية والاقتصادية والاجتماعية الحاكمة للتمويل في المصارف الإسلامية

1-المعايير الشرعية والعقائدية (معايير السلامة والصلاحية الشرعية):

تعتبر المعايير الشرعية الفيصل في قبول الاستثمار أو رفضه من قبل المصرف الإسلامي فإذا تعارضت مدخلات المشروع أو مخرجاته أو الأدوات المستخدمة فيه مع أحكام الشريعة الإسلامية فلا يمكن تمويله حتى إن انطبقت باقي المعايير على هذا المشروع. وبتطبيق هذه المعايير غير الموجودة في المصارف التقليدية نجد أن المصارف الإسلامية ترفض كثيرا من المشروعات التي تدر ربحا ماديا مضمونا وتتصف بالأمان والسيولة ولكنها تكون مخالفة للشريعة الإسلامية¹، فهذا المعيار يدور حول قاعدة الحلال والحرام في الإسلام، وهذا يتطلب أن كل ما يتعلق بالمشروع ينبغي أن يقع في دائرة الحلال، وأن ينأى عن دائرة الحرام، وألا يحوم حول دائرة الشبهات.

2-المعايير والضوابط الاقتصادية:

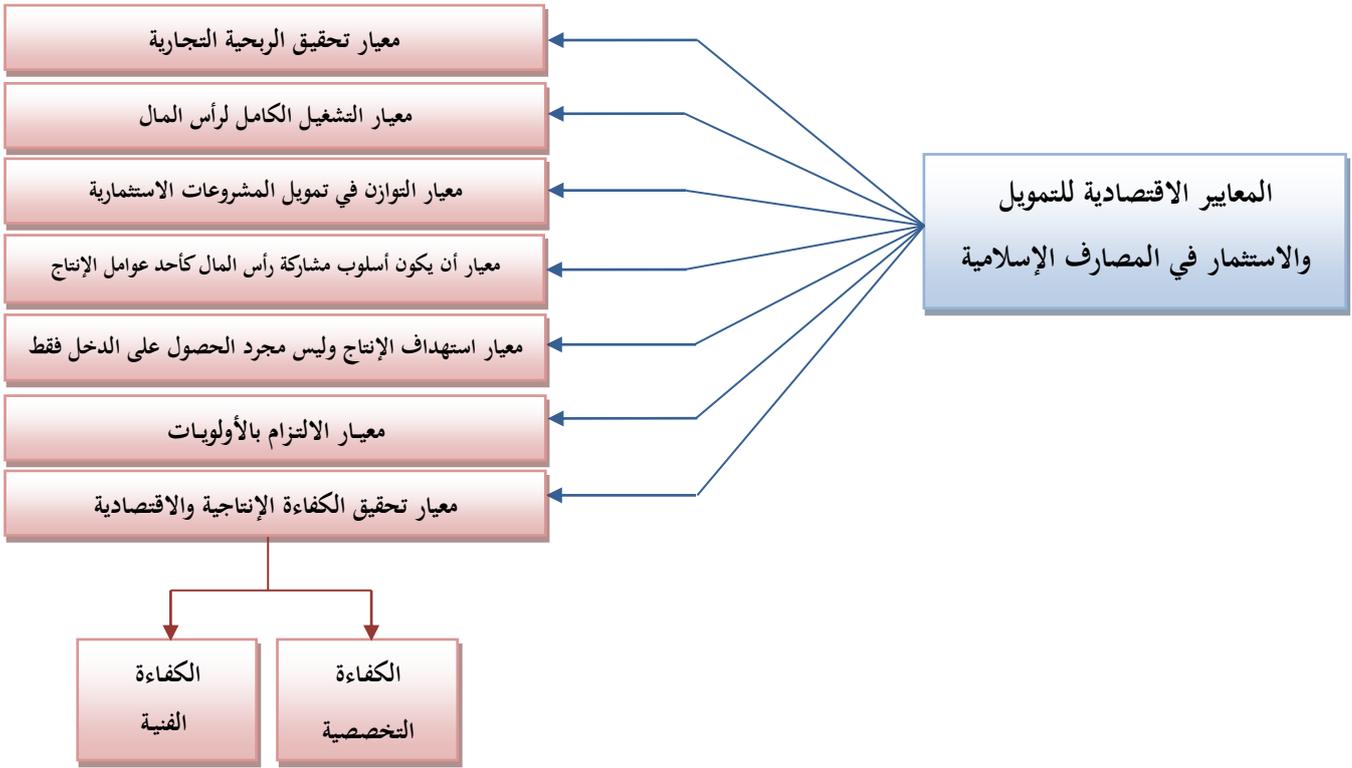
إن عدم الوقوع في خسارة وتحصيل الربح يعتبر هدفاً ومعياراً إسلامياً رئيسياً عند اختيار المشروعات المزمع تمويلها، وهذا المعيار لا يتعارض مع القواعد الشرعية، بل يعتبر حافزاً طيباً لاستغلال الموارد المتاحة بكفاءة، وللتأكد من ذلك لا بد من القيام بدراسة الجدوى الاقتصادية لهذه المشروعات للتعرف على المقومات الأساسية لنجاحها من مختلف النواحي الفنية والاقتصادية والمالية والإدارية².

وتشمل المعايير والضوابط الاقتصادية للتمويل مجموعة من المعايير الفرعية نلخصها في الشكل التالي:

¹ جلال محمد عبد الغني عبد ربه ، "الاتجاهات الحديثة للمعايير المحاسبية الإسلامية للخدمات المصرفية وتفعيلها لتواءم مع الواقع الاقتصادي الحالي"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الثاني حول: الخدمات المصرفية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، جامعة عجلون الوطنية - الأردن، يومي 15-16/5/2013م، ص 28.

² عبد اللطيف البشير عبد القادر التونسي، مرجع سابق، ص14.

الشكل رقم (1-4): المعايير والضوابط الاقتصادية للتمويل والاستثمار في المصارف الإسلامية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: عبد اللطيف البشير عبد القادر التونسي، " المعايير الشرعية والاقتصادية للتمويل في المصارف الإسلامية"، ورقة مقدمة للمؤتمر الثاني: الخدمات المالية الإسلامية، المركز العالي للمهن المالية والإدارية وأكاديمية الدراسات العليا، طرابلس-ليبيا، يومي 28 - 27 أبريل 2010 م، ص (14-21).

وما يمكن قوله حول المعايير الاقتصادية للتمويل والاستثمار في المصارف الإسلامية أنها تصب كلها تحت معيار عام هو معيار التنمية الاقتصادية هذا المعيار الذي لا يعني مجرد الزيادة في متوسط دخل الفرد بقدر ما تعني التغيرات الهيكلية التي تحدث في المجتمع بأبعاده المختلفة من اقتصادية واجتماعية وتنظيمية من أجل توفير الحياة الكريمة لأفراد المجتمع. حيث يتفق الباحثون على أن دور العنصر البشري هو الذي يحكم التنمية، وأن مسار التنمية وتطورها سوف يحكم بنوع التطور في العنصر البشري¹.

3- المعايير الاجتماعية:

حيث أن الاستثمار في ضوء المذهب الاقتصادي الإسلامي ليس فقط إشباع حاجات المستثمر بزيادة ثروته، وإنما يجب أن يتسم النشاط الإنساني بالمنفعة التبادلية وإحساس الفرد بالمسؤولية تجاه المجتمع، ومن هنا فإن الاستثمار وسيلة لتحقيق غاية أسمى

¹ نفس المرجع، ص 21.

وأجل هي تحقيق الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية للفرد والمجتمع لما له من أثر طيب في إشاعة المحبة والإخاء بين أفراد المجتمع، وهذا سيؤدي بالضرورة إلى¹:

- توليد رزق كافي لأكبر عدد من الأحياء؛
- مكافحة الفقر وتحسين الدخل والثروة؛
- حفظ المال وتنميته؛
- رعاية مصالح الأحياء من بعدنا(الجيل القادم).

الفرع الرابع: المعايير المتعلقة بالمصرف نفسه:

هناك أسس ومعايير يجب أن تتوافر في المصرف حتى يكون قادرا على منح التمويل ولا تختلف هذه الأسس والمعايير في معظم الأحيان في المصارف الإسلامية عنها في المصارف التقليدية ومن أهمها²:

- **السيولة:** يجب أن تتوفر السيولة الكافية في المصرف حتى يتسنى له تمويل مشروع معين وهذا يعتمد على عوامل كثيرة منها التمويل ومقدار السيولة التي يفضل المصرف توفيرها لديه لمواجهة الأزمات وغيرها من العوامل؛
- **الظروف الاقتصادية والسياسية السائدة:** تؤثر هذه الظروف كثيرا منح التمويل، ففي حالات عدم الاستقرار الاقتصادي والسياسي تقلل المصارف من حجم التمويل لما لذلك من مخاطر كبيرة سواء على المصارف الإسلامية أو المصارف التقليدية أما عندما تكون هذه الظروف مستقرة فإن الوضع يختلف تماما؛
- **المتطلبات القانونية:** من المعروف أن المصارف الإسلامية والتقليدية على حد سواء تخضع لرقابة وأنظمة الدولة التي تعمل فيها، وهناك متطلبات قانونية يجب أن تلتزم بها هذه المصارف مثل نسبة السيولة ونسبة الائتمان إلى الودائع وغيرها من النسب التي يتضمن بعضها إجحافا بحق المصارف الإسلامية³.

¹ مقدم ليلي، طعيبة محمد سمير، "معايير اتخاذ قرار الاستثمار من منظور الاقتصاد الإسلامي"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي: الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية-الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2011، ص(8-14).

² جلال محمد عبد الغني عبد ربه، مرجع سابق، ص31.

³ ينصح بمراجعة أطروحة الدكتوراه للأستاذ سليمان ناصر الموسومة بـ"علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية"، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004-2005م.

واليوم أمام الحاجة الاقتصادية التي تبرز لتقدم التمويل لمشاريع تنمية تسهم في تحريك عجلة الاقتصاد الوطني، فإن مصارفنا الإسلامية مطالبة بتطوير معايير التمويل الموجه إلى الاستثمار الجاد بما يتلاءم مع أولويات التنمية الاقتصادية الملزمة بالثوابت الأخلاقية والشرعية والمساهمة الفاعلة في دعم الدراسات والأبحاث العلمية التي تسهم في تعزيز تجربتها المصرفية وتطويرها.

المطلب السادس: مقارنة سياسة التمويل والاستثمار في المصرف الإسلامي مع المصرف التقليدي وأهمية القرار

الاستثماري فيه

تختلف السياسات التمويلية والاستثمارية في المصارف الإسلامية عنها في المصارف التقليدية نظرا لخصوصية كل مصرف واختلاف الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها، لذلك سنقوم في الفروع التالية بتوضيح أهم هذه الاختلافات بين المصرفين، كما سنوضح أهمية القرارات الاستثمارية في المصارف الإسلامية.

الفرع الأول: سياسة التمويل والاستثمار في المصرف الإسلامي مقارنة بالمصرف التقليدي

بالنظر إلى الاختلاف في المبادئ والأسس التي تحكم كلا من العمل المصرفي الإسلامي والعمل المصرفي التقليدي بالضرورة سينتج عنه اختلاف في رسم السياسات التمويلية لكل منها، فالمصارف التقليدية ترسم سياستها التمويلية باتجاه واحد فقط يقوم على الإقراض بفائدة على خلاف المصارف الإسلامية فترسم سياستها التمويلية في عدة اتجاهات بحيث تبقى ملتزمة بأحكام الشريعة الإسلامية مهما كان الاتجاه الذي سارت فيه، والتمويل في المصارف الإسلامية سيأخذ شكل مشاركة أو مضاربة أو بيع ضمن أحكام الشريعة الإسلامية¹ (هذا ما سنتعرض إليه في المبحث الموالي) و الجدول التالي يوضح أهم الفروق بين المصرف الإسلامي والمصرف التقليدي في مجال سياسة التمويل والاستثمار:

¹ حسين محمد سمحان، موسى عمر مبارك، عبد الحميد أبو صقري، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 18.

الجدول رقم (1-5): أهم الفروق بين المصرف الإسلامي والمصرف التقليدي من حيث سياسة التمويل والاستثمار

وجه الاختلاف	المصرف الإسلامي	المصرف الربوي
وظيفة المال في المصرف	الاستثمار وليس الإيجار (استثمر ولا تاجر) (المال لا يولد المال) لا متاجرة على ملكية المال	الإيجار (تأجير النقود)، (المال يولد المال)، (المتاجرة على الملكية)
أخذ و إعطاء الفائدة (الربا)	محرم	أساسي
عدم الوفاء بتسديد القرض	الإعفاء في حالة الإعسار (في القرض الحسن) مع عدم الإرهاق والتعسف في التحصيل	غير مسموح به مع إجراءات غير إنسانية في حالة العجز عن التسديد
هدف التمويل	في المقام الأول تنمية المجتمع الإسلامي واستثمار أمواله بطريقة شرعية تحقق أهداف المجتمع ثم يأتي الربح في المرحلة الثانية	الربح في المقام الأول
الفئات المستفيدة من التمويل	جميع الأفراد باختلاف طبقاتهم	الأغنياء والقادرون ماليا
تمويل الاحتكارات	محظور قطعيا	وارد
المعيار الأساسي في اختيار المشروع	المعايير الشرعية أولا ثم المعايير الأخرى بشرط عدم تعارضها مع المعيار الشخصي	الربح فقط
المشاركة مع العميل أو صاحب رأس المال	أساسية	غير ضرورية
شرعية المشروعات الاستثمارية عند الموافقة على التمويل	أساسية	غير ضرورية
الضمانات	إيجابية (كفاءة المشروع موضوع الاستثمار+ ضمانات أخرى (قانونية، مادية، شخصية)	سلبية في الأساس (قانونية شخصية+ كفاءة المشروع بالدرجة الثانية)
تقاسم نتائج الاستثمار	المشاركة في الربح والخسارة	ضمان الربح (الفائدة)

المصدر: حسين محمد سمحان، موسى عمر مبارك، عبد الحميد أبو صقري، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية بحوث ودراسات، جمهورية مصر العربية، 2012، ص19.

الفرع الثاني: أهمية القرار الاستثماري في المصارف الإسلامية

بعد معرفة أهم المعايير التي تحكم العمل التمويلي والاستثماري في المصارف الإسلامية، وبعد التطرق إلى أهم الفروق بين المصرف الإسلامي والمصرف التقليدي من حيث سياسة التمويل والاستثمار يأتي القرار الاستثماري في المصارف الإسلامية حول المشروعات المراد تمويلها، حيث يقوم مفهوم القرار الاستثماري على مبدأ الرشادة الاقتصادية النابع أساسا من التخصيص الأمثل

للموارد النادرة المتاحة من خلال استثمارها في المشروع الذي يعطي أفضل عائد ممكن، مع الأخذ في الحسبان للفرصة الضائعة، كما ولا يمكن التوصل إلى هذا القرار إلا بناء على مجموعة من دراسات الجدوى والمعايير التي تسبق عملية الاختيار والتي تمر بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية المشروع للتنفيذ في إطار منهجي معين¹.

ويعتبر القرار الاستثماري من أهم القرارات التي تتخذها المصارف الإسلامية وأصعبها لكونها تتعلق بنشاطات مستقبلية، تقتضي وضع أموال في الحاضر بهدف الحصول على إيرادات مؤجلة مع احتمال وقوع أحداث غير مرغوب فيها تكون أثارها ملازمة للمصارف الإسلامية لفترة طويلة من الزمن، وعلى هذا الأساس يتطلب اتخاذ القرار الاستثماري في المصارف الإسلامية للمشروعات الاستثمارية المطلوب تمويلها بالصيغ الإسلامية (والتي سنفصل فيها في المبحث الموالي) تجميع قدر كاف من المعلومات والبيانات، والقيام بمجموعة من الدراسات تبدأ بدراسة المشروعات وجدواها مبدئياً وتنتقل إلى دراسة الجدوى التفصيلية إذا كانت نتائج الدراسة المبدئية مشجعة لذلك².

المبحث الرابع: صيغ التمويل والاستثمار في المصارف الإسلامية وأهم معوقاتها

تقوم أعمال الاستثمار في المصرف الإسلامي على أساس التطبيق العملي لنظرية النظام المصرفي اللاربوي ومن ثم فهي عماد العمل المصرفي الإسلامي، والمصرف الإسلامي بحكم طبيعة نشأته وتكوينه كنظام بديل لنظام الإقراض الربوي فهو مصرف استثمار بالدرجة الأولى، حيث تقدم المصارف الإسلامية إلى زبائنها بدائل عن الإقراض بالفائدة وهذه البدائل تمثل الميزة الأساسية لمعالم الاستثمار في المصارف الإسلامية والتي تتلاءم مع فلسفة النظام الاقتصادي الإسلامي وتتمثل هذه البدائل في الصيغ التمويلية والاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وكان من الأجدر بنا في هذا المبحث التطرق أولاً إلى مصادر الأموال في المصرف الإسلامي، ثم ذكر أهم الصيغ التمويلية و الاستثمارية المعمول بها في المصارف الإسلامية التي تمثل استخدامات الأموال في المصارف الإسلامية، وسنبرز من خلال هذا المبحث أيضاً أهم الخدمات المصرفية المقدمة في المصارف الإسلامية، كما أردنا التعرف على أهم الأهداف الاستثمارية التي تسعى المصارف الإسلامية إلى تحقيقها وبالمقابل أهم المعوقات التي تواجهها في ذلك وأخيراً سنوضح أهمية تطوير واستحداث أدوات استثمارية إسلامية.

¹ زهية حوري، تقييم المشروعات في البلدان النامية باستخدام طريقة الآثار، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، سبتمبر 2007، ص (13-14) على الرابط <http://bu.umc.edu.dz/theses/economie/AHOU2376.pdf>

² بن إبراهيم الغالي، اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الإسلامية: من أجل معامل خصم في ظل الضوابط الشرعية (دراسة حالة بنك البركة الجزائري)، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2012/2013، ص 91.

المطلب الأول: مصادر الأموال في المصرف الإسلامي

تستخدم المصارف الإسلامية الكثير من الأموال التي تجلبها من مصادر مختلفة من أجل تمويل عملياتها المصرفية الإسلامية ضمن أحكام الشريعة الإسلامية حيث تختلف مصادر الأموال في المصارف الإسلامية بعض الشيء عن مصادر الأموال في البنوك التجارية، حيث إن الاستثمار في المصارف الإسلامية لا يتم بالفائدة، بل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، كما أن جميع المعاملات التي يتم استثمارها في المصارف الإسلامية هي معاملات ذات صفة شرعية، مثل المراجعة والمضاربة والإجارة والشراكة والإستصناع وبيع السلم والقرض الحسن، لكن في البنوك التقليدية يتم الاستثمار بالنقود بفائدة ربوية وهذا هو سبب الاختلاف¹. و يمكن أن نجتمع هذه المصادر في مجموعتين: مصادر أموال طويلة الأجل ومصادر أموال قصيرة الأجل إلا أن هناك من يصنفها إلى مصادر داخلية (ذاتية) ومصادر خارجية للمصرف الإسلامي:

1- مصادر الأموال الداخلية (الذاتية) للمصرف الإسلامي:

هذه المصادر تمثل نسبة ضئيلة من إجمالي مصادر أموال المصرف الإسلامي و تمثل حقا لأصحاب المصرف الإسلامي في صافي قيمة أصوله ولذلك يستحقون الربح لأنهم مالكون يتحملون تبعه ملكية هذه الأصول وتتألف هذه المصادر من حقوق المساهمين (رأس المال المدفوع الذي يمثل قيمة الأسهم المصدرة التي تم استيفاء قيمتها بالكامل، ومن الاحتياطات المختلفة، الأرباح المحتجزة) والمخصصات وبعض المصادر الأخرى.

1-1 رأس المال: إن رأس مال المساهمين هو ما يدفعه المؤسسون والمساهمون عند إنشائه مقابل قيمة اسمية للأسهم المصدرة وحسب النسبة التي يحددها قانون البنك المركزي، ويستخدم جزء منه في شراء موجودات ثابتة (كالأبنية، الأجهزة، المعدات الأخرى لبدء عمل المصرف²؛

1-2 الاحتياطات: وتنقسم الاحتياطات إلى³:

- الاحتياطي القانوني: هو عبارة عن نسبة معينة من الأرباح السنوية يفرضها القانون لتبقى داخل المصرف ولا توزع بأي شكل من الأشكال، وتبعا لقانون الدولة التي يوجد بها المصرف الإسلامي فإن جزء من الأرباح يحول إلى حساب الاحتياطي القانوني؛

¹ http://www.aleqt.com/2010/10/01/article_452400.html [consulter le 30/07/2016]

² صادق راشد الشمري، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار اليازوري، الأردن، 2011، ص193.

³ ناصر خليفة عبد المولى، محمد الصيرفي، البنوك الإسلامية - المفهوم الإداري والمحاسبي -، السحاب للنشر والتوزيع، 2010، ص63.

- **الاحتياطي الاختياري:** وهذا النوع من الاحتياطات لا يكون قانونيا (غير إجباري) ولا تعاقدي، بل يقترح من قبل مجلس الإدارة على الجمعية العامة للمساهمين عندما تكون هناك أرباح كافية تسمح بذلك، ويستعمل في الأغراض المقترحة من طرف المجلس ، وبحق توزيعه كليا أو جزئيا على المساهمين إذا لم يستعمل في تلك الأغراض؛

- **الاحتياطات الخاصة:** وتمثل المبالغ المتجمعة في هذا الحساب ما تم تحويله من الأرباح الصافية السنوية لمواجهة أية التزامات قد تطرأ على المصرف أو بهدف التوسع في النشاط أو لتقوية مركز المصرف المالي ومواجهة المخاطر التي قد يتعرض لها.

1-3- الأرباح المرحلة: تمثل أرباح محتجرة يتم ترحيلها للسنوات المالية التالية بناء على قرار من مجلس الإدارة وموافقة الجمعية العمومية على ذلك، وذلك لأغراض مالية واقتصادية؛

1-4- المخصصات: وهي تقتطع من إجمالي الأرباح أو الإيرادات لمواجهة خطر محتمل الحدوث خلال الفترة المالية المقبلة قد يكون من أجل مقابلة اهتلاك (النقص في قيمة الأصل) أو تجديد الأصول الثابتة أو مقابلة نقص في قيمة أي أصل من الأصول، أو بهدف مقابلة التزام أو خسائر يمكن التعرف عليها ولا يمكن تحديد قيمتها بدقة¹، والمخصصات لا تعتبر حقا من حقوق الملكية لأنها تعتبر تكلفة لم تصرف بعد، وتوظف في مجالات أخرى لا يعود بالربح على المساهمين.

1-5- بعض المصادر الأخرى: وهناك موارد أخرى متاح لدى المصارف الإسلامية مثل القروض الحسنة من المساهمين، والتأمين المدوع من قبل العملاء كغطاء اعتماد مستندي أو غطاء خطابات الضمان، وقيمة تأمين الخزائن الحديدية المؤجرة²؛

و تعد المصادر الداخلية للأموال في المصارف الإسلامية مصادر طويلة الأجل، وذلك في حالة ما إذا كانت نسبتها بالمقارنة بالمصادر الخارجية كبيرة، حيث يمكن استثمارها في المشروعات طويلة الأجل، أما في حالة ما إذا كانت تمثل نسبة ضئيلة فلا يمكن استثمارها³.

2- مصادر الأموال الخارجية للمصرف الإسلامي: وتشمل:

1-2- الودائع بمختلف أنواعها: حيث تعتبر المصدر الرئيسي للأموال الخارجية للمصرف الإسلامي، وقبل التعرف على أنواع الودائع ينبغي علينا أولا التعرف على مفهوم الودائع المصرفية حيث يقصد بالوديعة المصرفية: "بأنها عقد بمقتضاه يسلم أفراد أو

¹ الطيب مبروكي، المخصصات والاحتياطات في البنوك الإسلامية من منظور فقهي، مذكرة ماجستير في الفقه وأصوله، قسم الفقه وأصوله، كلية العلوم الإسلامية، جامعة المدينة العالمية، ماليزيا، 2011-2012، ص 23.

² محمد البلتاجي، المصارف الإسلامية النظرية- التطبيق- التحديات، سلسلة إضاءات حول المصارف الإسلامية، مكتبة الشروق الدولية، القاهرة-مصر-، 2012، ص 35.

³ نفس المرجع، ص 35.

هيئات مبلغا من النقود إلى المصرف بوسيلة من وسائل الإيداع على أن يتعهد الأخير برده أو برد مبلغ مماثل دفعة واحدة أو على دفعات لدى الطلب، أو بالشروط المتفق عليها ويكون للمصرف حق استعمال هذه النقود واستثمارها¹ وتمثل أنواع الودائع في²:

- **الودائع تحت الطلب (الحسابات الجارية):** وهي المبالغ التي يودعها أصحابها في المصرف، ويحق لهم سحبها في أي وقتٍ أرادوا بدون سابق إخطار من غير أن يحصلوا على أي فائدة، ويكون الرصيد النهائي وحده مستحقاً، ويمكن التعامل مع هذه الحسابات بالوسائل المتاحة، كالشيكات والتحويلات المصرفية وبطاقات الصراف الآلي والشبكة العالمية والهاتف المصرفي وغيرها.

- **ودائع الاستثمار (حسابات الاستثمار):** وفي إطار تكييف طبيعة عمل المصرف الإسلامي كمضارب تعتبر حسابات الاستثمار الوعاء الذي تندفق من خلاله الأموال من الوحدات ذات الفائض (أرباب المال) إلى المصرف الإسلامي (المضارب) بغرض استثمارها، وبالتالي تكون شروط وقواعد هذا الحساب مستمدة من شروط وقواعد المضاربة، فيتضمن فتح الحساب بنودا تتعلق بكيفية توزيع الأرباح والخسائر وتحديد نصيب المصرف المضارب مقابل عمله وإدارته وكذلك الإذن للمصرف بخلط المال والمضاربة فيه³، وتعتبر هذه الودائع الاستثمارية أو ما يعرف بالحسابات الاستثمارية المشتركة أهم مصدر خارجي لموارد المصارف الإسلامية، وهذا ما يميّز المصرف الإسلامي عن غيره من المصارف التجارية، لأن هذا النوع من الودائع يعتبر السند الأساسي لعملياته الاستثمارية، وهناك شكلين لهذه الحسابات⁴:

✓ **حسابات الاستثمار المخصص:** حيث تكون الأموال هنا موجهة لتمويل عمليات أو قطاع محدد جيدا من قبل أصحابها، أما عوائدهم فتعتمد على هذا النشاط الممول؛

✓ **حسابات الاستثمار المطلقة:** على عكس الحسابات الاستثمارية المخصصة فهي لا تهدف لتمويل نشاط محدد والعوائد هنا تعتمد على النتائج الإجمالية التي يحققها المصرف؛

¹ ديبان بن محمد الديبان، المعاملات المالية أصالة ومعاصرة، ط2، المجلد 19، فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، الرياض-المملكة العربية السعودية، 1434هـ ص360.

² عامر بن عيسى اللهو، مقالة بعنوان: "الودائع البنكية في المصارف الإسلامية دراسة تطبيقية"، 1429هـ، على الرابط <http://iefpedia.com/arab/a-6175> [consulter le 14/08/2016]

³ محمد الطاهر الهاشمي، المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية الأساس الفكري والممارسات الواقعية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، منشورات جامعة 7 أكتوبر بمصراته، ليبيا، 2010، ص 173.

⁴ Amine Mokhefi, **Les Banques Islamiques : "Fondements Theoriques, revue Elwahat de recherches et d'études**, Université de Ghardaia-Algerie-, N12, 28/01/2011, p10.

- حسابات لأجل : وهي حسابات ترتبط بأجل محدد لا يجوز لأصحابها السحب منها إلا بعد انقضاء المدة المحددة لكن

عادة ما تسمح المصارف الإسلامية بالسحب من هذه الحسابات إذا كانت سيولتها وظروفها تسمح بذلك¹؛

- حسابات التوفير (حسابات ادخارية): تعتبر مصدر من مصادر التمويل الخارجي للمصرف وتلتقي مع الوديعة الجارية

(ودائع تحت الطلب) في إمكانية السحب منها متى شاء المودع وتلتقي مع الوديعة الاستثمارية في إمكانية أن تدخل في مجال

المضاربة، وهناك آليات متعددة يمكن أن يتفاوض المصرف مع الزبائن باستخدام هذه الودائع، وبالتالي تنقسم إلى قسمين:

حساب ادخار مع التفويض بالاستثمار حيث يستحق المودع نصيبا من الربح ويحسب العائد من الربح أو الخسارة على

أقل رصيد شهري، و**حساب ادخار دون التفويض بالاستثمار** وعندها لا يحق لصاحب الوديعة ربح ويكون حكمه حكم

الحساب الجاري²؛

- حسابات خاضعة لإشعار: وتفتح هذه الحسابات حسب الإجراءات المتبعة لدى المصرف من قبل الزبائن مقابل حق

السحب من هذه الحسابات بناء على إشعار مسبق للسحب حسب المدة المعمول بها لدى المصرف وشارك هذه الحسابات

بنسبة 70 بالمئة من رصيدها السنوي للأرباح³؛

2-2- دفاتر الادخار الإسلامية: توفر المصارف الإسلامية وسيلة دفاتر الادخار الإسلامية كوديعة ادخارية بالمصارف

الإسلامية، بحيث توفر إمكانية السحب والإيداع في أي وقت ويتم تنفيذها ببعض المصارف الإسلامية ومنها المصرف الإسلامي

الدولي للاستثمار والتنمية، ويحسب عائد هذه الدفاتر سنويا وفقا لنتائج النشاط الفعلي للمصرف؛

2-3- صكوك الاستثمار: وحسب المعيار الشرعي رقم (17) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية تعرف

صكوك الاستثمار على أنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصا شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو في موجودات

مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت

من أجله، وتعرف هذه الصكوك في هذا المعيار بالصكوك الاستثمارية تمييزا لها عن الأسهم وسندات القرض⁴، أما أهم أنواع

صكوك الاستثمار حسب المعيار الشرعي (17) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية فنجدها ملخصة ومرتبطة من

قبل الباحث الدكتور بشير محمد موفق [أنظر الملحق رقم (1)] .

¹ محمود عبد العال، المعالجة المحاسبية لأدوات التمويل الإسلامي، دار القلم للنشر والتوزيع، الإمارات العربية المتحدة، 2013، ص101.

² صادق راشد الشمري، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص (193-205).

³ محمود عبد العال، مرجع سابق، 101.

⁴ <http://islamselect.net/mat/93287> [consulter le 15/08/2016]

والجدول الموالي رقم (1-6) بين قيمة ونسبة الإصدار لبعض الدول الرائدة في مجال إصدار الصكوك الإسلامية من إجمالي الإصدارات في الفترة 2001م إلى غاية ديسمبر 2010م، والملاحظ من هذا الجدول أن ماليزيا حافظت على تصدرها لإصدار هذه الصكوك بنسبة 58.51% من مجموع هذه الصكوك في 10 سنوات.

الجدول رقم (1-6): إجمالي الصكوك المصدرة من حيث القيمة في بعض الدول في الفترة
2001 إلى 2010م

الدولة	قيمة الصكوك المصدرة بمليون دولار	نسبتها إلى القيمة الإجمالية
ماليزيا	115393.76	58.51
الإمارات العربية المتحدة	32201	16.33
العربية السعودية	15351.88	7.78
السودان	13057.713	6.62
البحرين	6291.69	3.19
اندونيسيا	4658.5	2.36
باكستان	3447.207	1.75
قطر	2500.79	1.27
الكويت	1575	0.8
بروناي دار السلام	1175.91	0.6
الوم أ	767	0.39
بريطانيا	271	0.15
سنغافورة	191.96	0.1
ألمانيا	123	0.06
تركيا	100	0.05
اليابان	100	0.05
غامبيا	2.086	00
المجموع الكلي	197208.496	100

المصدر: بو عبد الله علي، بوقصبة الشريف، مداخلة بعنوان "أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا"، ص9. على الرابط www.kantakji.com/media/175465/docx.

2-4- حسابات الزكاة وحسابات الخدمات الاجتماعية: أين يتم فيها دفع المبالغ المفروضة من الزكاة والتبرعات أو الهبات من

أجل تمويل الخدمات الاجتماعية، و المصرف يدير استخدام هذه الأموال¹؛

2-5- صكوك المقارضة المشتركة أو المخصصة: وتعد من مصادر الأموال الخارجية للمصارف الإسلامية، وهي ناتج

البحث الذي قام به رجال المال والاقتصاد بالبنك الإسلامي الأردني حول تمويل المصرف للمشروعات العامة بما لا يتعارض

وأحكام الشريعة الإسلامية وتوصلوا إلى أن البنك الإسلامي بالأردن يقوم بإصدار هذين النوعين من الصكوك مشتركة أو

مخصصة²، وهي مبالغ مالية يعهد فيها المشاركون إلى المصرف لاستثمارها بالطريقة التي يراها المصرف مناسبة، حيث يتم تكوين

محفظة مالية برأسمال محدد، يجري استثمار جزء من أموال المحفظة في مشاريع مختلفة عقارية أو تجارية، وقد يجري استثمار جزء آخر

من أموالها في شراء أسهم أو سندات إسلامية أو مراجعات، ويوزع ناتج الربح والخسارة على المشاركين في المحفظة³؛

2-6- ودائع المؤسسات المالية الإسلامية ومستحقات المصارف العاملة: تقوم بعض المصارف الإسلامية بتحويل قسم من

الفوائض النقدية لديها إلى المصرف إما في صورة ودائع استثمار تأخذ عنها عوائد أو في صورة ودائع جارية لا تستحق عنها عوائد

وذلك لتسوية المعاملات بينها⁴؛

2-7- شهادات الإيداع: ويمكن للمصارف الإسلامية إصدار مثل هذه الشهادة على أساس مشاركة حاملها في الأرباح

والخسائر التي يحققها المصرف في عملياته الاستثمارية والتمويلية الكلية التي يمارسها دون تحديد أو تخصيص لشكل معين منها⁵،

وتعرف شهادات الإيداع بأنها أوراق أو صكوك يصدرها مصرف عام أو خاص، تثبت الحق لصاحبها في المبلغ المدخر لدى هذا

المصرف الاستثماري في عمليات التنمية المختلفة مع أخذ عائد محدد، فهذه الشهادات تمثل تطويراً لمفهوم الوديعة المصرفية، حيث

تتميز بدرجة عالية من المرونة التي تفتقر إليها تلك الوديعة، وذلك بقابليتها للتداول، كما لها القدرة على استيعاب ظاهرة التمويل

¹ Khouttem Ben Jedidia Daoud, **L'intermédiation financiers participative des banques islamiques- Islamic Participative Financial Intermédiation-**, les cahiers de la finance islamique, Ecole de Management Strasbourg, Université de Strasbourg, N:03, 06 /2013, p16.

² سامي يوسف كمال محمد، الصكوك المالية الإسلامية (الأزمة - المخرج) ، دار الفكر العربي للنشر، القاهرة-مصر-، 2010، ص45.

³ عمر محمد فهد شيخ عثمان، إدارة الموجودات/المطلوبات لدى المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية(دراسة تحليلية تطبيقية مقارنة)، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الفلسفة في العلوم المالية والمصرفية، تخصص مصارف، جامعة دمشق، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، دمشق، الجمهورية العربية السورية، 2009، ص 43.

⁴ صادق راشد الشمري، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص202.

⁵ عيسى مرازقة، محمد الشريف شخشاخ، "البنوك الإسلامية وعلاقتها بالسوق المالي الإسلامي دراسة حالة مصرف أبو ظبي"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية-الجزائر-، يومي 23-24 فيفري 2011، ص8.

قصير الأجل وتوفير مصدر أساسي للتمويل طويل الأجل بالمصارف الإسلامية، مما يمنحها القدرة على تحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية المأمولة¹؛

والجدير بالذكر أن الودائع تمثل البند الأكبر والأكثر أهمية في مصادر الأموال في المصارف التقليدية، ذلك أنها تقوم بالاقتراض من المودعين مقابل ثمن (الفائدة) ثم تقوم بإعادة إقراضها للمقترضين مقابل ثمن (الفائدة)، وفي ذلك تجارة بأموال الآخرين، في حين أن الجزء الأساسي والمهم في مصادر أموال المصارف الإسلامية وحتى في استخداماتها يرتبط بدرجة كبيرة بالاستثمار الذي يتم من خلال صيغ المشاركة والمضاربة الشرعية بعيدا عن الإقراض الربوي المحرم شرعا².

المطلب الثاني: استخدامات الأموال في المصارف الإسلامية وفق صيغ التمويل والاستثمار الشرعية

يمكن اختصار الأدوات أو الصيغ التمويلية والاستثمارية المعمول بها في المصارف الإسلامية في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-5): أدوات التمويل الإسلامي في المصارف الإسلامية

التمويل بدون هامش ربحي	التمويل على أساس إعطاء هامش ربحي	التمويل على أساس المشاركة في الربح
القرض الحسن	مرابحة البيوع الآجلة (بيع أجل، بيع السلم، ..) إجارة	مضاربة مشاركة

المصدر: إبراهيم جاسم جبار الياسري، إشكالية تطبيق عقد المضاربة في المصارف الإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة بالعراق، 2009، ص98.

الفرع الأول: التمويل على أساس المشاركة في الربح

يعتبر التمويل على أساس المشاركة في الربح والخسارة من أهم المبادئ التي تقوم عليها المصرفية الإسلامية، كما ويعتبر من أبرز الخصائص التي تميز العمل المصرفي الإسلامي عن العمل المصرفي التقليدي، وتظم هذه المجموعة كلا من صيغتي المشاركة

¹ أشرف محمد دوابه، "شهادات الإبداع القابلة للتداول رؤية إسلامية"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول: المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15-17 مايو 2005م على الرابط http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/proceeding/15.swf

² محمد بن بوزيان، بن حدو فؤاد، عبد الحق بن عمر، "البنوك الإسلامية والنظم والمعايير الاحترازية الجديدة: واقع وآفاق تطبيق مقررات بازل(3)"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي: النمو المستدام والتنمية الإسلامية الشاملة من منظور إسلامي، الدوحة-دولة قطر-، يومي 19-21 ديسمبر 2011، ص7.

والمضاربة الشرعية ، ودراسة هذين الصيغتين تتطلب نوعاً من التوسع لذلك اكتفينا بذكر أهم العناصر التي تخص هذين النوعين من الأساليب الاستثمارية؛

1 - صيغة المضاربة:

تعتبر المضاربة أقدم وسيلة استثمارية عرفت الشريعة الإسلامية، حيث عرفت قبل الإسلام، ثم أقرها التشريع الإسلامي، وقد تبنت المصارف الإسلامية المضاربة كبديل للتمويل الربوي¹، ذلك أن مسؤولية المصارف الإسلامية ليست مجرد تحقيق أعلى معدلات لتوظيف الموارد المالية المتاحة، ولا هي تحقيق أقصى أرباح ممكنة، وإنما هي تحقيق أعلى معدلات لتوظيف الموارد المالية بوسائل لا يُشكُّ البتة في شرعيتها لأجل خدمة الأهداف الاقتصادية التنموية الحقيقية للأمة الإسلامية؛ من هنا جاءت أهمية المضاربة في المصارف الإسلامية كأسلوب فعال يساهم في قيام المشروعات التنموية طبعاً دون إهمال الأساليب الأخرى؛

1-1 - مفهوم المضاربة: تختلف المضاربة في الفقه الإسلامي عنها في الفكر الاقتصادي المعاصر فهي في الفكر الاقتصادي

المعاصر - تعني: عمليات بيع وشراء، ولكنه بيع وشراء صوري، تنتقل معها العقود أو الأوراق المالية من يد إلى يد دون أن يكون في نية البائع أو المشتري تسليم أو تسلم موضوع العقد، وإنما غاية كل منهما الاستفادة من فرق السعرين ما اشتراه بالأمس وما باعه اليوم، وبين ما يشتره اليوم ويبيعه غداً، ولهذا تدور الصفقة عدة دورات بينهما إلى أن تنتهي إلى آخر مشتر يتسلم الموضوع محل الصفقة²؛

وهذا المفهوم يخالف المفهوم الفقهي للمضاربة ذلك أنها من العقود المسماة في الفقه الإسلامي، وهي أداة لتحقيق التعاون المستمر بين المال والعمل المصلحة من بملك المال ومن يقدم العمل، فتعرف على أنها عقد على شركة في الربح بين طرفين بمال من أحدهما وعمل من الآخر، وهي بهذا المعنى علاقة استثمارية تعاونية يشترك فيها صاحب المال، وصاحب الخبرة، يقدم الأول ماله للثاني، ويساهم الثاني باتخاذ القرار الاستثماري المتعلق بذلك المال وقد شرعها الإسلام وأباحها تيسيراً على الناس فالخلق متفاوتون في قدراتهم وأرزاقهم، فقد يكون لبعضهم المال، إلا أنهم لا يقدرون على استثماره، في حين يتمتع آخرون بالقدرة

¹ يونس صوالحي، محمد صبري بن هارون، فلاح محمد، المضاربة الإسلامية والمضاربة الربوية في البورصة وأثرها الاقتصادي، مجلة العدل، المملكة العربية السعودية، العدد 65، رمضان 1435هـ، ص241.

² زيد بن محمد الرماني، عقد المضاربة في الفقه الإسلامي وأثره على المصارف وبيوت التمويل الإسلامية، دار الصميعي للنشر والتوزيع، الرياض-المملكة العربية السعودية، 2000، ص14.

على الاستثمار والتجارة غير أنهم لا يملكون المال. ومن هنا أجازت الشريعة الإسلامية هذه المعاملة لينتفع هذان الطرفان وينتفع المجتمع كذلك¹.

1-2- صور المضاربة: تتشكل المضاربة وفقاً لثلاث صور هي²:

الصورة الأولى: وهي التي يتعدد فيها رؤوس الأموال، وينفرد فيها المضارب. و تتحقق هذه الصورة في حالة قيام المصرف باستثمار الودائع الاستثمارية المودعة لديه بنفسه مباشرة، ودون الاستعانة بمضاربين آخرين، وتقترب هذه الصورة من المضاربة المفردة باعتبار أن التعدد فيها من جانب واحد فقط؛

الصورة الثانية: وهي التي يتعدد فيها المضاربون، وينفرد فيها صاحب رأس المال، و تتحقق هذه الصورة في حالة قيام المصرف باستثمار الودائع الاستثمارية المودعة لديه، وإعطائها لرجال أعمال متعددين؛ وبهذا يكون المصرف بالنسبة لهؤلاء المضاربين هو صاحب رأس المال؛

الصورة الثالثة: هي الصيغة التعاقدية المطورة لشركة المضاربة التقليدية، وهذه الصيغة المطورة تقوم على أساس أن يعرض المصرف الإسلامي باعتباره مضارباً على أصحاب الأموال استثمار مدخراتهم لهم، ثم يعرض -أي المصرف باعتباره صاحب مال، أو وكيل على أصحاب الأموال- على رجال الأعمال أو أرباب التجارة استثمار أو تشغيل تلك الأموال، على أن توزع الأرباح حسب الاتفاق بين الأطراف الثلاثة، وتقع الخسارة على صاحب المال؛ وهذه الصورة وإن كانت تشبه الصورة السابقة من حيث الشكل، لكنها تختلف عنها من حيث تعدد أطرافها، ففي الصورة الثانية تكون العلاقات ثنائية الشكل وإن تعدد أفرادها؛ لأنها قائمة بين طرفين فقط: المصرف، والمضاربين أما في الصورة الثالثة من هذه الصور، فإن العلاقة تكون مشتركة بين ثلاثة أطراف: أصحاب الأموال والمصرف باعتباره وسيطاً بين أصحاب الأموال والمضاربين والطرف الثالث المضاربون وهم الذين يأخذون الأموال من المصرف لاستثمارها.

وتتخذ المضاربة شكلين هما³:

-المضاربة المطلقة: حيث لا يحدد صاحب المال وجه الاستثمار وإنما يعطي الحرية الكاملة لصاحب العمل بالتصرف

بذلك المال؛

¹ نجاد عبد الكريم أحمد، مرجع سابق، ص183.

² عادل سالم محمد الصغير، "المضاربة المشتركة من أهم صيغ التمويل المصرفي الإسلامي"، ورقة مقدمة إلى مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية الثاني، المركز العالي للمهن المالية والإدارية وأكاديمية الدراسات العليا، طرابلس، ليبيا، يومي 28 - 27 أبريل 2010 م، ص3.

³ ساهرة محمد حسن، المضاربة في الشريعة الإسلامية، مجلة كلية المأمون، كلية المأمون الجامعة، بغداد-العراق-، العدد السادس عشر، 2010، ص 103.

-المضاربة المقيدة: صاحب المال هنا يضع بعض الشروط على صاحب العمل كأن يحدد وجه الاستثمار لرأس مال

على أن يتفق الطرفان على ذلك ويتم بموجب العقد الذي بينهما.

1-3- شروط وأركان المضاربة: وتتضمن شروط المضاربة ما يلي:

أولاً: الشروط المتعلقة برأس المال : من شروط صحة المضاربة¹:

- أن يكون رأس المال نقداً؛

- أن يكون رأس المال معلوم المقدار والصفة عند العقد لأن جهالته تؤدي إلى جهالة الربح و معلومية الربح شرط لصحة المضاربة؛

- أن يكون رأس المال عينا -أي حاضرا- لا ديناً في ذمة المضارب؛

- تسليم رأس المال إلى المضارب لأنه أمانة فلا يصح إلا بالتسليم كالوديعة فلو شرط بقاء يد المالك على المال فسدت المضاربة؛

ثانياً: الشروط المتعلقة بالربح: ولأن الربح هو الهدف الذي قامت من أجله المضاربة، إذ لا تعدو عن كونها عقداً

على الشركة في الربح، ولقد اجمع الفقهاء على ضرورة بيان مقدار ربح كل طرف من أطراف عقد المضاربة على أن يكون هذا

الربح جزء مشاعاً وليس مقداراً محددًا وتتلخص أهم الشروط المتعلقة بالربح بما يلي² :

-تحديد حصة الطرفين من الربح عند التعاقد؛

-أن تكون الحصة المحددة حصة شائعة من الربح؛

-أن لا يختص أحد المتعاقدين بالربح دون الآخر؛

-أن يكون الربح محتصاً بالمتعاقدين دون غيرهما وفي هذا فصل الفقهاء على أن جواز اتفاق المتعاقدين إعطاء طرف

ثالث جزء من ربح المضاربة على سبيل الهبة، وهذا ما جعل هيئات الرقابة الشرعية في المصارف الإسلامية تفتي بجواز

اقتطاع جزء من أرباح المضاربة على أن يؤول في نهاية الأمر إلى جهات خيرية كصندوق الزكاة.

ثالثاً: الشروط المتعلقة بالعمل : لقد اعتبر الفقهاء العمل ركن من أركان المضاربة ووضعوا له شروطاً أهمها³:

- انفراد المضارب بالعمل وهذا أصل المضارب لأن رب المال لو استطاع أن يستثمر ماله بنفسه لما دفعه لغيره مضاربة؛

¹ حسن الأمين، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة، بحث رقم 11، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 2000، ص28.

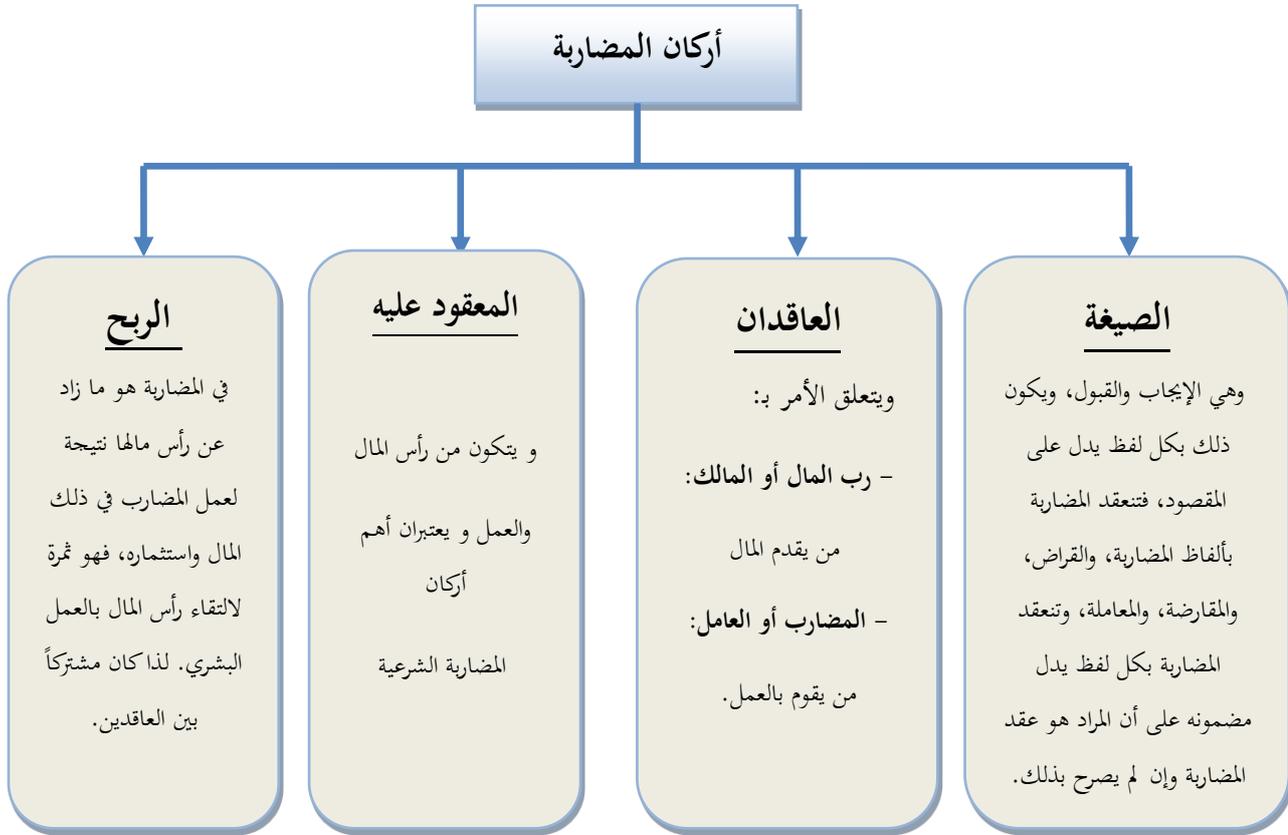
² حسين محمد سمحان، أساليب خلط مال المضاربة وآثارها في قياس الربح وتوزيعه في المصارف الإسلامية، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، جامعة آل البيت - الأردن، -، المجلد الرابع، العدد 04، 2008، ص (77-78).

³ تم الاعتماد على المرجعين: - يونس صوالحي، محمد صبري بن هارون، فلاق محمد، مرجع سابق، ص250.

- حسين محمد سمحان ، مرجع سابق، ص78.

- عدم التضييق على المضارب إلا بما هو ممكن من قبل رب المال في تصرفاته التي يهدف من خلالها إلى تحقيق الربح مع الالتزام بشروط العقد المبرم مع رب المال؛ رغم ذلك يجوز لرب المال وضع شروط تقيّد المضارب في العمل على أن لا تتعارض هذه الشروط مع مقتضى العقد. والمصارف الإسلامية تلتزم بمحذرين الشرطين في حالة كونها مضاربا أو رب مال؛
- ألا يكون مجال العمل في التجارة وتوابعها؛
- أما أركان المضاربة فيمكن تلخيصها في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-6): أركان المضاربة في الفقه الإسلامي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: زيد بن محمد الرماني، عقد المضاربة في الفقه الإسلامي وأثره على المصارف وبيوت التمويل الإسلامية، دار الصمعي للنشر والتوزيع، الرياض، 2000، ص34.

1-4- التوظيف بالمضاربة في المصارف الإسلامية:

الجدير بالذكر في توظيف صيغة المضاربة في المصارف الإسلامية أنها تقوم على مفهوم المضاربة المشتركة وليست مضاربة فردية، وتطبق فيها المضاربة على أربعة مراحل¹:

¹ إبراهيم جاسم الباسري، عقد المضاربة في المصارف الإسلامية - الإشكاليات والتطبيق -، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2011، ص (129-130).

المرحلة الأولى: يجري فيها تجميع مدخرات أصحاب رؤوس الأموال بصورة انفرادية لدى المصرف، فيبرم المصرف معهم عقدا يتم بمقتضاه تحديد مدة المضاربة، وكيفية توزيع الأرباح وشروطها، وكل ما يتعلق بعقد المضاربة من أحكام، وعادة ما تأتي أموال المضاربة من مصادر أموال المصرف الإسلامي سواء كانت داخلية أم خارجية؛

المرحلة الثانية: يقوم المصرف خلالها بدراسة فرص الاستثمار المتاحة، وتقييم المشروعات الإنتاجية المتاحة للتمويل، وتحديد مدى اتساقها مع أولويات الاستثمار الإسلامي، كما يجري المصرف تقويماً لإمكانات الربح واحتمالات الخسارة؛

المرحلة الثالثة: وفيها تسلم الأموال إلى المستثمرين كل على حدى، مع تحديد شروط المضاربة معهم، فتقوم بين المصرف وبينهم مجموعة من المضاربات الثنائية؛

المرحلة الرابعة: وهي المرحلة النهائية حين تحتسب الأرباح ويعاد رأس المال، فيحصل أصحاب رؤوس الأموال على النسبة المحددة في العقد عند استحقاق الأجل، أما المستثمرون فإنهم يحصلون على حصتهم من الربح بناء على الاتفاق المبرم مع المصرف على أن لا يكون محددًا ولا نسبة من رأس المال، وإنما على النسبة في الأرباح من العائد؛

2- صيغة المشاركة:

اهتم المنظرون لتجربة المصرفية الإسلامية بالمشاركة كصيغة أساسية لتعبئة واستخدام الموارد في المصارف الإسلامية، ويرجع هذا الاهتمام إلى كون المشاركة أكثر قدرة على تجميع الأرصدة النقدية القابلة للاستثمار، وأكثر قدرة على توزيع المتاح من الموارد النقدية على أفضل الاستخدامات لأغراض التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وأنها تسهم بشكل مباشر في عدالة توزيع الدخل القومي؛

وتعرف المشاركة على أنها عقد يتم بين طرفين أو أكثر من أجل تمويل مشروع، بحيث يتم توزيع الأرباح والخسائر بما يتناسب مع مساهماتهم الرأسمالية، وستند هذا العقد على أخلاق العمل، وعلاقة الثقة وربحية المشروع أو النشاط الممول¹.

2-1- صور المشاركة: حيث تنقسم إلى²:

¹ Elmelki Anes, **Le principe De Partage Des Profits Ou Des Pertes Dans Le Cadre Des Banques Islamiques: Illustration Modélisée Des Contrats De Financement Participatifs Moudaraba Et Moucharaka** , Global Journal Of Management And Business Research , Global Journals Inc (USA), volume 11, Issue 11, Version 1.0 Novembre 2011, P9.

² أحمد ياسين عبد، عزيز إسماعيل محمد، التمويل الاستثماري في المصارف الإسلامية وأهميته الاقتصادية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013، ص 469.

-المشاركة الدائمة: كأن يقوم المصرف بمشاركة شخص أو أكثر في إحدى المشروعات إذ يقدم المصرف التمويل المالي

للمشروع والزبون يقوم بإدارة المشروع وعائد الربح يقسم بينهما بحسب النسب المتفق عليها؛

-المشاركة المنتهية بالتملك: وتعني أن يشارك المصرف في رأس مال مشروع معين مع وعد من المصرف ببيع أسهمه

إلى شركائه، إذ تنتهي ملكية المشروع إلى الزبائن بعد مدة من الزمن إضافة إلى أساليب أخرى مثل المضاربة وبيع السلم والإجارة

المنتهية بالتملك فضلا عن أنشطة أخرى تحقق عائدا اجتماعيا مثل القرض الحسن وإخراج الزكاة إلى مستحقيها.

2-2- التوظيف بالمشاركة في المصارف الإسلامية

المشاركة في واقع التطبيق المصرفي هي تقدم المصرف والشريك (الزبون) المال بنسب متساوية أو متفاوتة من أجل إنشاء

مشروع جديد أو المساهمة في مشروع قائم بحيث يصبح كل واحد منهما ممتلكاً حصّة بنسبة معلومة في رأس المال بصفة ثابتة أو

متناقصة ويكون بموجبها مستحقاً للحقوق ومتحملاً للالتزامات مع توقيع عقد شرعي وقانوني بين الطرفين حاوياً لكل الشروط

والحقوق والواجبات¹؛ كما يمكن للبنك الإسلامي أن يطبق المشاركة بأسلوبين²:

-الأول: بمقتضاها يقوم المصرف بالاشتراك مع شخص أو أكثر لإنشاء مشروع استثماري، ويكون التمويل مشتركاً بين

جميع الأطراف فيكون لكل طرف نصيب من الأرباح المحققة فعلاً وإلا تحمل كل طرف نسبة من الخسارة بحسب مشاركته في

المشروع وتكون المحاسبة للخسائر والأرباح لكل سنة مالية، ويطلق على هذا الأسلوب من التمويل اسم المشاركة المستمرة كما و

يلائم هذا الأسلوب تمويل العمليات الإنتاجية التي تأخذ شكلاً قانونياً كشركة التضامن؛

-الثاني: ويتم وفقاً لهذه الصيغة إنشاء مشروع استثماري بين المصرف ومن يشاركه على أن يلتزم المصرف ببيع أسهمه

تدرجياً للشركاء الذين يلتزمون بالشراء إلى الحد الذي يستوفي معه المصرف كل مستحقاته ويصبح المشروع ملكاً للشريك أو

للشركاء وهذه العملية تسمح للمصرف بالحصول على الأرباح، وتمكن الشركاء من الحصول على مشروع استثماري لم يكن

بإمكانهم إنشاؤه بمفردهم.

¹ سراج الدين عثمان مصطفى، عقد المشاركة وتطبيقاته في المصارف الإسلامية، مجلة اتحاد المصارف العربية، مجلة شهرية متخصصة، لبنان، العدد 415، حيزران (جوان) 2015، ص 116.

² عقبة عبد اللاوي، نوال بن عمارة، صالحى ناحية، "التمويل بالمشاركة وأثره على التوازن الآني في سوقي النقد والسلع والخدمات"، ورقة مقدمة إلى مؤتمر الشارقة الدولي الأول في: التمويل الإسلامي، مركز الشارقة الإسلامي للدراسات والبحوث المالية الإسلامية، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، يومي 5-6 نوفمبر 2014م، ص (6-7).

الفرع الثاني: التمويل على أساس إعطاء هامش ربحي

تتضمن هذه المجموعة المنتجات المالية التي تقوم على الأصول الحقيقية (عقود البيوع و الإجارة)، حيث يعتبر التمويل على أساس إعطاء هامش ربحي من أهم الأساليب التمويلية والاستثمارية المستخدمة في المصارف الإسلامية وأكثرها إقبالا، وتضم هذه المجموعة:

1- صيغة المراجعة والمراجعة للآمر بالشراء:

تعرف المراجعة على أنها اتفاق يبيع بموجبه المصرف الإسلامي للعميل أصلا من نوع معين في حوزته بسعر التكلفة (سعر الشراء + التكاليف المباشرة الأخرى)¹، أما المراجعة للآمر بالشراء فتعرف على أنها البيع الذي يتفاوض بشأنه طرفان أو أكثر ويتواعدان على تنفيذ هذا التفاوض الذي يطلب بمقتضاه الأمر من المأمور شراء سلعة لنفسه ويعد الأمر المأمور بشرائها منه وتريحه فيها على أن يعقدا بيعا بعد تملك المأمور للسلعة، وهذا البيع قد يكون ملزما لأي من الأمر بالشراء أو المأمور على وجه الانفراد، ولا يجوز أن يكون ملزما لكليهما، ويستمد هذا البيع مشروعيته من مشروعية البيع عموما في الكتاب والسنة²؛

1-1- خصائص صيغة المراجعة: يمكننا إجمال الخصائص التي ساهمت في تطور وانتشار صيغة المراجعة في النقاط التالية³:

- تحقق المراجعة ربحا معقولا للمصرف في الأجل القصير مما يتيح للمصرف الإسلامي مصدرا لتوزيع عوائد على الودائع تمكنه من منافسة المصارف التقليدية؛

- تتصف صيغة المراجعة بالبساطة النسبية ذلك أن الربح محسوب كنسبة من ثمن البضاعة، مما يسهل على التاجر المتعامل مع المصرف تقدير هامش الربح الذي ينبغي عليه تحقيقه من بيع السلعة؛

- انخفاض معدل المخاطرة بالنسبة للتمويل بالمراجعة مقارنة بالتمويل بالمضاربات والمشاركات (ذلك أنها تحمل في طياتها معدلا أعلى من المخاطر الأخلاقية)، ولا يرتبط بنتيجة نشاط العميل، فكلما قصرت فترة تملك المصرف للسلعة انخفضت المخاطر؛

- إن توظيف جزء من موارد المصرف الإسلامي في المراجعة يتيح تولّد تيار من السيولة النقدية - ممثلا في الأقساط الدورية- مما يمكن المصرف من الوفاء بالتزاماته من قبل المودعين الراغبين في سحب جزء من ودائعهم؛

¹ شهاب أحمد سعيد العززي، مرجع سابق، ص 29.

² حسني عبد العزيز يحيى، الصيغ الإسلامية للاستثمار في رأس المال العامل، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الفلسفة، تخصص المصارف الإسلامية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2009، ص 48.

³ سانح بوئينين، التطبيقات العملية للمراجعة في المصارف الإسلامية (الواقع والآفاق)، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 50، شوال 1437 هـ الموافق ل يوليو 2016م، ص 116، على الرابط : http://giem.kantakji.com/files/issue/Vol_50.pdf

- تتصف المراجعة بأنها تصلح كوسيلة ائتمان مناسبة للنشاط التجاري، وتعتبر أداة منافسة جديدة بالتقدير في مواجهة" الائتمان التجاري الربوي" القائم على خصم الأوراق التجارية مقيدة الأجل وفتح الاعتماد والقرض بفائدة.

1-2- المراجعة للآمر بالشراء في المصارف الإسلامية:

رغبة من المصارف الإسلامية في توفير ما يحتاجه بعض المتعاملين من الحصول على أجهزة أو معدات أو أي سلعة أخرى قبل توفر الثمن المطلوب لذلك لديهم، يتقدم هؤلاء المتعاملون للمصرف الإسلامي طالبين تلك الأشياء وذاكرين وصفها وتسمياتها، فيقوم المصرف باستيرادها من الخارج أو شرائها من الداخل على أساس الوعد من قبل المتعاملين بشرائها، إذا وردت مطابقة للمواصفات وفي المكان والزمان المحددين بسعر تكلفتها مع ربح يتفق عليه مع المصرف، ثم يتفق على كيفية السداد، منها جزء مقدم يدفع عند الطلب دليلاً على الجدية في الشراء، والباقي يقسط على أقساط شهرية أو على دفعات يتحدد تاريخها في عقد البيع بالمراجعة بين المصرف وهؤلاء المتعاملين، وبعد استيفاء مجموعة الشروط الخاصة بالبضاعة والعمليات يقوم المصرف بإتمام هذا البيع طبقاً لذات الشروط، ونظراً لتعدد أطراف عملية البيع في المراجعة للآمر بالشراء وطبيعة المعاملة فقد أدى ذلك إلى اختلاف النظر الفقهي فيها¹.

2- مفهوم الاستصناع:

الاستصناع كلمة مشتق من كلمة صنع أو بناء شيء وبذلك هو أمر أو طلب لتصنيع شيء معين من المصنع (البائع) ، من الناحية التقنية هو عقد لشراء أو الحصول على شيء بسعر محدد والذي يمكن تصنيعه في وقت لاحق وفقاً للمواصفات المتفق عليها بين الطرفين، وبعبارة أخرى هو عقد بيع في العناصر المحددة التي سيتم تصنيعها مع التزام من جانب المصنع أو المتعهد بتسليمها إلى المشتري عند الانتهاء².

كما يعرف أيضاً على أنه اتفاق مع عميل على بيع أو شراء أصل لم يتم إنشاؤه بعد على أن تتم صناعته أو بناؤه وفقاً لمواصفات المشتري النهائي وتسليمه له في تاريخ مستقبلي محدد بسعر بيع محدد سلفاً³، و مقارنة مع التطبيقات التجارية الحالية،

¹ رائد حبر، بيع المراجعة للآمر بالشراء وضوابطه الرقابية في المصارف الإسلامية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، مجلة دورية تصدر عن الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية (مركز البحوث المالية والمصرفية)، المجلد التاسع عشر، العدد الثاني، عمان -الأردن-، السنة التاسعة عشرة، يوليو (جوان) 2011، ص46.

² Mohd Zulkifli Muhammada ,Rosita Chonga, **The contract of bay' AL-SALAM and ISTISNA' in Islamic commercial law: A comparative analysis**, Labuan e-Journal of Muamalat and Society (LGMS), University Malaysia Sabah, Vol. 1, 2007, p23.

³ شهاب أحمد سعيد العززي، إدارة البنوك الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص30.

يشبه الاستصناع عقد مقاوله كما هو معرف في المادة 549 من القانون المدني الجزائري: "المقاوله عقد يتعهد بمقتضاه أحد المتعاقدين أن يصنع شيئا أو أن يؤدي عملا مقابل أجر يتعهد به المتعاقد الآخر"¹.

2-1- أركان عقد الإستصناع

وأركان عقد الإستصناع هي الأشياء التي لا يوجد عقد الإستصناع إلا بها ولا يتم إلا عند توافرها، ومن أهمها نذكر²:

-الصيغة: وهي الإيجاب والقبول ذلك أن العقد شرعا ربط القبول بالإيجاب فكل ما يدل على التراضي بين المتعاقدين يعتبر إيجابا وقبولا*، وعلى أساس ما تقدم تعتبر الصيغة ركنا من أركان العقد أمر متفق عليه بين الفقهاء.

-العاقدان: وهما ركنا العقد عند جمهور الفقهاء ويشترط في العاقدان أن يكونا جائزي التصرف بأن يكون كل منهما مكلفا رشيدا، وهذا يتصور وجوده في الشخصية الطبيعية أما الشخصية الاعتبارية أو ما يطلق عليها اسم الشخصية المعنوية فيعتبر توفر الأهلية الكاملة بالنسبة للشركات ضمن أحكام القوانين من حيث إنشاء الشركة وشهرتها وإدارتها، كما يشترط في العاقدين عدم الإكراه.

-المعقود عليه: ولقد اعتبره جمهور الفقهاء ركنا أيضا واشترطوا للمعقود عليه شروط منها:

- ✓ لا بد أن يكون المعقود عليه مما أباح الشارع الانتفاع به فلا يجوز التعاقد على استصناع خمور أو مصانع لها... الخ بمعنى ألا يكون محرما شرعا أو محظورا قانونا وفي خلاف ذلك يعتبر العقد باطلا.
- ✓ كما يشترط في المعقود عليه أن يكون مقدورا على تسليمه وأن يكون معلوما برؤية أو صفة تحصل بها معرفته وذلك ببيان جنسه ونوعه وصفته وقدره لأنه مبيع فإذا جهل شيء من ذلك فسد العقد لأنه أصبح غررا.
- ✓ المعقود عليه هو العين المصنوعة والعمل معا وهذا ما أخذ به مجمع الفقه الإسلامي في جلسته في 7-12 ذي القعدة 1412 هـ الموافق لـ 4-9/5/1992م بجدة بشأن عقد الإستصناع حيث جاء فيه "أن عقد الإستصناع وارد على العمل والعين في الذمة"، لكن الأصل في المعقود عليه في عقد الإستصناع هو العين المصنوعة أو المستصنعة المملوكة للصانع.

¹ http://albaraka-bank.com/ar/index.php?option=com_content&task=view&id=229&Itemid=38 [consulter le 22/08/2016]

² وائل عربيات، المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية النظرية والتطبيق (أساليب الاستثمار-الاستصناع-المشاركة المتناقضة المنتهية بالتسليم)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص (168-171).

* الإيجاب لغة هو الإنبات والقبول معناه الرضا والتوافق.

2-2- الإستصناع في المصارف الإسلامية :

الإستصناع في المصارف فيعتبر خطوة رائدة لتنشيط الحركة الاقتصادية في البلد، وذلك إما يكون المصرف صانعا أو يكون

مستصنعا¹:

- إذا كان صانعا: فإنه يتمكن على أساس عقد الإستصناع من دخول عالم الصناعة والمقاولات بأفاقهما الربحية،

كصناعة السفن والطائرات والبيوت والطرق وغير ذلك، حيث يقوم المصرف بذلك من خلال أجهزة إدارية متخصصة بالعمل الصناعي في المصرف لتصنع الاحتياجات المطلوبة للمستصنعين؛

- إذا كان مستصنعا: فبتوفير ما يحتاجه المصرف من خلال عقد الإستصناع من الصناعيين والذي يوفر لهم التمويل

المبكر، ويضمن تسويق مصنوعاتهم، ويزيد من دخل الأفراد، مما يزيد من رخاء المجتمع بتداول السيولة المالية بين أبناء البلد.

3- صيغة البيع الآجل والبيع بالتقسيط

3-1- صيغة البيع الآجل:

اتجهت المصارف الإسلامية بنشاط ملحوظ لاستخدام البيوع في عمليات التمويل التي تقدمها ، ولتجاوز الصعوبات التي واجهتها في أنواع التمويل الأخرى كالمضاربة والمشاركة (سنأتي لشرحها لاحقا) ، ومن البيوع التي استخدمتها هذه المصارف البيع الآجل، ويعرف على أنه البيع الذي يتفق فيه العاقدان على تأجيل دفع الثمن إلى موعد محدد في المستقبل ، وقد يكون الدفع جملة واحدة ، أو على أقساط ، ولا بد فيه من معلومية الأجل ، ولا مانع من اشتغال الثمن على زيادة ضمنية عن ثمن البيع الحال ولكن لا يزيد مقدار الثمن المؤجل إذا لم يدفع في مواعده².

3-2- صيغة البيع بالتقسيط:

بيع التقسيط هو من الخدمات الائتمانية في المصارف الإسلامية، ويكون فيه التمويل للمشتري، ويعرف بأنه: عقد على مبيع حال بثمن مؤجل يسدد مفرقا على أجزاء معلومة في أوقات معلومة، ومن شروط البيع الآجل: أن يكون البائع مالكا للسلعة

¹ مداني أحمد، حريري عبد الغني، "نحو تطبيق عملي مبتكر لتعزيز منافسة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بصيغة "الإستصناع" في الجزائر"، ورقة مقدمة إلى المنتدى الدولي الرابع حول: المنافسة والاستراتيجيات التنافسية للمؤسسات الصناعية خارج قطاع المحروقات في الدول العربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف-الجزائر-، يومي 09-10 نوفمبر 2010، ص 7.

² محمد عبد الرؤوف حمزة، البيع في الفقه الإسلامي (مشروعيته وأنواعه) دراسة عن المراجعة كأهم الأساليب المستخدمة في المصارف الإسلامية، مذكرة ماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، قسم الاقتصاد الإسلامي، الشارقة للاستشارات الأكاديمية والجامعية، جامعة سانت كليمنتس، 2006-2007م، ص 18.

فلا يجوز أن يبيع سلعة وهو لا يملكها وأن لا يتحرك السعر بتحرك الزمن، حتى ولو اضطر أحد أطراف البيع إلى زيادة الأجل ووافق الآخر بشرط عدم زيادة السعر الأصلي المتفق عليه¹.

4- مفهوم عقد السلم:

عقد السلم ويقال له السلف أيضا وهو لغة أهل العراق السلف على عكس البيع الآجل، حيث يعني دفع ثمن السلعة عاجلا للبائع وتسلم المشتري لها منه آجلا، ولا خلاف بين الفقهاء على جواز بيع السلم على أن تحدد مواصفات السلعة المسلم فيها بدقة أو كما هو معروف في السوق ويكون كل من السعر والأجل معلوما للطرفين²، كما هناك عدة تعريفات للسلم في كتب الفقه و من بينها³:

- عقد على موصوف في الذمة مؤجل بثمن مقبوض في مجلس العقد.

- بيع معلوم بالذمة محصور بالصفة بعين حاضرة وما هو في حكمها إلى اجل معلوم.

4-1- الضوابط الواجب مراعاتها في عقد السلم

من أهم هذه الضوابط نذكر⁴:

- يجب أن يكون المبيع (المسلم فيه) بحوزة المسلم إليه (البائع) أو على الأقل يكون قادرا على توفيره وفقا للمواصفات والضوابط المتعلقة بهذا النوع من المبيع؛
- يجب أن يحدد المسلم فيه بدقة، وذلك ببيان نوعه وجنسه وسائر الصفات المميزة له، وكذا القدر والكمية؛
- يجب أن يحدد الثمن بدقة طبقا لمعايير عادلة للمتعاقدين؛
- يجب أن يسلم قيمة التمويل (رأس مال السلم) عند انعقاد عقد السلم وفي مجلس العقد، لأن هذا من شروطه؛
- عقد السلم عقد لازم لا يجوز لأي طرف من طرفيه أن يستقل بفسخه دون علم الآخر ورضاه؛
- يحدد الأجل لتسليم المسلم فيه بشكل محدد وقاطع ومعلوم لطرفي التعاقد؛
- يحدد مكان التسليم بدقة وخاصة عندما يكون المعقود عليه سلعة؛
- توثيق الدين المسلم فيه ويكون بالكتابة أو الشهادة ونحو ذلك.

¹ سامر مظهر قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، ط2، مجموعة دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، سوريا، 2015، ص228.

² شهاب أحمد سعيد العززي، مرجع سابق، ص43.

³ مجيد جاسم الشرع، المحاسبة في المنظمات المالية (المصارف الإسلامية)، دار إثراء للنشر والتوزيع، الشارقة، 2008، ص339.

⁴ محمد محمود الكاوي، البنوك الإسلامية (النشأة-التمويل-التطوير)، المكتبة العصرية للنشر و التوزيع، مصر، 2009، ص327.

4-2- السلم والسلم الموازي:

يمكن استخدام عقد السلم بصورة مباشرة بين المؤسسة المنتجة وعملائها الذين يرغبون في شراء منتجاتها ودفع أثمانها سلفاً، ويحد من هذا الاستخدام وجود اعتبارات أخرى مثل عدم ثقة المشتري في قدرة البائع على التنفيذ والالتزام بشروط العقد أو غير ذلك من الأسباب مما يفسح المجال لأطراف أخرى كالمصارف ومؤسسات التمويل لتقوم بدورها في العملية من خلال تطبيق صيغة عقد السلم والسلم الموازي¹،

4-3- عقد السلم في المصارف الإسلامية

يمكن أن يكون عقد السلم طريقاً للتمويل يغي عن القرض بفائدة، فمن عنده سلعة مشروعة ينتجها يمكنه أن يبيع كمية منها، تسلم في المستقبل، ويحصل على ثمنها حالاً، ولذلك يكون عقد السلم أحد الوسائل التي يستخدمها المصرف الإسلامي في الحصول على السلع موضوع تجارته، كما يستخدمه أيضاً في بيع ما تنتجه شركاته ومؤسساته، ولقد تبين من الواقع العملي أن العديد من المصارف الإسلامية تطبق هذه الصيغة في تمويل العديد من الشركات الصناعية. ويمكن استخدام بيع السلم في الإنشاءات العقارية عن طريق بيع الوحدات قبل إنشائها وتسليمها بعد الانتهاء منها، وبيع السلم من العقود التي تعطي مرونة كبيرة للاقتصاد الإسلامي، وتفتح مجالاً رحباً في الزراعة والصناعة، فبييع المزارع، أو الصانع إنتاجه مقدماً، ويحصل على ثمنه مقدماً على أن يسلمه في مدة لاحقة متفق عليها²؛

5- عقد الإجارة:

تشكل عقود أو صكوك الإجارة الإسلامية موضوعاً من الموضوعات الجديدة التي ظهرت حديثاً في رحاب الاقتصاد الإسلامي، فهي تمثل أداة تمويلية ناجحة يمكن أن تحل بديلاً لسندات الدين ذات الفائدة الثابتة والتي لا يمكن للمؤسسات المالية الإسلامية الأخذ بها، لما فيها من ربا صريح تحرمه الشريعة الإسلامية والإجارة كانت ومازالت أهم أدوات التمويل والاستثمار إذ تتيح الفرصة لتوسيع دائرة المشاركة في تحريك رؤوس الأموال والمدخرات في المجتمع.

¹ حسني عبد العزيز يحيى، مرجع سابق، ص72.

² محمد هشام جبر، "عمليات السلم والمعالجة المحاسبية لها"، ورقة مقدمة إلى ملتقى الخرطوم للصناعة المالية الإسلامية تحت عنوان: السلم وتطبيقاته المعاصرة، مركز بيان للهندسة المالية الإسلامية، السودان، يومي 10-11- نوفمبر 2014، ص8.

وتعرف الإجارة على أنها عقد يلتزم المؤجر بمقتضاه أن يمكن المستأجر من الانتفاع بشيء معين لمدة محدودة في مقابل عوض مالي وبالتالي فهي أوراق مالية قابل للتداول بيعا وشراء تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات وتتخذ من أحكام الفقه الإسلامي مرجعا رئيسيا لها¹.

- صكوك أو عقود الإجارة عبارة عن أوراق مالية متساوية القيمة تصدر ممثلة لقيمة العين المؤجرة تتيح لحاملها فرص الحصول على دخل الإيجار مقدار المساهمة التي دفعها حامل الصك قياسا على بقية المكتسبين، وتعتبر صكوك الإجارة اقل خطورة عند مقارنتها ببقية أدوات الملكية الأخرى كالأسهم مثلا، وذلك لأنه يمكن التنبؤ بدقة بعوائد الورقة المالية محل الإجارة وذلك لسهولة معرفة إيرادات ومصروفات العين المؤجرة²، كما عرفها البعض بأنه تمليك منفعة بعوض مع قيد التأقيت (تحديد الوقت)³.

5-1- أشكال عقود الإجارة: ونذكر منها⁴:

- الإجارة التمويلية: في هذا النوع يبقى المعقود عليه ملكا للمؤجر بعد نهاية مدة العقد أي بعدما استفاد المستأجر من المعقود عليه وانتفع به خلال مدة العقد ودفع أقساط إيجارية محددة؛

- الإجارة التشغيلية: وفي هذا النوع يتم تأجير المعقود عليه للقيام بعمل محدد ثم يسترد المعقود عليه لتأجيره مرة أخرى لشخص آخر.

- الإجارة المنتهية بالتملك: بحيث بانتهاء عقد الإجارة يكون المستأجر مالكا نهائيا للشيء المعقود عليه أي بعد انتهاء مدة العقد ودفع جميع الأقساط، فعقد الإيجار المنتهي بالتملك يهدف إلى إظهار عقد البيع في صورة عقد إجارة، فيتفادى البائع بذلك عدم اعتبار المشتري مالكا للمبيع، وبالتالي يتفادى عدم تصرف هذا الذي انتقلت إليه العين في المبيع، وتبقى الملكية للبائع (المؤجر)، فالغرض من هذا العقد هو ضمان بقاء ملكية هذا الشيء - الذي يراد انتقاله بالتأجير المنتهي بالتملك - للمؤجر وعدم تصرف المستأجر فيه ببيع أو غيره⁵.

¹ محمد مبارك البصمان، صكوك الإجارة الإسلامية (دراسة قانونية بالشريعة الإسلامية)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 22.

² مشري فريد، علاقة البنوك الإسلامية بالسوق المالي الإسلامي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2007/2008م، ص 73.

³ مجيد حاسم الشرع، مرجع سابق، ص 385.

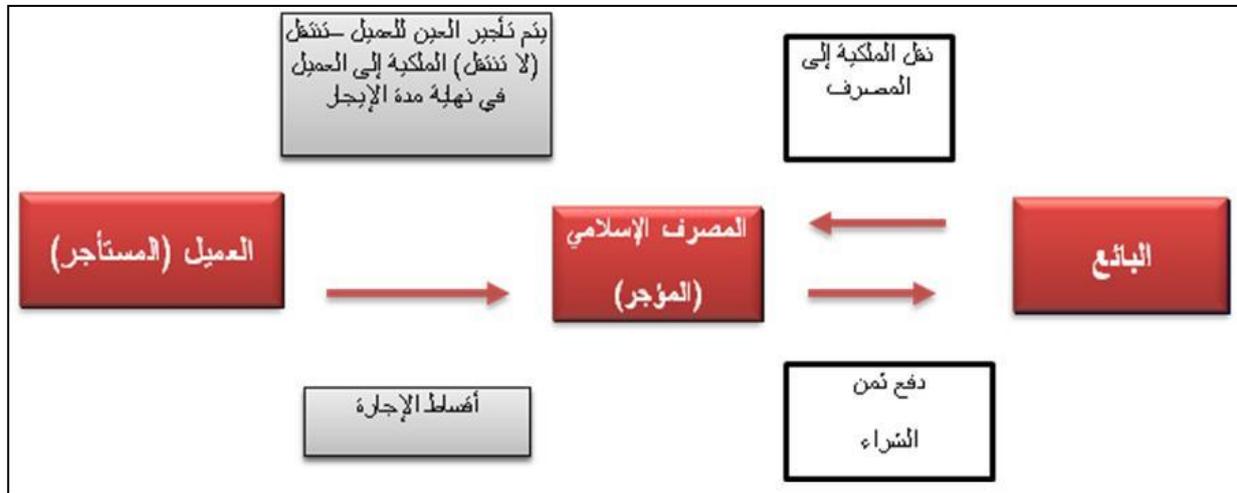
⁴ أحمد سليمان خصاونه، المصارف الإسلامية (مقررات لجنة بازل - تحديات العولمة - إستراتيجية مواجهتها)، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 93.

⁵ سعد بن تركي الختلان، فقه المعاملات المالية المعاصرة، دار الصميعي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2012، ص 135.

5-2- الإجارة في المصارف الإسلامية

أدخلت الإجارة كأسلوب تموي بالمؤسسات والشخصيات الاعتبارية والمصارف الإسلامية مع التسعينيات من القرن الماضي وذلك بعد أبحاث ودراسات فنية وشرعية، وقد كان لمجموعة دار المالي الإسلامي ومجموعة دلة البركة السبق في إعداد عقد جديد تحت اسم (الإجارة والاقتناء) وهذه الصيغة تعتبر من أهم صيغ التمويل الإسلامي لحاجة الناس لها في توفير دور السكن والنقل والترحيل وإلى الآلات والمعدات والإنشاءات لأعمالهم ومعاشهم¹، ويمكن توضيح هيكل عقد الإجارة في المصارف الإسلامية في الشكل الموالي:

الشكل رقم (1-7): هيكل عقد الإجارة والإجارة المنتهية بالتملك في المصارف الإسلامية



المصدر: <http://www.albaraka.com/ar/default.asp?action=article&ID=50>

[consulter le 30/08/2015]

ولقد بدأت المصارف الإسلامية تمارس صيغة الإجارة كأحد صيغ استثمار الأموال وتمويل رجال الأعمال ، ولقد تطورت تطوراً ملحوظاً لحاجة الناس إليها ، فيقوم المصارف الإسلامي بشراء الأصل الثابت المطلوب تأجير منافع بناء على طلب العميل ، ثم يوجه له إجارة تشغيلية أو إجارة منتهية بالتملك مع الوعد أو عدم الوعد بالبيع في نهاية مدة عقد الإجارة أو خلالها حسب الأحوال².

¹ محمد الفاتح محمود بشير المغربي ، "الإجارة المنتهية بالتملك بين النظرية والتطبيق" ، ورقة مقدمة إلى مؤتمر: الخدمات المصرفية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، جامعة عجلون الوطنية، الأردن، يومي 5-6 رجب 1434 هـ الموافق لـ 15-16 أيار 2013 م، ص 17.

² حسين حسين شحاتة، مقالة بعنوان "الأسس والمعالجات المحاسبية للإجارة والإجارة المنتهية بالتملك كما تقوم بها المصارف الإسلامية" ، سلسلة بحوث ودراسات في الفكر الاقتصادي الإسلامي، القاهرة، 2000، ص 7. على الرابط www.darelmashora.com/download.ashx?docid=1290

الفرع الثالث: التمويل بدون هامش ربحي

ويمكن تسمية هذا النوع من التمويل بالتمويل التكافلي حيث يتضمن هذا الأسلوب التمويل بالقروض الحسنة، وهناك من يضيف لهذه المجموعة أسلوب التمويل الزكوي، والقرض الحسن هو من التبرعات وليس من المعاضات، فلا يصح بيعه وشراؤه ويجوز القرض في الأشياء والنقود مع اشتراط إعادة مثلها، فمن اقترض مثلا مليون دينار لشهر يعيدها مليون دينار دون زيادة أو نقصان، ومن اقترض شيئا ما لفترة زمنية محددة يعيده هو أو مثيله في الموعد المحدد، ولأن المقرض لا يستفيد من القرض صار من جنس التبرعات، أي أنه تبرع بمنفعة الشيء المقرض دون مقابل، أما المقرض فمن الطبيعي أن يستفيد من القرض¹؛

إضافة إلى أساليب التمويل السابقة الذكر يوجد أسلوب التمويل بالمشاركة في الإنتاج وهو نوع من التمويل يشمل صيغ الاستثمار الزراعية ومنها²:

-**المزارعة:** هي تقديم عنصر الأرض والبذر المحددة لمالك معين إلى عامل (المزارع) ليقوم بالعمل والإنتاج، مقابل نصيب مما يخرج من الأرض (الإنتاج) وفق نسبة لكل منهما؛

-**المساقاة:** هي تقديم الثروة النباتية (الزرع والأشجار المثمرة) المحددة لمالك معين إلى عامل ليقوم باستغلالها وتنميتها (الري أو السقي والرعاية) على أساس أن يوزع الناتج في الثمار بينهما بحصة نسبية متفق عليها؛

-**المغارسة:** وتكون في الأشجار حيث يقوم العامل بغراسة أرض بيضاء لحساب صاحبها، حتى إذا أصبح ذلك الشجر منتجا أخذ العامل جزء من الأرض والشجر كأجرة له على ذلك العمل³؛

إن اختلاف صيغ استخدام الأموال في البنوك الإسلامية عن الصيغ التي تستخدمها البنوك التقليدية في ذلك يؤدي إلى أن القروض بكافة أشكالها و بما فيها التسهيلات الائتمانية النقدية التي تمنحها تمثل الجزء الأكبر و الهام في استخدامات موارد البنوك التقليدية، في حين أن الاستثمار من خلال صيغ المشاركة و المضاربة و غيرها يمثل الجزء الأكبر و الهام من استخدامات

¹ سامر مظهر قنطحي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 218.

² عبد الحليم عمار غربي، مصادر واستخدامات الأموال في البنوك الإسلامية على ضوء تجربتها المصرفية والمحاسبية، مجموعة دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، سوريا، 2013، ص 60.

³ سليمان ناصر، "المغارسة صيغة مفلى لإعمار الأراضي البور في البلدان العربية والإسلامية"، ورقة مقدمة إلى المنتدى العلمي الدولي التاسع حول: تحديات قطاع الزراعة في الدول العربية والإسلامية وسبل مواجهتها، الجمعية الوطنية للاقتصاديين الجزائريين، الجزائر العاصمة-الجزائر-، يومي 27 و 28 فيفري 2011، ص (2-3).

الموارد في البنوك الإسلامية، في حين أن الاستثمار لا يكون إلا جزءاً محدوداً من استخدامات الموارد في البنوك التقليدية، و هي تقوم به في الغالب عندما يتحقق لديها فائض في الموارد لديها يفوق حاجتها للاستخدام الأساسي فيها و هو الاقتراض¹.

المطلب الثالث: الخدمات المصرفية الإسلامية

ترجع أهمية الخدمات المصرفية إلى أن الإيرادات الناشئة عنها إيرادات منخفضة المخاطر، يقدم المصرف الإسلامي كافة الخدمات المصرفية التي يقدمها البنك التقليدي فيما عدا الخدمات المصرفية التي تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية والتي تستخدم أسعار الفائدة في تنفيذ تلك الخدمات، يمكن تلخيص أهم الخدمات التي تشترك أغلب المصارف الإسلامية في النقاط التالية:

- **فتح الحسابات:** ويتعلق الأمر بفتح حسابات جارية أو حسابات الادخار (دفاقر التوفير) أو حسابات الودائع الاستثمارية ويتوقف ذلك على طلب العميل واختياره لنوع الحساب المراد فتحه، ويتوقف أيضاً على مدى رغبته في تقاسم المخاطر مع المصرف (أي المشاركة في الربح و الخسارة)؛

- **الإعتمادات المستندية:** يعتبر أهم الخدمات المصرفية التي تقدمها المصارف بصفة عامة، حيث تعد أساس الحركة التجارية الدولية (الاستيراد التصدير)، ويعرف على أنه تعهد مكتوب من مصرف (يسمى المصدر) يسلم للبائع (المستفيد) بناء على طلب المشتري (مقدم الطلب أو الأمر) مطابقاً لتعليماته، أو يصدره المصرف بالأصالة عن نفسه يهدف إلى القيام بالوفاء (أي بوفاء نقدي أو كميالية أو خصمها) في حدود مبلغ معين في أثناء فترة معينة شريطة تسليم مستندات البضاعة مطابقة للتعليمات²؛

- **الأوراق التجارية:** وتشمل حفظ وتحصيل الأوراق التجارية فإذا قدم أحد العملاء إلى المصرف ورقة تجارية (كميالية أو سند لأمر) لحفظها أو تحصيل قيمتها له في تاريخ الاستحقاق فهذا جائز ويجوز للمصرف أن يتقاضى من العميل أجراً على التحصيل فهذه العملية ليست إلا من باب الإجارة المشروعة. أما خصم الأوراق التجارية: ومفهومها أن يتقدم المتعامل للمصرف بطلب تحصيل القيمة الحالية لكميالية تستحق بعد فترة بعد خصم مبلغ معين يتم احتسابه باستخدام سعر الفائدة، وهو يمثل الفترة

¹ محمد بن بوزيان، بن حدو فؤاد، عبد الحق بن عمر، مرجع سابق، ص 6.

² سامر مظهر قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص (170-171).

بين تاريخ الخصم وتاريخ الاستحقاق، وهذه العملية لا يجوز تنفيذها في المصارف الإسلامية لأنها تعتمد على استخدام سعر الفائدة في تحديد القيمة الحالية للكمبيالة¹؛

- **الأوراق المالية:** ويشمل الخدمات المتعلقة بالأوراق المالية وتشمل إيداع الأوراق المالية (الأسهم)، بيع وشراء الأوراق المالية (الأسهم دون السندات لأنها محرمة شرعاً) نيابة عن العملاء، إدارة الاكتتابات للشركات الجديدة، ... وغيرها، وهذه الخدمات يتم تكييفها باعتبارها عملية وكالة والوكالة جائزة شرعاً ويستحق المصرف عليها أجرها المناسب²؛

- **خطابات الضمان (الكفالات المصرفية):** هو خدمة مصرفية يقدمها المصرف لعملائه لتسهيل تعاملاتهم مع الجهات الحكومية والشركات، وهو تعهد كتابي يصدر من المصرف بناء على طلب المتعامل بدفع مبلغ نقدي أو قابل للتعيين بمجرد أن يطلب المستفيد ذلك من المصرف خلال مدة محددة، ويجوز امتداد الضمان لمدة إضافية قبل انتهاء المدة الأولى³؛

- **الصرف الأجنبي:** وتشمل عملية المتاجرة في العملات أي عملية بيع وشراء العملات، وهي نوع من البيوع تعني بيع أثمان بعضها ببعض وهي جائزة شرعاً شريطة مراعاة الأحكام والضوابط الشرعية في ذلك كأن يتم التقابض في الحال، ولا يجوز التأخير لأحد البديلين، لأن ذلك يدخلها في نطاق الربا المحرم شرعاً، كما ولا يجوز التعامل بالعملات في السوق الآجلة⁴؛

- **تأجير الخزائن الحديدية:** يقوم المصرف الإسلامي بإعداد خزائن حديدية لحفظ وثائق العملاء ومستنداتهم السرية ومقتنياتهم النفيسة والنقود، ولكل خزانة مفتاحان يسلم أحدهما للمستأجر ويحفظ الآخر لدى المصرف، ولا يستعمل الأخير إلا في حالة ضياع المفتاح الذي يحتفظ به العميل⁵؛

- **التحويلات المصرفية (تحويل الأموال في الداخل والخارج):** وهي من الخدمات التي تقدمها المصارف لعملائها وتدر عليها عائداً لا بأس به ويقدم المصرف هذه الخدمة باعتباره وكيلاً بالأداء ويحق له أن يتقاضى الأجر التي تتقاضاها سائر المصارف سواء كانت بالمبلغ النسبي أو بالمبلغ المحدد المقدار وفي حالة كون التحويل صادراً بالعملة الأجنبية فإن المصرف الإسلامي يقوم ببيع العملة الأجنبية لطالب التحويل بحسب سعر البيع في اليوم الذي يتم فيه التحويل⁶؛

¹ رفيق يونس المصري، المصارف الإسلامية دراسة شرعية لعدد منها، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز-2، جدة-المملكة العربية السعودية-، 1998م، ص 35

² الغريب ناصر، مرجع سابق، ص 211.

³ سامر مظهر قنطنجي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سابق، ص 192.

⁴ المعيار الشرعي رقم (1) حول المتاجرة بالعملات، لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، على الرابط <http://islamselect.net/mat/93269>

⁵ عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية، بحث رقم (66)، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 2004، ص (197-198).

⁶ نفس المرجع، ص (197-198).

- **الحولات المصرفية:** هي أمر صادر من طالب التحويل إلى المصرف، حيث يقوم طالب التحويل بدفع المبلغ المراد تحويله من العملة كالدينار مثلا ليعطيه المصرف في مقابله تحويلا على مصرف في بلد آخر بمبلغ معادل له بعملة أخرى كالدولار مثلا أو غيره من العملات الأجنبية¹؛

- **تحصيل الشيكات:** وهي مثل أوامر من العميل إلى المصرف ليدفع إلى آخر المبلغ المدون بالشيك من حسابه الجاري في المصرف، والشيك على هذه الصورة تنفيذ لشروط عقد الوديعة بين المصرف والعميل وهو تصرف بعيد عن الربا ومن الجائز استخدامه في المصارف الإسلامية²؛

- **الصراف الآلي وبطاقة الإئتمان:** يصدر المصرف الإسلامي لبعض العملاء بطاقة لها رقم سري خاص لصاحبها تمكنه من استخدام الصراف الآلي لأي فرع من فروع المصرف الإسلامي، ويحصل المصرف نظير استخراج بطاقة الصراف الآلي على أجر وهو جائز شرعا، ولقد تطور هذا النظام إلى إصدار ما يسمى ببطاقات الائتمان والتي تعطي لحاملها الحق في استخدامها لدفع أي مبالغ في حدود معينة ولقد أجازها الفقهاء شرط ألا يترتب عليها الحصول على فائدة أو سعر فائدة³.

المطلب الرابع: الأهداف الاستثمارية للمصارف الإسلامية

بالإضافة إلى الأهداف السابقة الذكر في المبحث الثالث هناك أهداف استثمارية أخرى لا تقل أهمية عن سابقتها تسعى المصارف الإسلامية إلى تحقيقها ذلك أن الوظيفة الاستثمارية في هذه المصارف تعد الأساس الذي تعتمد عليه باقي الوظائف، ومن أهم هذه الأهداف نذكر:

- تحقيق التنمية الاقتصادية والتقدم الاجتماعي للشعوب الإسلامية في إطار المعايير الشرعية، فهي تركز على حشد المدخرات المحلية وإعادة توظيفها بشكل يساهم في تحقيق درجة أفضل من الاكتفاء الذاتي للمجتمع الإسلامي من السلع والخدمات وذلك سيؤثر حتما على معدلات البطالة والتضخم وسيرفع من دخول عناصر الإنتاج المختلفة كما وسيساهم في إعادة توزيع الدخل بشكل متوازن وعادل⁴؛

¹ مروان محمد أبو فضة، عقد الوكالة وتطبيقاته في المصارف الإسلامية، مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية)، غزة-فلسطين، المجلد السابع عشر، العدد الثاني، يونيو 2009، ص 840.

² عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، مرجع سابق، ص 197.

³ حسين حسين شحاتة، المصارف الإسلامية بين الفكر والتطبيق، توزيع مكتبة التقوى بالقاهرة - مصر، 2006، ص 49.

⁴ لقمان محمد مرزوق، البنوك الإسلامية ودورها في تنمية اقتصاديات المغرب العربي، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 1996م، ص 198.

- تقدم بديل إسلامي لجميع المعاملات المصرفية، وبالتالي رفع القيد الذي يعيق المسلمين لدعم مشاريعهم الاقتصادية ذات الفائدة وكذا لغير المسلمين الراغبين في استثمار أموالهم بطريقة شرعية¹،

- تحكيم مبدأ احتياجات المجتمع ومصلحة الجماعة قبل النظر إلى العائد الذي يعود على الفرد، والعمل على القيام بالنشاطات الاقتصادية بما يحقق تنمية وانسجاما مع مضامين ومقاصد الشريعة الإسلامية من خلال الصيغ والوسائل التي تتفق معه²،

- نشر وتنمية الوعي المصرفي الإسلامي بما في ذلك الوعي الاستثماري الإسلامي وتطوير الثقة بالنظام الاقتصادي الإسلامي باعتباره الحل البديل والنظام الأمثل لتجنب الوقوع في الأزمات المالية والاقتصادية والاجتماعية³، والوعي الاستثماري هو "عملية توجيه وتوفير المعلومات الكافية للأفراد وتثقيفهم عن الاستثمار من أجل اتخاذ القرارات الاستثمارية بناء على معطيات علمية سليمة من خلال العديد من الأدوات والنشاطات والفعاليات المكثفة مثل: الدورات التدريبية، الندوات والملتقيات والزوايا التثقيفية في وسائل الإعلام المختلفة، ... وغيرها"⁴؛

- تطوير الأدوات المصرفية الإسلامية القائمة واستحداث الجديد منها بغية حشد المزيد من الموارد وإيجاد قنوات جديدة لتوظيفها وبشكل يغطي احتياجات الأفراد ويتوافق مع متطلبات العصر ضمن إطار الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية وهذا يعني إلزامية تبني المصارف الإسلامية لمفهوم الهندسة المالية الإسلامية⁵؛

- العمل من أجل الوصول إلى تحقيق سلامة وقوة المركز المالي للمصرف الإسلامي بالشكل الذي يجعله قادرا على زيادة حصته السوقية المرتبط منها بزيادة قدرته على تجميع الموارد وعلى استخدامها وعلى التوسع في خدماتها وبالشكل الذي يوفر نفعا أكبر للمساهمين والمتعاملين والمجتمع والاقتصاد ككل⁶.

¹ Chatti Mohamed Ali, article intitulé, **L'Impact de l'Application d'une Ethique Bancaire sur La Diversification des Banques Islamique**, revue Etudes en Economie Islamique, L'Institut Islamique de Recherche et de Formation, la Banque Islamique de Développement, Djeddah, Royaume d'Arabie Saoudite, Vol .6, No.1&2, Novembre 2012 et Mai 2013, p 3.

² عيسى بن سند بن غنام السحيمي المطيري، الرقابة الداخلية في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية وأثرها في الوقاية من الجرائم المالية، مذكرة ماجستير في العدالة الجنائية تخصص التشريع الجنائي الإسلامي، قسم العدالة الجنائية، كلية الدراسات العليا، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2010م، ص33.

³ لقمان محمد مرزوق، مرجع سابق، ص 198.

⁴ حمادة أحمد الطلاع، دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة - فلسطين، 2010م، ص 66.

⁵ لقمان محمد مرزوق، مرجع سابق، ص 198.

⁶ عيسى بن سند بن غنام السحيمي المطيري، مرجع سابق، ص 34.

المطلب الخامس: معوقات الاستثمار في المصارف الإسلامية

تعرض المصارف الإسلامية كغيرها من المؤسسات المالية إلى معوقات ومشاكل تعوقها نوعاً ما أو تؤخرها إن صح التعبير عن تحقيق أهدافها التي أنشأت من أجلها، هذه الأهداف التي اخترنا منها الأهداف الاستثمارية (تم التعرض إليها في المطلب السابق) لكون نشاط المصارف الإسلامية الاستثماري أهم ما يميزها عن المصارف التقليدية، وتتلخص أهم هذه المعوقات والمشاكل في النقاط التالية:

- تحدي القوانين والأنظمة السائدة والتي يمكن اعتباره من أهم العراقيل التي تواجه عمل المصارف الإسلامية، الأمر الذي يستدعي إعادة النظر في التشريع المالي لتسهيل عمليات التمويل باعتباره المحرك الرئيسي لتطوير القطاع الاقتصادي ككل، حيث يمكن تقسيم هذه التحديات إلى قسمين¹:

- ✓ عدم وضوح الأحكام القانونية بمعظم اتفاقيات التمويل الإسلامي، وافتقار هذه الاتفاقيات والعقود إلى الضبط والصيغة القانونية السليمة خاصة للمسائل الشرعية التي تنظم عمل المنتجات التجارية الإسلامية الأمر الذي ينتج عنه لبس وغموض في علاقة التعاقد يمكن أن يعرض الأطراف المتعاقدة لمخاطر قانونية جديدة،
- ✓ التحديات الناتجة عن البيئات التشريعية التي تعمل بها الصناعة المصرفية الإسلامية وعدم ملائمة بعض أحكامها (أي هذه البيئات) لطبيعة نشاط المصارف الإسلامية .

- تعرض المصارف الإسلامية لجملة من المخاطر قد تشترك في بعضها مع البنوك التقليدية باعتبارها وسائط مالية، وتنفرد في أخرى باعتبار أن صيغها التمويلية والاستثمارية ذات طبيعة منفردة ومتميزة، وقبل التعرض إلى أهم هذه المخاطر بجدد بنا أولاً توضيح مفهومها في الفكر الإسلامي، فمن المعاني التي ارتبطت بمفهوم الخطر والمخاطرة في كتابات العلماء المسلمين نجد: الغرر، الضمان، الكفالة والغنم والغرم وغيرها، ومع تطور علم الاقتصاد الإسلامي، أصبح استخدام مصطلح (الخطر) أو (المخاطرة) شائعاً لكن لا يمكن الجزم بوجود تعريف مجمع عليه بين الباحثين لهذا المصطلح²؛

¹ سلمان بطي الدوسري، مقالة بعنوان "تحديات قانونية تواجه صناعة المصرفية الإسلامية والتمويل الإسلامي"، جريدة الرياض، المملكة العربية السعودية، العدد 15299، ليوم الجمعة 14 مايو 2010م، على الرابط <http://www.alriyadh.com/525451>

² عبد الكريم أحمد قندوز، "التحولات في التمويل الإسلامي: حماية للمال ودافع لتنميته"، بحث مقدم إلى منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، يومي 22-24 مارس 2015م، ص (12-13).

ولقد تناول الفقهاء الشروط اللازمة للغرر المغتفر، وهي التي يتحدد في ضوءها شروط المخاطرة المقبولة وتتلخص هذه

الشروط في¹:

- أنه لا يمكن التحرز منها أي يستلزم أن تكون المخاطر من النوع الملازم للنشاط الحقيقي المولد للثروة، بحيث يتعذر تحقيق مصلحة التبادل دون احتمال هذه المخاطر؛
- أن تكون سيرة، و يقتضي أن يكون احتمال الخسارة قليلا أو منخفضا، بمعنى أن يكون احتمال السلامة من الخطر أقل من احتمال الهلاك؛
- أن تكون غير مقصودة وهو شرط ناتج عن الشرطين الأولين فالهدف من النشاط الاقتصادي هو القيمة التي يولدها وليس المخاطرة التي يستلزمها، فإذا كانت المخاطرة تابعة للنشاط الحقيقي وكانت سيرة، فستكون بطبيعة الحال غير مقصودة.

وتنقسم المخاطر التي قد تواجه المصارف الإسلامية إلى:

1- المخاطر المشتركة بين المصارف الإسلامية والتقليدية: والتي تتلخص في ، مخاطر السوق (مخاطر السعر المرجعي)،

المخاطر الائتمانية ، مخاطر السيولة، المخاطر التشغيلية والمخاطر القانونية، ويمكن تلخيص هذه المخاطر في النقاط التالية:

1-1- مخاطر السوق (مخاطر السعر المرجعي):

على غرار المصارف التقليدية تتعرض المصارف الإسلامية إلى مخاطر السوق الناشئة عن التغيرات في أسعار الفائدة، وبما أنها لا تتعامل بالفائدة (الربا) لا أخذًا ولا عطاء فهي تواجهها (مخاطر سعر الفائدة) بطريقة غير مباشرة من خلال معدل هامش الربح على عمليات البيع المؤجل والمعاملات القائمة على التأجير² ، ويمكن تسمية هذه المخاطر بمخاطر السعر المرجعي ذلك أن المصارف الإسلامية تستخدم سعرا مرجعيا لتحديد أسعار أدواتها المالية المختلفة فمثلا في عقد المرابحة يتحدد هامش الربح بإضافة هامش المخاطرة إلى السعر المرجعي والذي في العادة هو مؤشر الليبور (Libor)، هذا الأخير الذي يمثل سعر

¹ سامي بن ابراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة-المملكة العربية السعودية-، 2007م، ص 67.

² طارق الله خان، الرقابة و الإشراف على المصارف الإسلامية، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 2000،

الفائدة السائد بين بنوك لندن ويستخدم كمقياس مرجعي على نطاق واسع، وقد أصبح اليوم موضع انتقاد¹، وبالتالي فمن الطبيعي أن تتعرض أصولها لخطر التغيير في معدل الليبور²؛

1-2- مخاطر الائتمان (مخاطر الطرف المقابل)

ويظهر هذا الخطر عند عدم قيام المدين بالوفاء بالتزاماته عند تاريخ استحقاقها، وهذا يعني عندما يكون الطرف الآخر غير قادر على الوفاء التام بالتزاماته في الوقت المحدد. فهذا النوع من المخاطر حاضر و متواجد في معظم عقود التمويل الإسلامية كعقد الاستصناع، و البيع بالتقسيط حيث أن هذه العقود هي بيوع آجلة تؤدي إلى نشوء الدين في سجلات المصرف وبذلك فهو يتحمل المخاطر التي لا يمكن للعملاء سداد ديونهم، كما أنه في عقود الإجارة (التأجير) قد يواجه المصرف الإسلامي أيضا خطر الائتمان عندما يفشل المستأجر على دفع أقساط الإيجار هذا من ناحية، ومن ناحية أخرى فمخاطر الائتمان تشمل أيضا عقود المشاركات والاستثمارات (على الرغم من أنها عقود مبنية على المشاركة في الربح والخسارة) فهي تنشأ عندما يكون أحد الشريكين هو سبب الإضرار أو الإهمال للممتلكات التي يديرها³؛

1-3- المخاطر التشغيلية:

تنتج هذه المخاطر من عدم ملائمة أو ضعف الإجراءات: الأشخاص (بما فيهم المتعاملون المستثمرون أو الموارد البشرية المتاحة أي العاملون)، النظام الداخلي، أيضا العوامل الخارجية (الكوارث الطبيعية، الإرهاب، التغيرات التشريعية و التنظيمية،... و غيرها، و المصارف الإسلامية على وجه الخصوص أكثر عرضة لهذه المخاطر و ذلك لعدة أسباب أبرزها التعقيدات التي تخص إدارة المنتجات أو الأدوات التي تعتمد على المشاركة في الربح و الخسارة، نضيف إلى ذلك تنوع الاستثمارات الممكنة، غياب نظام معلوماتي للتسيير أو برامج تتماشى والنشاط المصرفي الإسلامي⁴، بالإضافة إلى عدم وجود أشخاص مؤهلين قادرين على تطوير هذه المصارف.

¹ <https://www.imf.org/external/arabic/pubs/ft/fandd/2012/12/pdf/basics.pdf> [consulter le 07/09/2016]

² طارق الله خان، حبيب أحمد، إدارة المخاطر (تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية)، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة-المملكة العربية السعودية-، 2003، ص 65.

³ Chatti Mohamed Ali, OPCIT, P(8-9).

⁴ Bahri Oum El Kheir, "La finance islamique compartiment de la finance d ' aujourd'hui", Mémoire de Magister, faculté de droit, université d'Oran- Algérie, 2011-2012, P113.

1-4- مخاطر السيولة:

وهي المخاطر الناشئة عن عدم كفاية السيولة لمتطلبات التشغيل العادية وتقلل من قدرة المصرف على الوفاء بالتزاماته في موعدها، ويعد المقياس الحقيقي لكفاءة السيولة لأي منشأة هو مدى قدرتها على تحويل أصولها إلى نقد بيسر وسهولة، ولكن نظراً لطبيعة صيغ التمويل المستخدمة في المصارف الإسلامية والتي تعمل في مجال الاقتصاد الحقيقي فلا يمكن تحويلها وتصنيفها بسهولة¹، وتتمثل أهم المشكلات التي تواجه المصارف الإسلامية في إدارة سيولتها في²:

- تباين أجل الاستحقاق؛

- البطء في تطوير أدوات مالية إسلامية؛

- عدم وجود السوق الثانوي الإسلامي؛

- الاعتماد على الحسابات الجارية بشكل كبير؛

- القيود الشرعية على بيع الديون والتي تمثل جزء كبيراً من أصول المصارف الإسلامية؛

- عدم وجود تسهيلات المقرض الأخير؛

- عدم وجود أدوات قصيرة الأجل لاستثمار فائض السيولة؛

- عدم وجود سوق مصرفية بين المصارف الإسلامية؛

2- مخاطر صيغ التمويل الإسلامية: وتتمثل في مخاطر التمويل بالمشاركات سواء كان التمويل بصيغة المشاركة أو المضاربة،

فالمخاطر التي قد يتعرض لها المصرف مثلاً في حالة التمويل بالمشاركة الدائمة نجد: مخاطر تآكل رأس المال وهي خسارة المبلغ المقدم للمشروع، مخاطر إدارة المشروع من قبل الشريك العامل الذي يدير أعمال الشركة وبالتالي التعرض لمخاطر التشغيل كما أشرنا سابقاً، أما في حالة المشاركة المتناقصة فقد تنشأ مخاطر عدم قدرة أو رغبة الشريك بالدفع للمصرف (مخاطر ائتمان) إضافة إلى وجود احتمالية حدوث المخاطر المتعلقة بتقصير المصرف في دراسة المشروع الائتمانية أو أي أخطاء من قبل المصرف تعرض المشروع للخسارة (مخاطر تشغيلية)، ومن بين المخاطر التي قد يتعرض لها المصرف الإسلامي أيضاً في حالة التمويل بالمضاربة نجد مخاطر السوق بحث إذا كان النشاط في مشروع تجاري يمارس أعماله في السلع أو الأسهم فقد يتعرض لتقلبات أسعار الأسهم أو

¹ محمد البلتاجي، " نموذج لقياس مخاطر في المصرفية الإسلامية بغرض الحد منها"، ورقة مقدمة إلى ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية النسخة الرابعة حول: التحول وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، يومي 5-6 أبريل 2012، ص 17.

² شوقي بورية، بحث بعنوان " إدارة السيولة في المصارف الإسلامية"، حوار الأربعاء لعام 2010-2011م (لقاء علمي في معهد الاقتصاد الإسلامي)، جامعة الملك عبد العزيز، ص 6. على الرابط <http://iei.kau.edu.sa/Pages-Hiwarat-32-03.aspx>

السلع، بالإضافة إلى إمكانية حدوث المخاطر التشغيلية والمخاطر الائتمانية¹، أما صيغة المراجعة فبالرغم من أنها أكثر الصيغ شيوعاً لاعتقاد هذه المصارف أنها أسهل الصيغ قابلية للتطبيق وأكثرها انخفاضاً في درجة المخاطر من الصيغ الأخرى إلا أنها لا تخلو هي الأخرى من المخاطر بحيث يمكن أن تعرض أموال المصرف للخطر في حالة عجز العميل عن السداد و عدم الحصول على ضمانات كافية، كما أن ثبات أرباح المصرف طوال مدة المراجعة وتحمل المصرف المسؤولية تجاه البضاعة سواء هلاك السلعة المشتراة أو غير ذلك² يعتبران من أهم مخاطر صيغة التمويل بالمراجعة التي لا يفضلها العلماء المؤسسون لفكرة المصرفية الإسلامية لأنها من صيغ المدائيات.

إضافة إلى ما سبق ذكره نجد أيضاً التمويل بعقد الاستصناع الذي يكتنفه هو الآخر العديد من المخاطر كمخاطر فشل الطرف الآخر في تسليم السلعة في موعدها أو تكون سلعة رديئة وكذا مخاطر العجز عن السداد من جانب المشتري في تواريخ الاستحقاق المتفق عليها³. كما وقد نجد أيضاً المخاطر المصاحبة للتمويل الإيجاري (الإجارة) ومن أهمها مخاطر الائتمان المتعلقة بمدفوعات الإيجار التي في ذمة المستأجر ومخاطر السوق في حالة عدم رغبة المستأجر تنفيذ العقد، الأمر الذي يدفع بالمؤجر إعادة أقساط الشراء بعد خصم المبالغ المستحقة، وكانت قيمة الأصل المسترد أقل من المبلغ المراد إعادته، وبالتالي الفرق يشكل خسارة للمؤجر⁴.

وهناك تصنيف آخر يمكن الاعتماد عليه في تصنيف المخاطر التي قد تواجه المصارف الإسلامية وتنقسم إلى عوامل داخلية وعوامل خارجية كما هو معبر عنه في الشكل (1-8).

¹ موسى عمر مبارك أبو محميد، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل2، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الفلسفة في تخصص المصارف الإسلامية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2008م، ص (101-102).

² غالب عوض الرفاعي، فيصل صادق عارضه، "إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي بعنوان: إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة الأردنية، يومي 16-18 نيسان (أفريل) 2007، ص 16.

³ طاهر بعداش، محمد السعيد جوال، "السيطرة الرقابية على مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية ومبرراتها الاقتصادية"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع،... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية-الجزائر، أيام 23/24/2011، ص 7.

⁴ نفس المرجع، ص9.

الشكل رقم (1-8): مخاطر الاستثمار التي تواجه المصارف الإسلامية



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: سيد سالم عرفه، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009، ص (123-127).

وحسب ما جاء في موقع صندوق النقد الدولي أن المصارف الإسلامية تواجه مخاطر إضافية تنفرد بها عن باقي المصارف التقليدية بالإضافة إلى المخاطر السابقة الذكر (مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة، مخاطر السوق، ...) ¹ ما يلي:

- **مخاطر عدم مطابقة الشريعة:** تنشأ عن احتمال ألا يتم إقرار المنتجات المعروضة على العملاء بعد صدورها باعتبارها غير مطابقة لأحكام الشريعة الإسلامية؛
- **المخاطر التجارية المنقولة:** تنشأ عن توقع أصحاب الحسابات الاستثمارية المشاركة في الأرباح أن تدر عليهم هذه الحسابات عائدا مماثلا لما تقدمه البنوك التقليدية، رغم ما يفترض من اختلاف العائد في هذه الحالة تبعا لربحية الاستثمارات، مما قد يضطر مساهمو البنك إلى التنازل عن جزء من أرباحهم؛

¹ <http://www.imf.org/external/arabic/themes/islamicfinance/index.htm#3> [consulter le 28/04/2016]

• مخاطر الاستثمار في حقوق الملكية: تنشأ عن أدوات التمويل مع المشاركة في الأرباح وهي أدوات تنفرد بها

الصيرفة الإسلامية.

ويضاف أيضا إلى ما سبق ذكره من المخاطر:

- التنميط المستندي حيث تختلف مستندات عمليات المصارف الإسلامية اختلافا كبيرا عنها في المؤسسات المالية الأخرى، وليس المقصود هنا اختلاف الصياغة ذلك أن لكل مؤسسة مستشاروها الشرعيون والقانونيون الذين يتولون تحديد المبادئ واختيار الصيغة الملائمة، ولكن المقصود هنا هو التفاوت الجوهري من حيث استيفاء بعض المستندات لكل المتطلبات العملية ونقصها¹؛

- ضعف الاهتمام بانتقاء العاملين على أساس الكفاءة (خصوصا في المجال الاستثماري) وغياب فرص التدريب لهم يعتبر من أهم المشكلات الإدارية التي قد تواجه عمل المصارف الإسلامية، الأمر الذي قد يجعل هؤلاء العاملين غير قادرين على استخدام التقنية الحديثة في العمل المصرفي، ويضاف إلى ذلك أن نسبة كبيرة من العاملين في المصارف الإسلامية كانوا يعملون في المصارف التقليدية وما زالوا متأثرين بالعمل المصرف الربوي²؛

- صغر حجم رؤوس أموال المصارف الإسلامية، فعند مقارنة حجم التمويل الإسلامي في العالم الذي بلغ حوالي 2 تريليون دولار أمريكي نهاية سنة 2014م مع مجموع أصول أكبر مصرف في العالم (حاليا) و الذي وصل إلى 2.8 تريليون دولار أمريكي نستنتج أن حجم التمويل الإسلامي لا يزال ضعيفا إذا ما قورن مع حجم أجول أكبر مصرف في العالم، حتى أنه ذهب بعض الباحثين إلى ضرورة أن تندمج المصارف الإسلامية أو تتحالف استراتيجيا لضمان بقائها ضمن منافسة شديدة ذات أوجه متعددة وهذا نظرا لصغر حجمها ولكي تستفيد أيضا أو تشارك فعلا في العولمة وإجراءاتها³؛

- الافتقار إلى وجود سوق مالية إسلامية ودولية منظمة قادرة على مساعدة المؤسسات المصرفية والمالية الإسلامية على الاستخدام الأمثل للأموال التي يديرها، وأيضا مساعدتها على تعبئة الأموال من خلال هذه الأسواق⁴؛

¹ شوقي بورية، الكفاءة التشغيلية للمصارف الإسلامية (دراسة مقارنة)، مرجع سابق، ص 17.

² افتخار محمد مناحي الرفيعي، خميس محمد حسن، أحمد ياسين عبد، المصارف الإسلامية ودورها في عملية التنمية الاقتصادية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، العدد الحادي والثلاثون، 2012، ص 29.

³ سليمان ناصر، محاضرة بعنوان "التحديات الراهنة للمصرفية الإسلامية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، هيرندن، فيرجينيا، الولايات المتحدة الأمريكية، ألفت بتاريخ 2015/05/15م، ص (2-3).

⁴ نجاد عبد الكريم أحمد، مرجع سابق، ص 188.

- تركيز سياسات التمويل في المصارف الإسلامية على المشروعات القصيرة الأجل كالأستثمار السلعي والتأجير التمويلي وعمليات البيع بالتقسيط والمراجعة، مما أدى ذلك إلى الانحراف في أساليب الأستثمار والتمويل، حيث أن المجمع الفقهي الإسلامي أوصى المصارف بالتوسع بمجالات المضاربة والمشاركة والتقليل من المراجحات والتورق وعليه فإن التنوع في العمليات الأستثمارية وإعطاء الأفضلية للمشروعات الطويلة الأجل في التمويل يعد من الأتديات الكبيرة التي تواجه عمل المصارف الإسلامية¹؛

- بروز بعض المشكلات المتعلقة بتحديد وقياس نصيب المستثمر من عائد الأستثمارات بطريقة أمينة وعادلة، وقد أجبرت بعض المصارف الإسلامية إلى اللجوء للتقدير والتقريب فضلاً عن المشكلات المتعلقة بقياس وتوزيع الأرباح والخسائر في هذه المصارف²؛

- مشكلة السيولة النقدية الفائضة عند بعض المصارف الإسلامية والنقص الحاد فيها عند غيرهم، مما أدى إلى أن من تملك الفائض وخاصة في المصارف الإسلامية اليمنية لا تعرف أين تذهب به، وفي حالة نقص السيولة النقدية نتيجة عدم قدرة المصرف الإسلامي في جذب المدخرات كونه وسيط مالي فهو بالتالي لا يستطيع التعامل مع البنك المركزي بالفائدة الربوية عند حاجته للسيولة كحال المصارف الربوية³،

- عدم كفاية الآليات المنظمة للتنسيق العملي بين مؤسسات العمل المصرفي الإسلامي من جهة وعدم إلزامية التطبيق لمعايير المؤسسات الداعمة للعمل المصرفي الإسلامي من جهة أخرى، حيث تطرقنا إلى هذه الأخيرة في المبحث الثاني في نفس الفصل والتي ذكرنا من أهمها: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المجلس العام للبنوك الإسلامية، المجلس العام للخدمات المالية الإسلامية، ... وغيرها، فالاستفادة من المعايير التي تصدرها هذه المؤسسات يتطلب الالتزام بتطبيقها، وذلك لن يتأتى إلا بصورة إلزام من طرف المصارف المركزية للدول الإسلامية والتي معظمها أعضاء في هذه الهيئات والمؤسسات، ذلك أن عدم الالتزام بتطبيقها ينجر عنه ضياع للجهد والوقت والمال، خاصة وأن تلك المعايير تلقى اعترافاً من المؤسسات المختصة على المستوى الدولي⁴.

¹ مصطفى ناطق صالح مطلوب، معوقات عمل المصارف الإسلامية وسبل المعالجة لتطويرها، مجلة البحوث والدراسات الإسلامية، الهيئة العلمية الأستشارية/ديوان الوقف السني، العراق، العدد 29، سنة 2012 ص 309.

² افتخار مناحي الرفيعي، خميس محمد حسن، أحمد ياسين عبد، مرجع سابق، ص 30.

³ محمد علي سميران، "وجهة نظر حول المصارف الإسلامية (المشاكل والمعوقات والطموحات والرؤية المستقبلية)"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر الدولي للمصارف الإسلامية، المعهد العالي للدراسات الإسلامية، جامعة آل البيت -الأردن-، يومي 5-6 أبريل 2011م، ص 5.

⁴ سليمان ناصر، محاضرة بعنوان "الأتديات الراهنة للمصرفية الإسلامية"، مرجع سابق، ص 7.

المطلب السادس: أهمية تطوير واستحداث أدوات استثمارية إسلامية

مع كل هذه التطورات فإن الإدارات المصرفية الإسلامية مطالبة بتعزيز دورها لتحسين دائرة التنوع في الأدوات المالية، وأن تبتكر وتبدع الكثير من المنتجات والخدمات والأدوات الإسلامية لتتنسجم وتواكب الأدوات المعتمدة مثل: عملية التعامل مع الصكوك الإسلامية لأغراض تمويل المشروعات التنموية، وصناديق الاستثمار الإسلامية¹، ... و غيرها من العمليات والآليات التي تسهم بشكل مباشر أو غير مباشر في تحقيق المقاصد الشرعية للاستثمار وكذا تحقيق تنمية اقتصادية اجتماعية؛ وبالتالي فمسؤولية تطوير المنتجات المالية الإسلامية تقع على عاتق جهات عدة على رأسهم الباحثون في الاقتصاد الإسلامي والمصارف الإسلامية، فالمهمة الموكلة إلى الباحثين في هذا المجال هي توليد الأفكار الجديدة واستخراجها من بطون الدراسات والبحوث الحديثة والقديمة، أي إنتاج المادة الأولية للحلول والأفكار المالية الإسلامية، وهي مهمة أولية وليست نهائية، إلى جانب القيام بتقييم واقع الأدوات والمنتجات المالية الإسلامية واكتشاف مواطن الضعف والخلل فيها وتوجيهها الوجهة الصحيحة.

الفرع الأول: مبررات تطوير المنتجات المالية الإسلامية:

تلخص حاجة المؤسسات المالية عامة والمصارف الإسلامية بصفة خاصة لتطوير منتجاتها فيما يلي²:

أولاً: المبررات العامة: من هذه المبررات نجد:

- التأخر نسبياً في الدعوة إلى تطوير المنتجات المالية الإسلامية بالمقارنة مع ما يتم على مستوى الصناعة المالية التقليدية وما تقوم به من ابتكار المنتجات المالية من خلال تكوينها لتخصص يعرف بالهندسة المالية التي تهتم بتطوير المنتجات المالية وإيجاد الحلول لمشكلات التمويل،

- تطوير المنتجات المالية الإسلامية يحقق مقصداً من مقاصد الشريعة الإسلامية العامة ألا وهي حفظ المال وثماره

(أشرنا في المبحث السابق إلى المقاصد الشرعية للاستثمار)؛

¹ سلمان زيدان، دور الإدارة المصرفية الإسلامية في رفع كفاءة الأدوات المالية، مجلة مجمع (مجلة جامعة المدينة العالمية المحكمة)، ماليزيا، العدد 03، مايو 2012، ص 33.

² تم الاعتماد على المرجعين:

- عز الدين محمد خوجة، "تطوير المنتجات المالية الإسلامية منهجته وآلياته"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العالمي الرابع لعلماء الشريعة حول: التمويل الإسلامي (ISSF)، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية إسرا (ISRA) بماليزيا، كوالالمبور-ماليزيا-، 18-20 نوفمبر 2009م، ص (2-5).

- محمد عمر جاسر، "نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة"، ورقة مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية المقام تحت عنوان: الواقع.. وتحديات المستقبل، صنعاء - الجمهورية العربية اليمنية، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين في الفترة 20-21 مارس 2010، ص 8.

- تفعيل آليات الاجتهاد في المسائل المالية الواردة في كتب الفقه أو في النوازل المعاصرة وفق مقاصد الشريعة وقواعد الاجتهاد التي بينها علماء الأصول؛

- النداءات المتعددة والمتكررة للعلماء والفقهاء وقيادات المصارف الإسلامية في عدة مناسبات بضرورة إمعان النظر في المنتجات المالية الإسلامية خاصة بعد ظهور بعض المنتجات التي كانت محل جدل كبير نظرا لما أحدثته من آثار سلبية على سمعة الصناعة المالية الإسلامية؛

ثانيا: المبررات العلمية والعملية: أبرزها:

- اتجاه محاكاة المنتجات التقليدية (تحول المنتجات المالية الإسلامية من الشكل القائم على المشاركة إلى المدائنة)، والملاحظ عند تأسيس المصرفية الإسلامية أنها كانت على أساس صيغ المشاركة سواء كانت شركة أم مضاربة، وهو ما توضحه البدايات الأولى لإنشاء المصارف الإسلامية (مؤسسات التمويل الزراعي للفلاحين في باكستان، بنوك الادخار في ميث غمر بمصر، ... وغيرها) فصيغة المشاركة تعتبر العلامة الفارقة والميزة الأساسية للعمل المصرفي الإسلامي، وبالتالي فتطور المنتجات المالية في المصارف الإسلامية كان لا بد أن يكون قائما على ترسيخ فكرة المشاركة، لكن هذا التصور بقي نظريا ذلك أنه في بداية السبعينات بدأت المصارف الإسلامية بالاتجاه التدريجي نحو تطبيق صيغ المدائنة وذلك راجع لعدة أسباب أهمها ارتفاع درجة المخاطرة في المشاركات وعدم القدرة على تحديد الربح المتوقع من العملية التمويلية؛

- تنوع مصادر الربحية للمؤسسة المالية الإسلامية؛

- تجنب تقادم المنتجات الحالية للمحافظة على النمو وكما هو معلوم أن لكل منتج دورة حياة وفي مرحلة تشبع السوق يتوقف الطلب على المنتج ويستقر عند أدنى مستوياته؛

- تقليل مخاطر الاستثمار بتنوع صيغه وقطاعاته؛

- دعم المركز التنافسي للمؤسسة المالية في السوق ذلك أن التطوير المستمر للمنتجات يزيد من خبرة المؤسسة ويبقيها في حيوية مستمرة.

الفرع الثاني: مزايا استحداث أدوات استثمارية إسلامية: ومن أهم هذه المزايا¹:

- توفير التمويل اللازم لشركات المساهمة العامة، دون الحاجة للاقتراض بفائدة؛

¹ محمد هشام جبر، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الأول حول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، يومي 8-9 ماي 2005م، ص 32.

- المساهمة في التنمية الشاملة بمشاركة المواطنين في مشاريع الدولة الإنمائية؛
- المساعدة في توفير مستلزمات إيجاد سوق رأس مال إسلامي، مما يساعد في اجتذاب أموال المدخرين؛
- إيجاد أدوات مالية للاستفادة من فائض السيولة لدى المصارف الإسلامية بشكل خاص؛
- إيجاد أدوات إسلامية وشيوع استخدامها عالميا، يحد من الاستثمار في الأدوات الربوية.

الفرع الثالث: الصناديق الاستثمارية الإسلامية كأهم الأدوات الاستثمارية الإسلامية المستحدثة:

من بين منتجات الهندسة المالية الإسلامية الحديثة وتطبيقات الابتكار التي لاقت قبولا كبيرا خصوصا من صغار المستثمرين نجد صناديق الاستثمار الإسلامية (والتي تعتبر موضوع الدراسة) والتي يمكن أن اعتبارها من أحدث وأهم صيغ تعبئة المدخرات في الوقت الحاضر وواحدة من أبرز الابتكارات التمويلية التي عرفت تطورا ملحوظا في العالم ويرجع ذلك إلى الفرص التي تقدمها ومن خلال اعتمادها على مجموعة من الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية¹، فالصندوق الاستثماري عبارة عن وعاء مالي يأخذ شكل شركة مستقلة عن المصرف الذي أنشأه حيث يقوم بتجميع مدخرات المشاركين فيه من أفراد وشركات وهيئات ويتم استثمار هذه الأموال في الأوراق المالية أو بعض الموجودات العينية بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيا في نتائج أعمال الصندوق ويتم إدارته من قبل المصرف مقابل أتعاب محددة أو نسبة من الأرباح (حسب الاتفاق)، وذلك بهدف تقليل مخاطر الاستثمار وزيادة العائد؛ وفي الفصل الموالي سنحاول التعرف أكثر على هذه الأداة بنوع من التفصيل والشرح وكذا معرفة كيفية مساهمتها في تطوير نشاط المصارف الإسلامية بشكل عام مبرزين بذلك أهم المميزات والخصائص التي تتمتع بها هذه الصناديق وتوفرها لمعاملتها.

¹ Bouyahiaoui Ouendi et Nasser Lynda, "Les fonds d'investissement islamiques : Un modèle réussi de l'innovation de financement", Conférence internationale sur :les produits et l'applications d'innovation et l'ingénierie financière Entre l'industrie financière traditionnelle et de l'industrie de la finance islamique, l'université de Sétif-Algérie, le 5-6 Mai 2014, p 2.

خلاصة الفصل:

مما سبق ذكره نستنتج أن الصناعة المصرفية الإسلامية عرفت نموا وإقبالا متزايدان خصوصا في السنوات الأخيرة في مختلف دول العالم، هذا ما حدا بالدول الإسلامية وغير الإسلامية إلى زيادة إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية وبالتحديد المصارف الإسلامية التي أصبحت تعد من أهم الهياكل القانونية والاقتصادية الأساسية في المجتمع نظرا للدور التنموي والاجتماعي الذي تؤديه، ويتضح ذلك أيضا من خلال تقيدها بمبادئ الشريعة الإسلامية في عمليات التمويل والاستثمار (ضوابط الاستثمار الشرعية) على خلاف المصارف التقليدية (الربوية)، هذا الأخير أي الاستثمار الذي يعتمد عليه إلى حد كبير في تصنيف المصارف الإسلامية لتصبح المعادلة في المدلول الإسلامي: "مصرف جيد يساوي استثمارات جيدة"، وعلى هذا الأساس اعتمدت المصارف الإسلامية على مجموعة من المعايير و السياسات المتعلقة بالتمويل والاستثمار والتي لها علاقة بمبادئ الشريعة الإسلامية، هذا لا يعني أن هذه المصارف تعمل وحدها بل هناك مؤسسات متخصصة وهيئات شرعية داعمة للمصرفية الإسلامية وللصناعة المالية الإسلامية ككل، ومن هذه المؤسسات: هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية والمجلس العام للبنوك الإسلامية... وغيرها.

ومما سبق اتضح أيضا أن المصارف الإسلامية تعتمد على مصادر متنوعة (داخلية وخارجية) من أجل تمويل عملياتها المصرفية الإسلامية وأن جميع المعاملات التي يتم استثمارها في المصارف الإسلامية هي معاملات ذات صفة شرعية، مثل المراجعة والمضاربة والإجارة والمشاركة والإستصناع،... وغيرها، ويضاف إلى ذلك الخدمات المصرفية الإسلامية التي تقدمها والتي ترجع أهميتها إلى أن الإيرادات الناشئة عنها إيرادات منخفضة مخاطر، حيث يقدم المصرف الإسلامي كافة الخدمات المصرفية التي يقدمها البنك التقليدي فيما عدا الخدمات المصرفية التي تتعارض مع أحكام الشريعة الإسلامية والتي تستخدم أسعار الفائدة في تنفيذ تلك الخدمات. والمصارف الإسلامية كغيرها من المؤسسات المالية تتعرض إلى معوقات ومشاكل تعوقها نوعا ما أو تؤخرها إن صح التعبير عن تحقيق أهدافها ونخص بالذكر الأهداف الاستثمارية التي أنشأت من أجلها لكون نشاط المصارف الإسلامية الاستثماري أهم ما يميزها عن المصارف التقليدية، من هنا ظهرت الحاجة إلى استحداث آليات وأدوات تسهم بشكل مباشر أو غير مباشر في تحقيق المقاصد الشرعية للاستثمار وكذا تحقيق تنمية اقتصادية اجتماعية، ومن هذه الأدوات اخترنا الصناديق الاستثمارية الإسلامية التي لقيت ترحيبا وإقبالا كبيرين من المستثمرين نظرا لحداتها و للمميزات والخصائص التي تتمتع بها وتقدمها، فهذه الأخيرة التي سيتم التطرق إليها بشكل مفصل في الفصل الموالي.

الفصل الثاني:



الصناديق الاستثمارية الإسلامية

ودورها في دعم نشاط

المصارف الإسلامية

تمهيد:

الأصل في الإسلام أن المال مال الله والبشر مستخلفون فيه لقوله سبحانه وتعالى: "وَأَتَوْهُمْ مِنْ مَالِ اللَّهِ الَّذِي آتَاكُمْ" {سورة النور، الآية 33}، وأيضا قوله تعالى: "وَ أَنْفِقُوا مِمَّا جَعَلْنَا لَكُمْ مِنْهُ مَثَلًا لِمَنْ خَلَقَ فِيهِ" {سورة الحديد الآية 7}، هذا الإنفاق الذي يعتبر الإنفاق الاستثماري أحد أهم أوجهه الذي حث عليه الإسلام واعتبره من أهم خصائص النظام الاقتصادي الإسلامي التي تؤدي إلى تحقيق مقاصد الشريعة الإسلامية كما اعتبره جوهر التنمية المستمرة يستوجب إدارة متخصصة ذات كفاءة ومهارة عاليتين تعمل من أجل المحافظة على هذا المال وتنميته، لذا فإن هذا الفصل يختص بدراسة الصناديق الاستثمارية كأحد أهم الأوعية الاستثمارية التي تقوم بجمع رؤوس أموال مجموعة من المستثمرين وإدارتها وفقا لاستراتيجية وأهداف استثمارية محددة محققة بذلك جملة من المميزات تجعلها أكثر جاذبية عن غيرها من الأدوات الاستثمارية تعود هذه المميزات على المستثمر أو المدخر الفرد وكذلك على الاقتصاد الوطني ككل، وقد شهدت الفترة الأخيرة اهتماما بالغا وواسعا من المصارف الإسلامية وحتى غير الإسلامية (سواء في الدول عربية أو الغربية) باستخدام الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية باعتبارها أحدث الوسائل لتعبئة المدخرات وتجميعها حتى وإن كانت رؤوس أموال صغيرة وتوجيهها نحو التوظيف؛ لذلك فقد تبلورت أفكار هذا الفصل في المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية الصناديق الاستثمارية.

المبحث الثاني: تأسيس وإدارة الصناديق الاستثمارية

المبحث الثالث: مخاطر الاستثمار في الصناديق الاستثمارية وأساليب قياس أداؤها.

المبحث الرابع: مفاهيم خاصة بالصناديق الاستثمارية الإسلامية.

المبحث الخامس: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية.

المبحث الأول: ماهية الصناديق الاستثمارية

تعد صناديق الاستثمار من أهم الأدوات الاستثمارية في الوقت الحاضر وذلك بسبب ميزاتهما للاقتصاد القومي من جهة وللمستثمرين من جهة أخرى وذلك راجع للدور المهم والأساسي الذي تؤديه في أسواق المال في كل دول العالم، باعتبارها وعاء جديدا و مستحدثا لتجميع المدخرات من دول الفائض ونقلها إلى دول العجز، وفي هذا المبحث سنتناول تسليط الضوء على هذا الأسلوب الاستثماري الحديث من خلال تقديم نشأة وتعريف الصناديق الاستثمارية، معرفة أهميتها الاقتصادية وكذا أهم المزايا التي تحققها، بالإضافة إلى ذكر أهم التصنيفات المعتمدة من قبل الباحثين في تقسيم أنواع الصناديق الاستثمارية وأخيرا محاولة معرفة العوامل المؤثرة على اختيار الصناديق الاستثمارية.

المطلب الأول: نشأة وتعريف صناديق الاستثمار

اختلفت الدراسات السابقة على زمان ومكان نشأة الصناديق الاستثمارية في الدول المتقدمة لكن أغلبها يرجع فكرة إنشاء صناديق الاستثمار إلى سنوات قديمة جدا، حيث أنها مرت بالعديد من التطورات والتغيرات التي طرأت على عالم الاقتصاد والمال في العالم حتى وصلت إلى ما هي عليه الآن، ولقد اتفق أغلب الباحثين على أن صناديق الاستثمار بدأت منذ عهد بعيد في أوروبا ومنها انتقلت إلى أمريكا ثم إلى بقية دول العالم، حيث كانت نشأتها الأولى في هولندا مطلع القرن التاسع عشر وكان الملك "وليام" ملك هولندا أول من نسبت إليه فكرة صناديق الاستثمار 1822م، ومنها انتقلت إلى بريطانيا عام 1870م، ثم ساعدت الهجرة إلى أمريكا الشمالية على انتقال الفكرة إليها وبدايتها فيها بعد نهاية الحرب العالمية الأولى في 21 مارس 1924م، حيث تم إنشاء أول صندوق استثماري في بوسطن Massachusetts Investors Trust على يد أساتذة جامعة هارفرد الأمريكية وتم تنظيم التعامل في وحدات هذه الصناديق عن طريق سوق الأوراق المالية، وكان الهدف من هذا التنظيم هو مد المستثمرين ببيانات تفصيلية عن الأوضاع المالية والسياسات الاستثمارية لهذه الصناديق، ثم تلتها فرنسا عام 1940م، ثم ألمانيا عام 1950م¹، ومن ثم أخذت الصناديق الاستثمارية في التوسع والانتشار في مختلف دول العالم؛

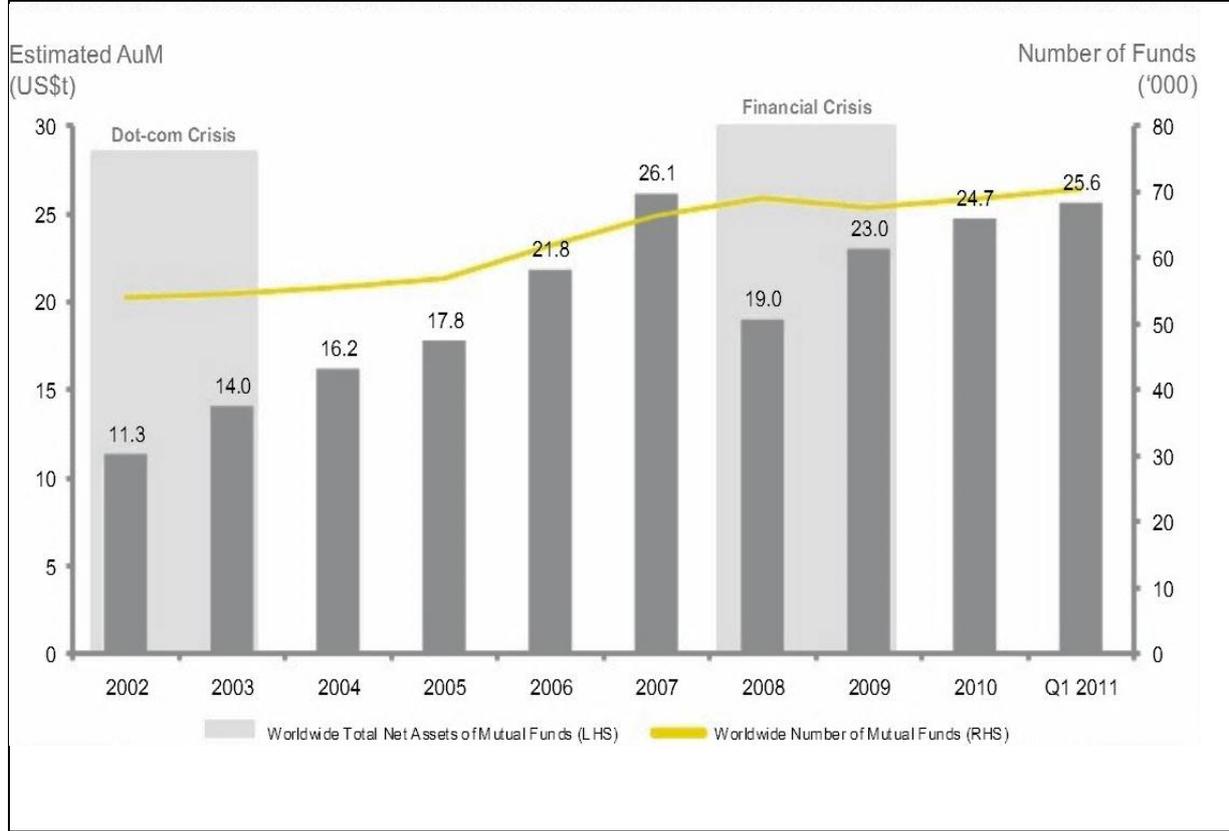
¹ تم الاعتماد على المرجعين:

- عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار (الضوابط الشرعية والأحكام النظامية دراسة تطبيقية مقارنة)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص (77-78).

- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن-، 2009، ص 215.

والشكل الموالي يوضح تطور عدد الصناديق الاستثمارية والقيمة الصافية لأصول* هذه الصناديق منذ سنة 2002م إلى غاية الربع الأول من سنة 2011م.

الشكل رقم (2-1): تطور عدد الصناديق الاستثمارية والقيمة الصافية لأصولها عالميا إلى غاية الربع الأول من سنة 2011م



Source: Ernest & Young, "Islamic Funds & Investments Report 2011", 7th Annual World Islamic Funds and Financial Markets Conference (WIFFMC 2011)

من الشكل الموضح أعلاه يتضح أن عدد الصناديق الاستثمارية في تزايد مستمر من سنة لأخرى بحيث بلغ عددها 70,000 صندوقا استثماريا حتى الربع الأول من سنة 2011م، بحجم صافي أصول قدره 25.6 تريليون دولار، والملاحظ أن

* صافي قيمة الأصول (Net Asset Value) وهي قيمة أساسية لتقييم أصول صندوق الاستثمار، وتكون عن طريق أخذ القيمة الكلية للأصول الموجودة مطروحا منها أي التزامات على الصندوق ثم تقسم النتيجة على عدد الأسهم في الصندوق (أو عدد الوحدات الحالية في الصندوق سواء الوثائق أو الأسهم)، ويتم احتساب هذه القيمة على أساس يومي، لذلك نجد أن هذه القيمة تتغير من يوم لآخر بسبب تقلب قيمة الأصول الموجودة في الصندوق خصوصا في الصناديق المفتوحة أي يتم فيها استرداد أو إعادة شراء الأسهم أو الوحدات في أية لحظة، وبالنسبة للمساهم كلما ارتفعت هذه القيمة كلما ارتفعت ما في حوزته من وثائق والعكس صحيح، ويعطى صافي قيمة الأصول بالعلاقة:

$$NAV = TMV / NOS$$

NAV = صافي قيمة الأصل في محفظة الصندوق

TMV = القيمة السوقية الكلية لأصول الصندوق

NOS = عدد الأسهم أو عدد الوحدات الموجودة في الصندوق

المرجع: مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 183

حجم الصناديق الاستثمارية سجلت انخفاضا واضحا من 26.1 تريليون دولار سنة 2007م إلى 19 تريليون دولار نهاية سنة 2008م وهذا راجع إلى الأزمة المالية العالمية التي أثرت سلبا على أداء هذه الصناديق.

أما عن تطور عدد الصناديق الاستثمارية وتغير القيمة الصافية لأصول الصناديق الاستثمارية لمختلف دول العالم (مع

ملاحظة غياب دولة الصين في التقرير) من سنة 2000م-2005م فيمكن تلخيصها في الجدول الموالي:

الجدول رقم (2-1): نمو الصناديق الاستثمارية في دول العالم حتى سنة 2005م

الدول	عدد الصناديق الاستثمارية			القيمة الصافية للأصول (NAV) / (مليون دولار)		
	2005	2002	2000	2005	2002	2000
الدول الأمريكية	13,763	13,884	12,549	9,763,919	6,776,289	7,419,549
الأرجنتين	200	211	226	3,626	1,021	7,425
البرازيل	2,685	2,755	2,097	302,927	96,729	148,538
كندا	1,695	1,956	1,627	490,518	248,979	279,511
تشيلي	683	226	/	13,969	6,705	/
كوستريكا	110	128	122	804	1,738	919
الميكسيك	416	364	305	47,253	30,759	18,488
الولايات المتحدة	7,974	8,244	8,172	8,904,822	6,390,358	6,964,667
الدول الأوروبية	30,053	28,972	25,524	6,002,249	3,463,000	3,296,015
النمسا	881	808	760	109,002	66,877	56,549
بلجيكا	1,391	1,141	918	115,314	74,983	70,311
جمهورية التشيك	51	76	70	5,331	3,297	1,990
الدنمارك	471	485	394	75,199	40,153	32,485
فنلندا	333	312	241	45,415	16,516	12,698
فرنسا	7,758	7,773	7,144	1,362,671	845,147	721,973
ألمانيا	1,076	1,092	987	296,787	209,168	238,029
اليونان	247	260	265	32,011	26,621	29,154
هنغاريا	91	90	86	6,068	3,992	1,953
إيرلندا	2,127	1,905	1,344	546,242	250,116	137,024
إيطاليا	1,035	1,073	967	450,514	378,259	424,014
ليختنشتاين	200	111	/	13,970	3,847	/
لوكسمبورغ	7,222	6,874	6,084	1,635,785	803,869	747,117
هولندا	515	680	494	94,357	84,211	93,580

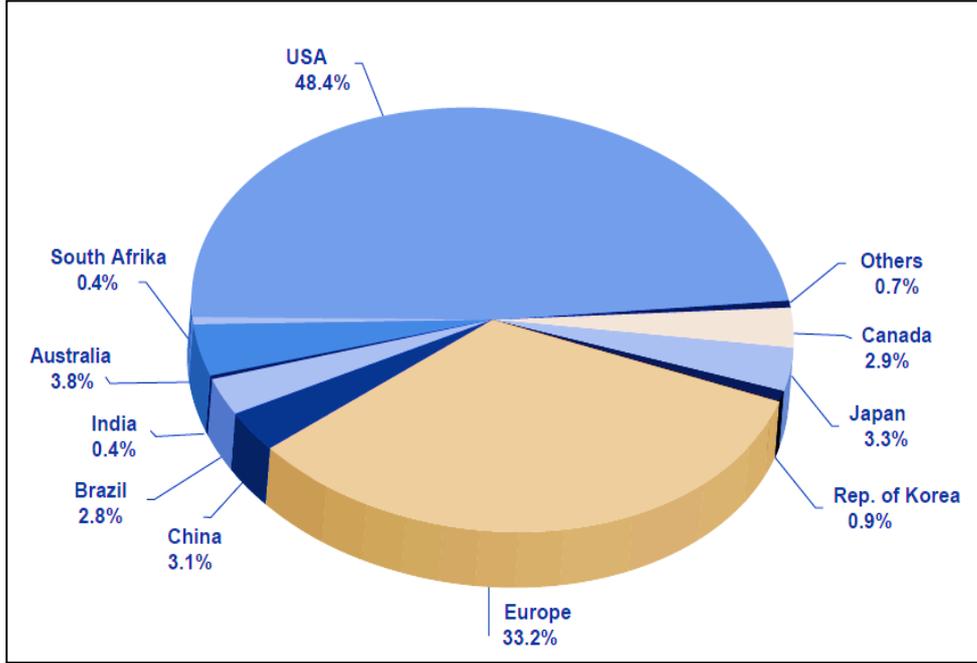
40,122	15,471	16,228	419	419	380	النرويج
17,652	5,468	1,546	150	107	77	بولندا
28,801	19,969	16,588	169	170	195	البرتغال
109	27	8	23	20	16	رومانيا
2,417	372	177	257	57	37	روسيا
3,035	/	/	43	/	/	سلوفاكيا
316,864	179,133	172,438	2,672	2,466	2,422	اسبانيا
119,059	57,992	78,085	464	512	509	السويد
116,669	82,622	83,059	510	512	368	سويسرا
21,749	6,002	/	268	242	/	تركيا
547,103	288,887	361,008	1,680	1,787	1,766	المملكة المتحدة
1,939,251	1,063,857	1,134,302	12,668	10,794	13,167	آسيا / المحيط الهادئ
700,068	356,304	341,955	/	/	/	أستراليا
460,517	164,322	195,924	1,009	942	976	هونغ كونغ
40,546	20,364	13,831	445	312	243	الهند
470,044	303,191	431,996	2,640	2,718	2,793	اليابان
198,994	149,544	110,613	7,279	5,873	8,242	كوريا
10,332	7,505	7,802	563	577	629	نيوزلندا
1,449	474	108	32	21	18	الفلبين
57,301	62,153	32,074	459	351	156	تايوان
65,594	20,983	16,291	617	460	149	جنوب إفريقيا
17,771,366	11,324,129	11,866,788	56,863	54,110	51,574	العالم

Source : Ray Russell, *An Introduction to Mutual Funds Worldwide*, John Wiley & Sons, Ltd, England, 2007,p (23-24).

من خلال الجدول أعلاه يتضح جليا أن الدول الأوروبية (مجموعة) احتلت الصدارة من حيث عدد الصناديق الاستثمارية المنشأة والتي تجاوزت 30,000 صندوقا استثماريا بنهاية سنة 2005م متفوقة بذلك الدول الأمريكية والآسيوية وحتى الإفريقية، ومن بين أهم الدول الأوروبية التي تحتم وتستثمر في هذا المجال نجد لوكسمبورغ وفرنسا، أما من حيث القيمة الصافية لأصول الصناديق الاستثمارية (NAV) فنجد أن الدول الأمريكية (مجموعة) تفوقت على باقي دول العالم وذلك بقيمة تجاوزت 9,763,919 مليون دولار بنهاية سنة 2005م، وأهم الدول الأمريكية التي تنشط في مجال الاستثمار في الصناديق الاستثمارية

نجد الولايات المتحدة التي احتلت قيمة أصول صناديقها الاستثمارية الصافية سنة 2005م المركز الأول عالميا، وحافظت عليه إلى غاية نهاية سنة 2014م، والشكل الموالي (2-2) يوضح توزيع أصول الصناديق الاستثمارية عالميا في نهاية سنة 2014م يوضح أن الولايات المتحدة بلغت حصتها في السوق العالمية 48.4% تليها أوروبا وأستراليا واليابان والصين بنسبة 33.2% و3.8% و3.3% و3.1% على التوالي:

الشكل رقم (2-2): توزيع أصول الصناديق الاستثمارية في العالم نهاية سنة 2014م



Source : European Fund and Asset Management Association(efama), Annual Report 2015, Brussels, Belgium, p76.

أما في العالم العربي فكانت بداية ممارسة نشاط صناديق الاستثمار في سنة 1979م في السعودية وذلك بإنشاء صندوق البنك الأهلي التجاري السعودي، وتتابعت إنشاء صناديق الاستثمار السعودية ليبلغ في عام 1992م إنشاء 52 صندوق استثماري وجميع هذه الصناديق سبق إنشاؤها صدور التشريعات الخاصة بتنظيمها، أما حاليا فقد تزايد عدد الصناديق التي تم إنشاؤها في المملكة العربية السعودية إلى أن وصل 270 صندوقا استثماريا بنهاية 2015م¹ والعدد مرجح للارتفاع، وبذلك تسجل السعودية السبق من بين الدول العربية الأخرى في أقدمية إنشاء صناديق الاستثمار وعدد الصناديق العاملة فيها، وتلا إنشاء هذه الصناديق

¹ الإحصائيات السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي لسنة 2016م.

إنشاء مجموعة من الصناديق في بعض الدول العربية¹، والجدول رقم (2-1) يوضح نشأة وتطور الصناديق في الدول العربية حتى سنة 1999 م .

الجدول رقم (2-2): نشأة وتطور الصناديق في الدول العربية حتى سنة 1999م

الدولة	تاريخ صدور التشريع	تاريخ إنشاء أول صندوق	عدد الصناديق التي تم إنشاؤها
السعودية	17/1/1993	1979	117
الكويت	1990	1985	6
مصر	1992	1/9/1994	22
المغرب	21/9/1993	1995	85
البحرين	-	1994	28
سلطنة عمان	1998	1994	7
لبنان	5/9/1998	1996	3
الأردن	1/5/1999	7/5/1997	5

المصدر: محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة - أسهم - سندات - أوراق مالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 196.

وقبل تقديم التعاريف المتعلقة بالصناديق الاستثمارية يرى البعض من الاقتصاديين أن تسمية هذه الصناديق باسم "صناديق الاستثمار" تسمية لا تتسم بالدقة ويفضل تسميتها باسم "صناديق توظيف الادخار" فهذه التسمية أخص في الدلالة على غرض هذه الصناديق من التسمية السابقة²، لكن هذا لا يمنع من أن نورد بعض التعاريف المتعلقة بصناديق الاستثمار والتي نذكر منها:

- صندوق الاستثمار هو أسهل السبل لمجموعة صغيرة من المستثمرين لتجميع مدخراتهم في محافظ مالية من ملايين الجنيهات، والتي تدار بمحترفي السوق الاستثمارية الذين يستطيعون القيام بشراء كميات من الأوراق المالية والسندات ذات العائد الدوري حتى يستطيع الأفراد بمساعدة مديري هذه الصناديق في إجراء عمليات الشراء والبيع بأقل تكلفة و أقل مخاطرة عما يكون المستثمر بمفرده مشترياً³؛

- صناديق الاستثمار هي عبارة عن مجموعة من الأصول المؤلفة مع بعضها، منها الأصول المالية ومنها الأصول الغير مالية لمستثمرين صغار يفوضون جهات مختصة للقيام بالنيابة عنهم لدراسة وتحليل عملية الاستثمار، ويمتلكون الحق فقط في اختيار

¹ محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة - أسهم - سندات - أوراق مالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص 194.

² نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية-مصر-، 2007، ص 87.

³ جلال محمد البنا، دليل الاستثمار في الأوراق المالية والأسهم للجميع من الألف إلى الياء، مكتبة مديبول، القاهرة-مصر-، 1997، ص 54.

الصندوق المناسب لأهدافهم¹، وتعتبر أموال الصندوق ملكاً للمستثمرين وبالتالي لهم الحق في الحصول على تقارير مالية عن ميزانيات الصندوق وتقييم موجوداته، وعلاوة على ذلك يحصل المستثمر على عائد وحدات الاستثمار القابل للتوزيع²؛

- صناديق الاستثمار هي بيان قانوني ثلاثي الأطراف ينشأ بين المؤسس وأمين (أو مدير) الاستثمار والمدخرين بغرض تكوين وإدارة حافظة أوراق مالية يشترك المدخرون في أرباحه وخسائرها دون أن يكون لهم حق الاشتراك في إدارة الصندوق، ويعتمد الصندوق في إدارته على مبدأ توزيع المخاطر لتحقيق عائد آمن ومتزن ومستقر³؛

- تعرف هيئة السوق المالية بالمملكة العربية السعودية وهي المسؤولة عن إصدار الصناديق الاستثمارية وإدارتها ومراقبتها بأن الصناديق الاستثمارية عبارة عن: أوعية استثمارية تقوم بجمع رؤوس أموال مجموعة من المستثمرين وتديرها وفقاً لاستراتيجية وأهداف استثمارية محددة يضعها مدير الصندوق لتحقيق مزايا استثمارية لا يمكن للمستثمر الفرد تحقيقها بشكل منفرد في ظل محدودية موارده المتاحة⁴؛

من التعاريف السابقة يمكن استنتاج التعريف التالي: أن **الصناديق الاستثمارية** هي: أسلوب استثماري حديث في إدارة المدخرات والأموال حيث يمكن اعتبارها أوعية مالية ادخارية مستحدثة موجهة للاستثمار المشترك أو الجماعي، من خلال تجميع مدخرات الأفراد و وصغار المستثمرين والقيام بإدارتها عن طريق جهات مختصة (المصارف أو المؤسسات المالية أو الشركات الاستثمارية) تقوم بالنيابة عنهم في دراسة وتحليل عملية الاستثمار بدء من الاستثمار كفكرة وانتهاء بإدارة الاستثمار، وهذا يعني أن المستثمرين في هذه الصناديق لا يملكون سلطة القرار سواء في إدارة استثماراتهم أم الرقابة عليها، وإنما فقط في اختيار نوع الصندوق المناسب لأهدافهم، فتهدف هذه الصناديق إلى خدمة فئتين من المستثمرين⁵: **الفئة الأولى** هم المستثمرين الذين يصعب عليهم بمفردهم إدارة أموالهم ولذلك تتجه هذه الفئة من المستثمرين إلى شراء وحدات في صناديق الاستثمار أما **الفئة الثانية** فهم أصحاب المدخرات الصغيرة الذين لا يملكون القدر الكافي من المال لتكوين محافظ استثمارية متنوعة لذلك يتم تجميع مدخراتهم في صناديق استثمارية وتوجيهها نحو الاستثمارات المناسبة لتحقيق أهداف المستثمرين في الحصول على الربح.

إلا أن البعض قد يخلط بين مفهوم المحفظة الاستثمارية والصندوق الاستثماري سنوضح ذلك في النقاط التالية:

¹ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 217.

² ناجي جمال، مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2012، ص 94.

³ نزيه عبد المقصود مبروك، مرجع سابق، ص 90.

⁴ <http://www.cma.org.sa/Ar/awareness/Pages/IFs.aspx> [Consulter le 05/10/2016]

⁵ ناجي جمال، مرجع سابق، ص 93.

أولاً: مفهوم المحفظة الاستثمارية: هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة Portfolio Manager¹، أو هي مجموعة من الأصول التي يمتلكها المستثمر سواء كانت هذه الأدوات أصول حقيقية أو مالية بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة مخاطر والتي تتلاءم مع رغبة المستثمر وتخضع هذه المحفظة لإدارة مدير المحفظة.

ثانياً: أوجه الاتفاق والاختلاف بين الصناديق الاستثمارية والمحافظ الاستثمارية: والتي يمكن تلخيصها فيما يلي²:

- أوجه الاتفاق بين المحافظ والصناديق الاستثمارية:

- تعتبر كل من المحافظ والصناديق وعاء لحفظ المال، ولذا نجد أن التعريف اللغوي فيما بينهما متقارب، فهما متشابهان من حيث الغرض منهما وهو حفظ المال؛
- المال في المحافظ والصناديق يكون من طرف والإدارة من طرف آخر فيجمعهم وجود مستثمر له؛
- تعتمد كل من المحافظ والصناديق على استراتيجية التنوع بين أدوات الاستثمار؛
- قابلية وحدات الصناديق والمحافظ الاستثمارية للتداول؛

- أوجه الاختلاف بين المحافظ والصناديق الاستثمارية:

يمكن تلخيص أهم الاختلافات بين المحافظ الاستثمارية والصناديق الاستثمارية في الجدول التالي:

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، ط5، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 107.

² أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية (أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص (94-97).

الجدول رقم (2-3): أوجه الاختلاف بين المحافظ الاستثمارية والصناديق الاستثمارية

أوجه الاختلاف	المحافظ الاستثمارية	الصناديق الاستثمارية
الاختلاف في أسلوب الإدارة	يملك المستثمر في المحافظ الاستثمارية سلطة وقراراً خصوصاً إذا كانت الإدارة بواسطته.	لا يملك المستثمر أية سلطة إدارية أو رقابية ويقتصر دوره على اختيار الصندوق المناسب لأهدافه (وهذا ما سنشير إليه فيما بعد)
نوعية المستثمر	في المحافظ لكل مستثمر محفظة خاصة به ولا يشترك معه غيره فيها لذلك تكون المحافظ مغلقة لصاحبها فقط.	المستثمر في صناديق الاستثمار مكون من مجموعة أفراد ولذا نجد أن بعض الصناديق مغلقة وبعضها مفتوحة لأفراد جدد.
طبيعة و أطراف العلاقة	تتكون العلاقة في المحافظ بين طرفين اثنين فقط ولا ينفرد المدير باستقلالية إلا بقدر ما يسمح به العمل، وتحكمهم علاقة الوكالة بأجر.	العلاقة في صناديق الاستثمار بين أطراف ثلاث يتمتع كل واحد منهم باستقلالية تامة عن الآخر وهم المستثمرون فهم شركاء في المال وتحكمهم قواعد شركة العنان، ومدير الصندوق وتحكمه قواعد الوكالة بأجر وأمين الاستثمار الذي يعتبر أجنبياً.
الشخصية الاعتبارية	لا تتمتع محافظ الاستثمار بالشخصية الاعتبارية	صناديق الاستثمار تتمتع بشخصية اعتبارية* مستقلة عن أصحاب رؤوس الأموال ولهذا يعتبر كيانها الاقتصادي أقوى من المحافظ.
تداول وحدات الاستثمار	بالنسبة لمحافظ الاستثمار فلا يوجد لها نشرة اكتتاب لأنها خدمات استثمارية فردية.	لصناديق الاستثمار وحدات استثمارية تطرح للاكتتاب خلال مدة زمنية معينة.
تقويم وحدات الاستثمار	تقويم المحفظة يكون من خلال أسعار الإقفال في السوق	في الصناديق الاستثمارية يكون تقويم وحدات الاستثمار من قبل المدير وينشر سعر التقويم في الجريدة اليومية.
الإنشاء والإنهاء	في المحافظ يحق للعميل إنهاء المحفظة في أي وقت يشاء، ذلك عمر المحفظة تنظمه بنود العقد المتفق عليه بين الطرفين.	انتهاء الصندوق يكون بحالات كثيرة منها إنهاء المدة المحددة للصندوق، أو في حال انخفاض قيمة الوحدات عن 50% من سعرها في آخر يوم تقويم، أو بموافقة 75% من المشتركين على التصفية، مع الإشارة أنه لا بد من تحديد عمر للصندوق يرخص على أساسه.
التخارج والاشتراك	مكونات المحافظ الاستثمارية قابلة للتداول أيضاً إلا أنه لا اشتراك أو تخارج فيها	بما أن مكونات صناديق الاستثمار قابلة للتداول فإن لها آلية في التخارج والاشتراك

* الشخصية الاعتبارية لصندوق الاستثمار: تعني اعتبار الصندوق شخصاً معنوياً مستقلاً عن أشخاص المساهمين فيه، وله ذمة مالية مستقلة قابلة لاكتساب الحقوق والالتزام بالواجبات.

	لاختلاف طبيعة عمل كل منها.	
التسمية	المحفظة لها رقم حساب خاص تمسكه الشركة.	لابد للصندوق الاستثماري من اسم.
اشتراط الترخيص	لا يشترط وجود ترخيص للمحافظ الاستثمارية بل يكفيها ترخيص الشركة التي تعمل على إدارتها، لأنها تعتبر إحدى الخدمات الاستثمارية التي تقوم بها الشركة فلا تحتاج إلى ترخيص خاص بها	لابد لصناديق الاستثمار من ترخيص من قبل وزارة التجارة بعد موافقة البنك المركزي

المصدر: أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية (أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص (95-97).

وما يمكن قوله أنه يمكن لصناديق الاستثمار أن تكون جزء من محفظة الاستثمار ولكنها لا تملك المقومات الأساسية لتكون بديلاً عنها فالمحفظة من هذا الجانب أعم من الصناديق.

المطلب الثاني: الأهمية الاقتصادية للصناديق الاستثمارية وأهم المزايا التي تحققها

تقدم الصناديق الاستثمارية جملة من المميزات تجعلها أكثر جاذبية عن غيرها من الأدوات الاستثمارية، وتعود هذه الميزات على المستثمر أو المدخر الفرد وكذلك على الاقتصاد الوطني وتعود حتى على الجهة المصدرة للصندوق، ومن أبرز هذه المميزات الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة، تقليل المخاطر، التنوع والمرونة، إضافة إلى تنشيط سوق الأوراق المالية... وغيرها من المزايا التي زادت من الأهمية الاقتصادية للصناديق الاستثمارية، ويعتبر تزايد إنشاء الصناديق الاستثمارية في العالم عموماً وفي الدول العربية على وجه الخصوص بطريقة لافتة للانتباه خير دليل على هذه الأهمية، ويمكن توضيح أهمية الصناديق الاستثمارية اقتصادياً وأوجه الاستفادة منها من خلال الروايات التالية:

الفرع الأول: الأهمية الاقتصادية للصناديق الاستثمارية بالنسبة للمستثمر وأهم المزايا التي تحققها له

- **تقليل المخاطر التي يتعرض لها المستثمر:** من خلال ما تقوم به هذه الصناديق الاستثمارية من تنوع في الاستثمارات ذلك أنه ليس بمقدور المستثمر الفرد تخصيص أمواله في استثمارات متنوعة بطريقة تؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطرة والعائد، كما أن الصناديق الاستثمارية يتم إدارتها بواسطة المتخصصين أصحاب الخبرة والمهارة المالية وهو أمر لا يستطيع المستثمر الصغير تحقيقه إما لنقص الخبرة أو لصغر حجم أمواله الموجهة للاستثمار¹، فالتنوع الكفء للاستثمارات يعتبر المبدأ

¹ أسامة عبد المجيد العاني، صناديق الوقف الاستثماري-دراسة فقهية اقتصادية-، دار البشائر الإسلامية، لبنان، 2010، ص 132.

الأساسي الذي تستند إليه معظم سياسات الصناديق الاستثمارية، كما أن وجود عدد كبير من المستثمرين في صندوق استثماري واحد يتيح الفرص بشكل أكبر لتنويع الاستثمارات والذي بدوره يساعد على تخفيض درجات المخاطرة وتحسين معدلات الربحية، وحماية رأس المال فضلا عن تحقيق قدر كبير من الاستقرار في العائد¹؛

- **الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة أو الإدارة المتخصصة:** فعلى الرغم من أن المدخر يستطيع أن يستثمر أمواله استثمارا مباشرا عن طريق شراء وبيع الأوراق المالية إلا أن قيامه باستثمار هذه الأموال عن طريق صناديق الاستثمار يتيح له تخفيض درجة المخاطر التي قد يتعرض لها، كما يتيح له الفرصة للمشاركة في الأرباح الرأسمالية الناتجة عن زيادة القيمة السوقية للوثيقة وهذا بفضل خبرات الإدارة المحترفة والمتخصصة المتوفرة لدى هذه الصناديق²؛

- **ضمان توفر السيولة:** إذ تضمن الطرق الجماعية في الاستثمار خاصة في الصناديق الاستثمارية المفتوحة توفيرها (سنأتي لسأتي لشرح هذا النوع من الصناديق في المبحث الموالي) حيث يمكن للمستثمر استرداد قيمة وثائقه من الصندوق المصدر لها لها خلال أي يوم من أيام العمل، ولا تقتصر السيولة الحقيقية على مجرد القدرة على تحويل الأصل المالي إلى نقدية بل يتعداه إلى يتعداه إلى القدرة على إجراء هذا التحويل بأقل خسائر ممكنة في القيمة، في حين أن المستثمر في سوق الأوراق المالية قد لا يجد لا يجد طلبا مناسباً على ما لديه من أوراق أو قد يضطر إلى بيعها بأسعار أقل³؛

- **التعددية والتنوع:** ومن أهم مزايا صناديق الاستثمار هي قدرتها على تنويع مكونات محفظة الأوراق المالية للصندوق للصندوق بطريقة تساهم في تخفيض المخاطر التي قد يتعرض لها حملة وحداتها⁴، كما يتيح للمستثمرين الذين لديهم مبالغ قليلة (صغار المستثمرين) فرصة الدخول في مجالات استثمارية تحقق لهم عوائد مرضية في ظل مخاطر مقبولة، كما أن تعدد أنواع الصناديق الاستثمارية التي سنأتي على ذكرها لاحقاً يساعد المستثمر على اختيار النوع الذي يتناسب مع ظروفه ورغباته⁵؛

¹ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 221.

² عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، 2006، ص 44.

³ أسامة عبد المجيد العاني، مرجع سابق، ص 132.

⁴ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية - الأسهم والسندات -، منشأة المعارف (جلال حزي وشركاؤه)، مصر، 2008، ص 23.

⁵ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 223.

- **الشفافية والإفصاح:** تتميز وثائق استثمار الصناديق بقدر كبير من الشفافية والإفصاح عن أدائها حيث يتم تقييم الوثائق أسبوعياً/يومية والإعلان عن سعر الوثيقة من خلال التقييم لصافي أصول الصندوق، وهو الأمر الذي يتيح للمستثمر التعرف الدائم والمستمر على عائد استثماراته واتخاذ قراره المتعلق بالاستمرار أو التسييل أو زيادة الاستثمار في وثائق الصندوق¹؛

الفرع الثاني: الأهمية الاقتصادية للصناديق الاستثمارية بالنسبة للاقتصاد القومي وأهم المزايا التي تحققها له

- **فتح مجالات وقنوات استثمار جديدة أمام المدخرين:** لاستثمار أموالهم المعطلة أو المكتنزة وتحويلها إلى أموال نشطة تساهم في رفع مستوى الاستثمارات المتاحة في الاقتصاد وفي زيادة معدلات النمو الاقتصادي لأن في ذلك حماية للمدخرات الوطنية (توطين المدخرات المحلية) ومنع لتسربها إلى الخارج حيث تتيح صناديق الاستثمار فرصاً استثمارية محلية تحمي هذه المدخرات من خروجها وبخثها عن تلك الفرص الموجودة في الخارج، كما أنها تعتبر أداة لجذب المدخرات والاستثمارات الأجنبية²؛

- **مساعدة الدولة في تحقيق أهداف برامج الإصلاح الاقتصادي** وتوفير التمويل الداخلي اللازم لإقامة المشروعات أو التوسع فيها، وخاصة فيما يتعلق بتوسيع قاعدة الملكية الخاصة بالمشروعات العملاقة، كما تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط الحركة الاقتصادية الوطنية من خلال فتح مجال كبير أمام المستثمرين والمدخرين الصغار للدخول في أسواق مالية كبيرة بعدما كانت مقتصرة فقط على كبار المستثمرين³؛

- **تتعامل صناديق الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة بالبورصة-السوق الثانوي-** وهذا من شأنه يزيد من نشاط وكفاءة سوق رأس المال ويساعد في تطويرها من خلال الانفتاح على البورصات العالمية⁴، والجدول الموالي يوضح أساليب الاستفادة لكل من السوق المالي وصناديق الاستثمار؛

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية-مصر، 2005، ص 203.

² نفس المرجع، ص 204.

³ أسامة عبد المجيد العاني، مرجع سابق، ص 133.

⁴ عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، مرجع سابق، ص 112.

الجدول رقم (2-4): كيف تستخدم صناديق الاستثمار من الأسواق المالية؟

أنواع السوق	أساليب استفادة الصناديق
1- أسواق النقود	- تستثمر صناديق الاستثمار في السوق النقدي في أدوات مثل أذون الخزانة، الأوراق التجارية وشهادات الإيداع بالبنوك؛
2- أسواق السندات	- تقوم صناديق الاستثمار بالاستثمار في السندات بشراء السندات التي تصدرها الحكومة والمحافظات؛ - تقوم صناديق الاستثمار بالتعامل مع السندات الحكومية كجزء من محفظة الاستثمار؛
3- أسواق الرهونات والقروض والعقارات	- قد تستثمر صناديق الاستثمار في السندات في الرهونات وأقساط العقارات المقترحة والمؤسسات المالية؛
4- أسواق الأسهم	- تتعامل صناديق الاستثمار في العديد من الأوراق المالية (الأسهم) ذات الدرجات المختلفة من العائد والمخاطر؛
5- أسواق المستقبلية (العقود المالية الآجلة)	- تقوم بعض صناديق الاستثمار بعمليات التغطية ضد تقلبات ومخاطر معدل الفائدة عن طريق العقود المالية الآجلة؛
6- أسواق التسويات المالية	- قد تستخدم صناديق الاستثمار التسويات الخاصة بمعدل الفائدة لتغطية مخاطر الفائدة.

المصدر: فريد النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية-محاور التمويل الاستراتيجي، الدار الجامعية الإسكندرية-مصر-، 2009، ص 169.

- **تزايد الدور المحتمل للصناديق الاستثمارية:** حيث أصبحت تمثل قوة متزايدة في أسواق رأس المال منذ منتصف السبعينات حيث تجاوزت صناديق الاستثمار في الفترة الحالية حجم أصول كافة المؤسسات الاقتصادية وشركات التأمين في الولايات المتحدة، وهذا التزايد في إنشاء الصناديق على المستوى العالمي راجع إلى المزايا والفرص التي توفرها هذه الأداة والتي لا يمكن أن تتوفر في أداة أخرى¹؛

المطلب الثالث: تصنيفات الصناديق الاستثمارية

تعدد الصناديق الاستثمارية بتعدد الغرض أو الهدف الذي أنشئت من أجله والذي يتماشى وأهداف ورغبات المستثمرين، هذه الأخيرة التي تعتبر من أهم العوامل المؤثرة على اختياراتهم لنوع معين من الصناديق دون غيره، لذلك قد لا نجد تصنيف معياري متفق عليه لتصنيف الصناديق الاستثمارية، لكننا حاولنا في هذا المطلب الإلمام بأهم هذه التصنيفات والأنواع التي تندرج ضمنها والتي تعتبر الأكثر انتشاراً و شيوعا:

¹ نفس المرجع، ص 111.

الفرع الأول: تصنيف الصناديق الاستثمارية من حيث تداول وثائقها

أو كما يصنفها البعض من حيث القابلية للزيادة وهو التقسيم الأكثر شيوعاً بحيث يمكن أن تصنف من خلاله الصناديق الاستثمارية إلى صناديق مغلقة وصناديق مفتوحة:

- الصناديق المفتوحة أو الصناديق ذات النهاية المفتوحة:

ويغلب استعمال مصطلح الصناديق المشتركة على هذا النوع من الصناديق، ومن تسمية الصندوق يتضح أن حجم رأس مال الصندوق يكون مفتوحاً أو حجم الأموال المستثمرة فيه لا يكون ثابتاً (كما في الصندوق المغلق)، إذ أنه يجوز للصندوق المفتوح إصدار حصص جديدة كلما وجد القائمون عليه طلباً عليها، إضافة إلى التزام إدارة الصندوق بتلبية طلبات الاسترداد التي يمكن أن يتقدم بها ملاك الوحدات الاستثمارية في أي وقت يشاءون¹، لذلك فوحدات هذه الصناديق تزيد وتنقص بحسب استرداد المستثمرين لبعض أو كل وحداتهم، هذا ما جعل الصناديق الاستثمارية المفتوحة أكثر جاذبية لدى الجمهور بالمقارنة بالوثائق غير القابلة للاسترداد كما هو الحال في الصناديق المغلقة أي أن الدخول والخروج في هذه الصناديق ذات مرونة عالية ساعد على انتشارها²؛

- الصناديق المغلقة أو الصناديق ذات النهاية المغلقة:

على عكس الصندوق المفتوح سمي بالصندوق المغلق لأن رأسماله يكون محدوداً أو ثابتاً بمبلغ معين يطرح للاكتتاب ويمتاز بما يلي³:

- يكون في الغالب لأجل محدد؛
- لا يمكن استرداد قيمة الحصص إلا في نهاية الأجل؛
- يمكن زيادة رأس مال الصندوق من خلال موافقة الجهات الخاضع لرقابتها؛
- يجري إدراج وحداته الاستثمارية في البورصة كما هو شأن أية شركة استثمارية مشابهة؛
- تتحدد أسعار الوحدات الاستثمارية من خلال قوى العرض والطلب كما هو الحال في الأسهم العادية المدرجة؛

¹ سامي خطاب، "المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار"، بحث مقدم لندوة إرشادية بعنوان "إدارة الاستثمارات في الأسهم بين العوائد والمخاطر..." وأسس تكوين وإدارة المحافظ الاستثمارية"، هيئة الأوراق المالية والسلع، آذار 2007، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، ص50. على الرابط:

<http://www.sca.gov.ae/Arabic/Investors/Seminars/SCASeminars/Mutual Funds and Stock Indices.pdf>

² عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، مرجع سابق، ص94.

³ سامي خطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص50.

الفرع الثاني: تصنيف الصناديق الاستثمارية من حيث مكوناتها (الأدوات الاستثمارية)

حيث أن اختلاف مكونات الصناديق الاستثمارية يجعلها تصنف في عدة مجموعات أبرزها وأكثرها شيوعا هي:

أولا: صناديق سوق النقد: سوق النقد الذي يعتبر بمفهومه الواسع سوق العمليات الائتمانية قصيرة الأجل غالبا، والاستثمار في هذا السوق يرجع بشكل أساسي إلى دورها في إعادة تجديد سيولات المصارف وفي تلبية متطلبات الاقتصاد بصفة عامة¹، لذلك تتميز صناديق سوق النقد بسيولتها العالية و قصر آجالها الاستثمارية وانخفاض درجة مخاطرها مقارنة بباقي أنواع الصناديق (هذا لا يعني أنها خالية من المخاطر) الأمر الذي يجعل عوائدها منخفضة نسبيا²، ومن أمثلة أدواتها: أدوات الخزينة، وشهادات الإيداع القابلة للتداول؛

ثانيا: صناديق الأسهم العادية: وهي الصناديق التي تستثمر بشكل أساسي في الأسهم العادية للشركات، وبالتالي فهي تختلف باختلاف خصائص وسمات تلك الأسهم، لذلك يمكن تقسيمها إلى³:

✓ **صناديق أسهم محلية:** ويتم من خلالها تحقيق مزايا ضريبية للمستثمرين، وذلك تشجيعهم الدولة على حيازتها لتمويل الشركات القومية دون الأجنبية وهذا من أجل توطيد الاستثمارات و الأموال المهاجرة لما له من آثار إيجابية على الاقتصاد الوطني؛

✓ **صناديق أسهم متنوعة دوليا:** وتتكون من خليط من الأسهم المحلية والدولية وذلك لتحقيق أكبر عائد ممكن على أساس عاملي العائد والخطر؛

✓ **صناديق أسهم مقسمة جغرافيا:** وهي تستثمر في سوق دولة معينة مثل صناديق الأسهم الأمريكية، صناديق الأسهم الخليجية، صناديق الأسهم الآسيوية، ... وغيرها، وبالتالي تتحمل نوعين من هذه المخاطر هما: مخاطر هذه الدولة ومخاطر سعر الصرف؛

✓ **صناديق أسهم مقسمة قطاعيا:** أو الصناديق المتخصصة أي أن هذه الصناديق تستثمر إلا في أسهم قطاعات محددة، على سبيل المثال: تستثمر صناديق القطاع المصرفي إلا في أسهم المؤسسات المصرفية، وتستثمر صناديق قطاع الذهب إلا في أسهم الشركات ذات الصلة بالذهب، وصناديق القطاع العقاري تستثمر أسهم المؤسسات العقارية، ... وهكذا؛

¹ ريس حدة، محاضرات في مقياس: "الأسواق المالية للسنة الرابعة: مالية، نقود وبنوك"، قسم الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر، 2007-2008، ص 11.

² <http://www.cma.org.sa/Ar/awareness/Pages/IFClassifications.aspx> [consulter le 14/06/2015]

³ أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، مصر، 2004، ص (64-65).

ثالثاً: صناديق السندات أو صناديق أدوات الدين ذات الدخل الثابت: ويقصد بها تلك الصناديق التي تتكون من سندات فقط و غالباً ما تسمى صناديق الدخل، وهي صناديق تتكون من تشكيلة من سندات تصدرها شركات الأعمال وبعض السندات التي تصدرها الحكومة بشكل يتسنى معه خدمة قطاع معين من المستثمرين¹، وتختلف صناديق السندات باختلاف خصائص وسمات تلك السندات فنميز: صناديق سندات محلية، صناديق سندات دولية، صناديق سندات ذات عوائد دورية، صناديق سندات خاصة²؛

رابعاً: صناديق العملات: في هذا النوع من الصناديق يكون نشاطها مبنيًا على المتاجرة بالعملات الأجنبية، بحيث يتم تداولها أي بيع وشراء العملات من قبل الأفراد والمؤسسات والمصارف³ في سوق العملات الأجنبية (الفوركس) أو سوق الصرف الأجنبي الذي يعد من أكبر الأسواق المالية العالمية دون منافس ذلك أنه سوق يشمل كافة دول العالم؛ وينبغي على المستثمر في هذه الصناديق أن يكون مستعداً لتحمل مخاطر تغيرات أسعار صرف العملات⁴، لأن الاستثمار في تجارة العملات يعتبر الأعلى من ناحية الأرباح وكذلك الأعلى من ناحية المخاطر؛

خامساً: صناديق السلع أو البضائع: هي صناديق تستثمر بشكل رئيسي في شراء السلع والبضائع نقداً ثم بيعها بالأجل، والسلع المقصودة هنا هي السلع الأساسية التي لها أسواق منظمة (بورصة) مثل الألمنيوم والنحاس والبتروöl⁵، ففي هذا النوع من الصناديق يتم استخدام الأموال المكتتبة في شراء السلع من أجل إعادة بيعها وتشكل أرباح هذا البيع دخل الصندوق والذي يوزع على المكتتبين بنظام النسب⁶.

الفرع الثالث: تصنيف الصناديق الاستثمارية من حيث أهدافها

تتنوع الصناديق الاستثمارية من حيث غرضها الاستثماري إلى:

¹ محمد صالح الخناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 216.

² أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 65.

³ خالد حسين على المزوك، محاضرة بعنوان "الصرف الأجنبي"، منشورة على نظام التعليم الإلكتروني لقسم العلوم المالية والنقدية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة جامعة بابل، العراق، 2013.

⁴ حسن بن غالب بن حسن دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، الجزء الأول، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2012، ص 184.
• بورصة السلع تشمل أنواع عديدة منها: المواد الغذائية مثل الزيوت والحبوب والسكر والبن والسّمك وغيرها، والمواد الخام مثل النفط والنحاس والزنك والأتنيوم وغيرها، والمعادن الثمينة مثل الذهب والفضة وغيرها ومن أمثلة هذه البورصات: بورصة شيكاغو للحبوب، بورصة لندن للمعادن وغيرها. / المرجع: فتحي سليم، زياد غزال، حكم الشرع في البورصة، ط2، دار الوضاح للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2008، ص 10.

⁵ سمحان حسين محمد، مبارك موسى عمر وأبو صقري عبد الحميد، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 232.

⁶ حسن بن غالب بن حسن دائلة، مرجع سابق، ص 190.

- **صناديق النمو الرأسمالي (العائد التراكمي):** وهي صناديق الاستثمار التي تهدف إلى تحقيق نمو في رؤوس أموالها، ولا تركز على إيجاد دخل دوري للمستثمر، فتقوم بحجز الأرباح المتحققة من أجل التوسعة وتحقيق نمو أكبر لرأس مالها، لذا تعمل هذه الصناديق على تحقيق تحسن في القيمة السوقية للمحفظة¹، وتتناسب هذه الصناديق مع المدخرين الذين لا يعتمدون على أرباح مدخراتهم في تغطية نفقات معيشتهم وكذلك المدخرين الذين عندهم القدرة على تقبل المخاطرة، والسياسة المتبعة من قبل هذه الصناديق السياسة الهجومية أو النشطة؛

- **صناديق الدخل:** يهدف هذا النوع من الصناديق إلى تحقيق دخل دوري للمستثمر، فهي تناسب المستثمرين الذين يعتمدون على عائدات استثماراتهم لتغطية أعبائهم المعيشية، لذا فإن محافظ هذه الصناديق تشمل أسهم وسندات شركات كبيرة ومستقرة وتوزع جزء كبيراً من أرباحها²، ويتركزهم على عامل الاستقرار والأمان فالسياسة المتبعة من قبل هذه الصناديق السياسة التحفظية أو الدفاعية؛

- **الصناديق المتوازنة:** وتسمى أيضاً صناديق الدخل والنمو وهي الصناديق التي تستثمر في أدوات مالية مختلفة، على سبيل المثال تستثمر في الأدوات قصيرة وطويلة الأجل وفي أدوات الملكية، فهي متوازنة من حيث قاعدة الاستثمار ومتوازنة أيضاً من حيث درجة التذبذب في العوائد أو الأداء المالي المتوقع لهذه الصناديق³، أي أنها تهدف إلى تحقيق النمو والدخل معا وبشكل متوازي، ويمكن أن نميز بين⁴:

✓ **صناديق النمو والدخل:** وهي التي تعطي أولوية لنمو رأس المال.

✓ **صناديق الدخل والنمو:** وهي التي تعطي أولوية للدخل على نمو رأس المال.

- **صناديق إدارة الضريبة:** يناسب هذا النوع من الصناديق المستثمرين الذين يخضعون لشريحة ضريبية عالية ويرغبون في تأجيل دفع الضريبة إلى سنوات لاحقة ذلك أن الضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم، وبالتالي فنصناديق إدارة الضريبة تقوم

¹ عبد المجيد الصلاحين، "صناديق الاستثمار الإسلامية مفهومها، خصائصها وأحكامها"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 6-8 مارس 2007، ص 11.

² نفس المرجع، ص 11.

³ سامي حطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص 53.

⁴ عبد المجيد الصلاحين، مرجع سابق، ص 12.

بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمرين على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها، بمعنى أن المستثمرون هنا لا يدفعون الضرائب طالما لم يحصلوا على توزيعات نقدية¹.

الفرع الرابع: تصنيف صناديق الاستثمار باعتبار عنصر الأمان

نميز من خلال هذا التصنيف²:

- **صناديق الاستثمار ذات رأس المال المضمون:** هي تلك الصناديق التي توفر للمستثمر ميزة المحافظة على رأس ماله، أو أن إدارة الصندوق تتحمل وحدها الخسائر إذا ما وقعت، وذلك مقابل حصول إدارة الصندوق على عمولة نسبية معينة إذا تجاوز العائد المحقق رقما معيناً؛

- **صناديق الاستثمار غير المضمونة:** هي تلك الصناديق التي تكون فيها المخاطرة بالنسبة للمستثمر كبيرة جداً، حيث أن المستثمر لا يكون معرضاً لخسارة العائد فحسب، بل أيضاً قد يتعرض لخسارة رأسماله أو جزء منه.

الفرع الخامس: تصنيف صناديق الاستثمار من حيث توافقيها مع الأحكام الشرعية

وهي الصناديق التي يُراعى فيها الجانب الشرعي في المعاملات والأدوات الاستثمارية، فنجد:

- **صناديق استثمارية إسلامية:** وهي صناديق تحقق رغبة صغار المستثمرين فضلاً عن كبارهم في توفير أدوات مالية إسلامية تتيح لهم استثمار أموالهم استثماراً شرعياً متوافقاً لأحكام الشريعة الإسلامية³، كما ولا بد أن يظهر هذا الجانب أي طبيعة الاستثمار في نشرات إصدار هذه الصناديق، والجدير بالملاحظة أن هذه الصناديق لم تعد تهم فئة المستثمرين المسلمين فقط بل استقطبت إليها حتى المستثمرين غير المسلمين نظراً للمزايا والأهداف التي تحققها (سنفصل فيها في المبحث الرابع)،

- **صناديق استثمارية تقليدية:** وهي الصناديق التي لا يراعى الجانب الشرعي في معاملاتها الاستثمارية أي أنها قد تستثمر في أسهم شركات تعمل في مجالات غير شرعية كالقمار والخمر والتبغ وغيرها.

¹ وليد هوبل عوجان، "صناديق الاستثمار، دراسة تحليل"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 6-8 مارس 2007، ص 26.

² عمر مصطفى الشريف، "الصناديق الاستثمارية الإسلامية في الأردن... التقنين والرقابة"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية، عمان-الأردن-، يومي 6-7/08/2014م، ص 5.

³ أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 73.

الفرع السادس: أنواع أخرى من الصناديق الاستثمارية

اكتفينا فيما سبق بذكر بعض التصنيفات لصناديق الاستثمار الأكثر شيوعا وانتشارا عالميا، لكن تجدر الإشارة إلى أن هناك أنواع أخرى لم نتطرق إليها لا تقل أهمية عنها، نذكر منها على سبيل المثال:

- **صناديق مرتبطة بمؤشر أو صناديق المؤشرات المتداولة:** تعرف على أنها صناديق استثمارية مصممة خصيصا لمتابعة مؤشر ما، بحيث تكون كل وثيقة عبارة عن سلة تحتوي على مجموعة من الأوراق المالية المتداولة في بورصة ما، على أن تكون هذه الشهادات قابلة للتداول في البورصة بنفس طريقة الأسهم العادية¹، وقد بدأت صناديق المؤشرات المتداولة في الظهور لأول مرة للأسواق المالية عام 1993م من خلال الأسواق الأمريكية عندما طورت شركة (State Street Global Advisors) بالتعاون مع البورصة الأمريكية أول سوق لصناديق المؤشرات ومنذ ذلك الوقت بدأت هذه الصناديق في النمو السريع حيث أنه بنهاية نوفمبر 2007م ارتفع عدد صناديق المؤشرات على المستوى العالمي إلى 1137 صندوق يدار بواسطة 73 مدير استثمار و يتم تداولها في أكثر من 42 بورصة بأصول مدارة تصل قيمتها إلى 773.2 مليار دولار²؛

- **صناديق الصناديق:** وهي صناديق تتكون محافظها من صكوك صناديق استثمار مختلفة ويعمل مدير الاستثمار فيها على اختيار الصناديق التي تحقق أعلى عائد³؛

- **الصناديق المحملة وغير المحملة:** وهي الصناديق التي تقوم التي تقوم بتسويق إصداراتها من الوثائق من خلال منافذ توزيع (رجال بيع أو بيوت سمسة) مقابل رسوم يتحملها المستثمر الذي يشتري الوثيقة، وتضاف قيمة عمولة السمسار الكلية إلى صافي قيمة الأصول حينها تسمى هذه الصناديق بالصناديق المحملة، لكن عندما تقوم الصناديق بتسويق إصداراتها مباشرة دون الحاجة إلى وسطاء وذلك من خلال الإعلان عنها في وسائل الإعلام المختلفة وعليه لا يتحمل المستثمر أية رسوم للشراء حينها تسمى هذه الصناديق بالصناديق غير المحملة⁴.

¹ كتاف شافية، بن دعاس زهير، " آلية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية وأهميتها بالنسبة للأسواق المالية - دراسة حالة السوق المالية السعودية"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس بسطيف، الجزائر، يومي 6/5 ماي 2014م، ص 2.

² <http://www.egx.com.eg/Arabic/ETFs.aspx> [consulter le 18/10/2016]

³ أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 71.

⁴ حسن بن غالب بن حسن دائلة، مرجع سابق، ص(202-203).

المطلب الرابع: العوامل المؤثرة على اختيار الصناديق الاستثمارية

توجد عدة عوامل تتحكم في اختيار المستثمرين (سواء كانوا أفراد أو مؤسسات) الراغبين في استثمار أموالهم في الصناديق الاستثمارية وتؤثر بشكل مباشر على قراراتهم الاستثمارية أهم هذه العوامل¹:

1- تحديد الهدف من الاستثمار: وذلك بالإجابة على السؤال: ماذا تريد من الاستثمار؟ أي أن تحدد أهدافك في ضوء

مستوى المخاطر الذي يمكن أن تتحمله²، وعليه يتوقف اختيار الصندوق الاستثماري على هدف المستثمر فيما إذا كان يهدف إلى تحقيق دخل دوري أو نمو رأسمالي أو تحقيق كليهما أي تحقيق هدفه يكون مزدوجاً: دخل ثابت من جهة وتحقيق نمو رأسمالي من جهة أخرى، وفي كل الأحوال سيتجه إلى الصناديق التي تحقق له ذلك كصناديق الدخل، صناديق النمو وصناديق الدخل والنمو (الصناديق المتوازنة) على التوالي.

2- تحديد مدة الاستثمار: يمكن تمييز ثلاثة أنواع أساسية للاستثمار حسب مدته الزمنية: استثمار قصير الأجل، متوسط

وطويل الأجل، فلكل مستثمر مدة زمنية معينة يرغب أن يوظف أمواله خلالها، فلذلك فاختيار نوع الصندوق الاستثماري يتوقف على تلك المدة، ومن الملاحظ أنه يفضل الاستثمار المتوسط والطويل الأجل لما يحققه من نمو رأسمالي جيد.

3- تحديد درجة المخاطرة: حيث تختلف درجة تقبل المخاطرة 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 يميز جلال محمد البنا بين ثلاث فئات عمرية وأنسب لكل فئة نوع معين من الصناديق الاستثمارية وهي³:

✓ كمستثمر في مقتبل العمر: له أهداف ذات مدى بعيد ولا يعتمد على عائد استثماراته في الصندوق في

تغطية نفقته المعيشية ويستحسن أن يحدو "نمو مقداماً" أو يسعى إلى زيادة القيمة الرأسمالية للصندوق

الاستثماري؛

¹ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 225.

² عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، "الاستثمار في الأسهم"، بحث مقدم لندوة إرشادية حول: "أسس التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، فيفري/مارس 2006، ص 3.

³ جلال محمد البنا، مرجع سابق، ص (20-23).

✓ **كـمـسـتـمـر مـتـوسـط العـمـر:** ذي مسؤوليات عائلية، فعليه أن يحدو "نموا ودخلا" للصندوق الاستثماري الذي

يجمع بين مكاسب رأسمالية و توزيعات نقدية جارية من الدخل؛

✓ **كـمـسـتـمـر مـتـقـدم فـي العـمـر:** والذي يحتاج إلى الكثير من التوزيعات النقدية الدخلية للإعاشة منها، فيوصى

بأن يأخذ في الاعتبار صندوق للإعاشة بحيث يحقق له دخلا ثابتا ودوريا مثل صناديق الدخل.

لكن المستثمرون ذو الخبرة الواسعة والمختصون في هذا المجال ينصحون المستثمرين الراغبين في توظيف أموالهم في الصناديق

الاستثمارية بتنوع اختياراتهم أي لا يجب أن تنحصر كل استثماراتهم أو أغلبها على نوع معين من الصناديق حتى لا يوضع كل البيض في سلة واحدة.

4- الموانع الشرعية: بعض المستثمرين يفضلون الاستثمار في صناديق استثمار تكون متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية

والتي تعرف بالصناديق الاستثمارية الإسلامية (سنفصل في هذا النوع من الصناديق لاحقا) وهذا تجنباً للوقوع في شبهة

الربا (الفائدة)، هذه الأخيرة التي تمزج بين العمل والمال أي في شكل مضاربة شرعية استقطبت عددا لا يستهان به من

المستثمرين مسلمين كانوا أم غير مسلمين.

يضاف إلى العوامل السابقة الذكر في اختيار الصناديق الاستثمارية نوعين من المعايير ينبغي النظر إليهما عند الاختيار

وهما¹:

- **المعايير الكمية:** وهي المعايير الرقمية التي تعكس أداء الصندوق ومخاطره، وتعلق المعايير الكمية بأتعاب الصندوق وأدائه

ومخاطره بالإضافة إلى مقاييس الأتعاب و مقاييس العائد على المخاطرة؛

- **المعايير النوعية:** وهي التي 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 نذكر: حجم الصندوق، جودة الفريق الإداري للصندوق، استراتيجيته الاستثمارية، غياب تضارب المصالح

عن الصندوق.

¹ <https://www.derayah.com/Html/ar/learning/fundselection.html> [consulter le 24/03/2017]

المبحث الثاني: تأسيس وإدارة الصناديق الاستثمارية

في هذا المبحث سنوضح كيفية إدارة الصناديق الاستثمارية من خلال توضيح متطلبات تأسيس أو إنشاء هذه الصناديق الاستثمارية بشكل عام وكيفية الاكتتاب فيها بالإضافة إلى آلية الاستثمار فيها، ثم سنتطرق إلى الشكل القانوني والهيكل التنظيمي لهذه الصناديق، إلى جانب ذلك سنوضح أهمية وشروط إدارة الصناديق الاستثمارية وكذا العمليات التي تقوم بها مع بيان سياساتها الاستثمارية المتبعة، والجدير بالذكر أننا اعتمدنا في هذا المبحث على ما هو معمول به في المملكة العربية السعودية تماشياً مع الفصل الثالث وتجنباً للتكرار.

المطلب الأول: تأسيس الصناديق الاستثمارية والاكتتاب فيها

إن تنظيم وتأسيس صناديق الاستثمار وتسجيلها وكيفية طرح وحداتها وإدارة عملياتها يختلف من دولة إلى أخرى، فلكل بلد نظام خاص به ويعمل بموجبه، ومن خلال هذا المطلب أردنا أن نوضح كيفية تأسيس الصناديق الاستثمارية وفقاً لأنظمة المملكة العربية السعودية (تماشياً مع الفصل الثالث)، لكن الجدير بالذكر أن هذه الصناديق تشترك في كونها تخضع لنفس القواعد والأحكام المنظمة وهي ملزمة بتطبيقها، لكن تختلف من ناحية نشرات إصدارها فلكل صندوق استثماري نشرة إصدار خاصة به توضح أهدافه وسياسته الاستثمارية وتتوفر على معلومات وبيانات تهم المستثمرين الراغبين في الاشتراك في هذه الصناديق.

الفرع الأول: تأسيس صندوق استثماري

توجد قواعد نظامية وشروط وأحكام حتى تؤسس صندوقاً استثمارياً يمكن أن نوضحها كما نص عليها النظام السعودي، حيث تمر عملية تأسيس الصناديق عبر خطوات ومراحل متعددة نوضحها في الشكل الموالي:

الشكل رقم (2-3): مراحل تأسيس صندوق استثماري



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: حسن بن غالب بن حسن داتلة، **الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية**، الجزء الأول، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية ، 2012، ص (129-133)

فيما يخص المرحلة الأولى التي تخص تقديم طلب تأسيس الصندوق الاستثماري تجدر الإشارة إلى أن الصناديق الاستثمارية سابقا (في المملكة) كان إنشاؤها مقتصرًا فقط على المصارف أي أن المصارف هي من تقدم طلب تأسيس الصناديق الاستثمارية إلى مؤسسة النقد العربي السعودي سابقا كما وكانت تقوم بإدارتها بنفسها، أما الآن ومنذ سنة 2007م فقد أصبحت الشركات الاستثمارية هي المخولة فعليًا بإصدار الصناديق الاستثمارية وإدارتها فقط دون المصارف، و بذلك أصبح طلب التأسيس يقدم من طرف الشركات الاستثمارية إلى هيئة السوق المالية للحصول على موافقتها¹؛ وعلى سبيل المثال لا الحصر يمكن توضيح محتويات طلب تأسيس وطرح وحدات صندوق استثماري عام الذي تقدمه الشركة الاستثمارية في الملحق رقم (2) وفقا للاتحة صناديق الاستثمار الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب قرار رقم 1-219-2006 وتاريخ 1427/12/3هـ الموافق لـ 2006/12/24م بناء على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 بتاريخ 1424/6/2هـ المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم 1-61-2016م وتاريخ 1437/8/16هـ الموافق لـ 2016/5/23م.

الفرع الثاني: الاكتتاب في الصناديق الاستثمارية

بعد الحصول على الموافقة بالترخيص لإنشاء الصندوق الاستثماري عند ذلك تبدأ عملية الاستثمار في هذه الصناديق والتي هي الأخرى تمر عبر مراحل وخطوات ، وقبل معرفة شروط الاكتتاب والإجراءات المتبعة فيه علينا أن نعرف أولا ما المقصود بالاكتتاب؟

1/ مفهوم الاكتتاب: أو الطرح/العرض العام الأولي، و يمكن تعريفه على أنه: دعوة توجهها الشركة المساهمة إلى أشخاص غير محددين سلفا للإسهام في رأس المال، وذلك بأن يدفع الشخص قيمة عدد معين من الأسهم، فتعطيه الشركة من أسهمها ما يقابل ما أخذته من مال²؛ و باختصار يمكن أن نعرف الاكتتاب على أن الشركة أصبح لديها مساهمين؛ والاكتتاب نوعان: **اكتتاب تأسيسي للشركة** والذي يكون في رأس مال الشركة حال كونها تحت التأسيس (وفي حالتنا نحن حال تأسيس الصندوق الاستثماري)، و**اكتتاب لاحق لتأسيس الشركة** والذي يكون في أسهم شركات قائمة وذلك لرغبة الشركة في زيادة رأس مالها (وفي حالتنا نحن رغبة مدير الصندوق في زيادة أصول الصندوق الاستثماري)³، كما هناك تصنيف آخر للاكتتاب حيث نجد **الاكتتاب العام** أي العرض الموجه إلى العامة أي غير محددين سلفا (والتي تتوافق مع خاصية الصناديق الاستثمارية المفتوحة التي

¹ عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، مرجع سابق، ص 87.

² حسان بن إبراهيم بن محمد السيف، أحكام الاكتتاب في الشركات المساهمة ، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2006م، ص 21.

³ نفس المرجع ص(38-39).

سنتطرق لها لاحقاً) والاكتماب الخاص أي العرض الموجه إلى فئة معينة ومحددة سلفاً (والتي تتوافق مع خاصية الصناديق الاستثمارية المغلقة التي سنتطرق لها أيضاً لاحقاً).

2/ شروط الاكتماب في الصناديق: وضعت الجهات المنظمة للصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية (هيئة السوق المالية) شروط وأحكام يلزم توفرها للاكتماب في الصناديق الاستثمارية بحيث يجب أن تحتوي نشرة الاكتماب (أو نشرة الإصدار والتي تعتبر الوثيقة الرسمية المطلوبة التي تفرضها هيئة سوق المال على مصدري الصناديق الاستثمارية، بحيث تلزمهم بإعداد نشرات خاصة بكل صندوق استثماري ولا يتم السماح باستقبال أموال المستثمرين من قبل مصدر الصندوق الاستثماري إلا بعد موافقة هيئة سوق المالية على نشرة الإصدار الخاصة به وتوضح هذه النشرة مستوى المخاطرة المتعلقة بالمنتجات الاستثمارية التي يستثمر بها الصندوق وتفصح عن هذه المنتجات الاستثمارية، أي باختصار توضح نشرة الإصدار سياسة وأهداف الصندوق¹) على مجموعة من البنود حتى تطرح للاكتماب العام، وما يمكن قوله أن هذه الشروط و البنود قد نجدتها في أغلب نشرات اكتماب الصناديق الاستثمارية العالمية أي ليست فقط مقتصرة في المملكة، ويمكن تلخيصها فيما يلي²:

- اسم صندوق الاستثمار وشكله القانوني؛
- أهداف الصندوق الاستثماري بحيث يجب أن يوضح الهدف أو الغرض الذي أنشئ من أجله، كما يذكر نوعه أو فئته إذا كان يعمل وفقاً لمبادئ الشريعة أم لا، وإذا كان هدف الصندوق الاستثماري هو الاستثمار في مجال أو قطاع معين من الأسهم المدرجة في السوق فيجب أن يشمل الإفصاح عن هذه المعايير اللازمة لتحديد مجال الاستثمار؛
- تاريخ ورقم الترخيص الصادر للصندوق من الهيئة العامة لسوق المال؛
- تاريخ إصدار شروط وأحكام الصندوق وآخر تحديث لها؛
- مدة الصندوق أو عمر الصندوق؛
- اسم المصرف المرخص له في تلقي طلبات الاكتماب بالإضافة إلى تحديد المدة المحددة لتلقي هذه الاكتمابات؛
- أسماء أعضاء مجلس إدارة الصندوق والمديرين المسؤولين عن الإدارة العامة؛
- اسم مدير الاستثمار وملخص واف عن أعماله السابقة؛

¹ هنادي بنت محمد عمر سراج قمره، دراسة استراتيجية الاستثمار في سوق المال للأسرة السعودية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه فلسفة في الاقتصاد المنزلي منشورة، قسم السكن وإدارة المنزل، كلية التربية للاقتصاد المنزلي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2008م، ص 112.

² تم الاعتماد على المرجع: - حسن بن غالب بن حسن دائلة، مرجع سابق، ص (136-137).
- عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، مرجع سابق، ص (115-121).

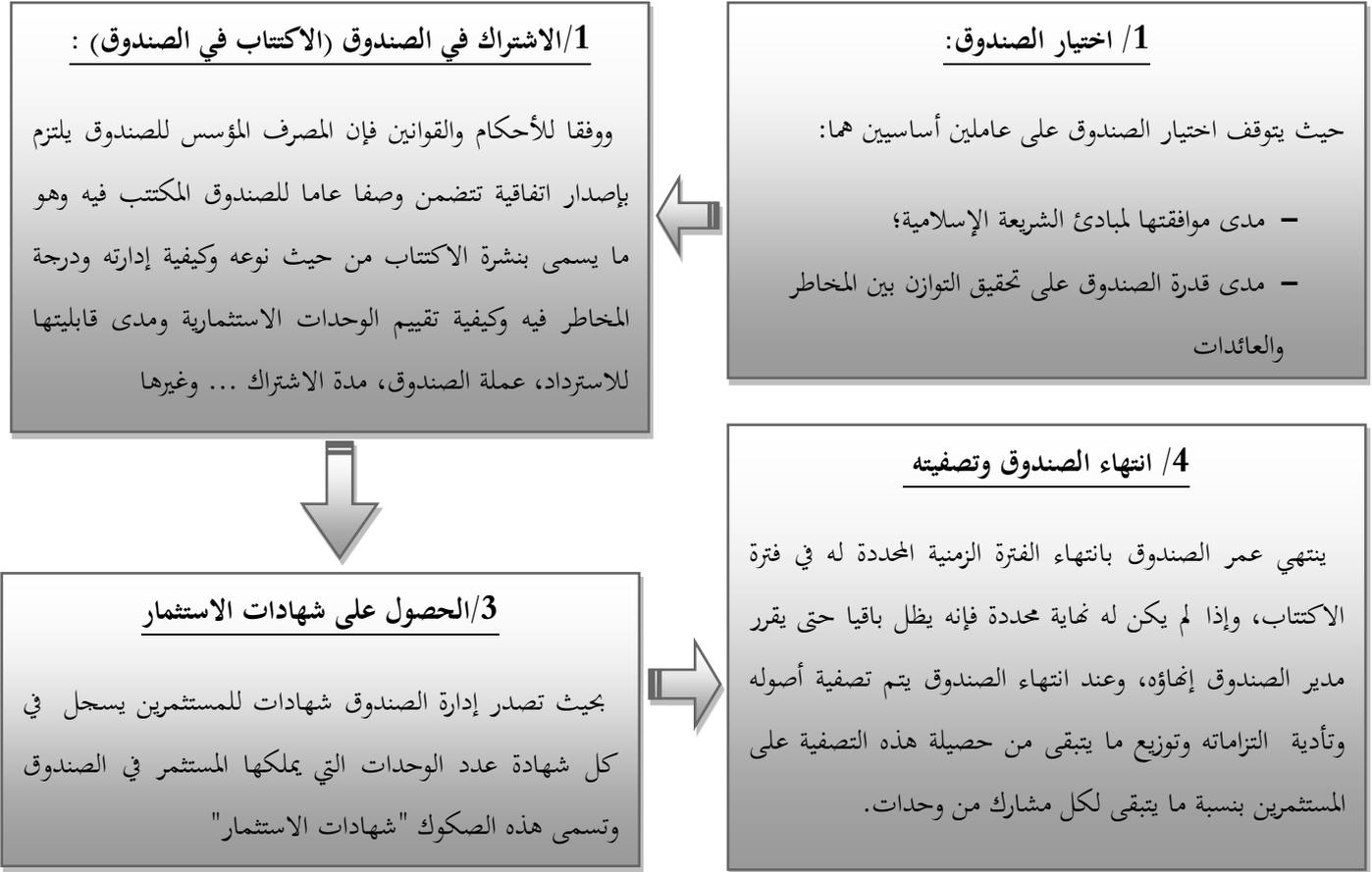
- عنوان المكتب الرئيس لمدير الصندوق وعنوان أي موقع انترنت يتضمن معلومات عن صندوق الاستثمار أو مديره؛
 - عملة الصندوق: أي بيان عملة الصندوق ووصف أي إجراء لتحويل الاشتراكات التي تم الحصول عليها بعملات أجنبية؛
 - الحد الأدنى والحد الأقصى للاكتتاب في الوثائق؛
 - استراتيجيات الاستثمار الرئيسية وتكون بشكل ملخص حتى يتم توضيح الاستراتيجيات التي يستخدمها مدير الصندوق لتحقيق أهدافه؛
 - طريقة توزيع الأرباح السنوية وأسلوب معاملة الأرباح الرأسمالية ومدى حدود مسؤولية حامل الوثيقة في ناتج التصفية؛
 - المخاطر الرئيسية للاستثمار في الصندوق حيث يذكر ملخص ينطوي على المخاطر التي يحتمل أن يقع فيها الصندوق أو أي ظرف يحتمل أن يؤثر سلباً على صافي قيمة أو عائد أو إجمالي مردود الاستثمار؛
 - بيان كيفية الإفصاح الدوري عن المعلومات؛
 - الرسوم والمصارف بحيث يتم الإفصاح عن جميع أنواع الرسوم والمصارف سواء كانت مستحقة على مالك الوحدات أو من أصول الصندوق، و الإشارة إلى ملخص الإفصاح المالي لبيان مبالغ تلك الرسوم والمصاريف؛
 - بيان إذا ما كان يجوز استرداد قيمة الوثيقة قبل انتهاء مدتها وحالات ذلك وإجراءات وكيفية إعادة بيعها وذلك بمراعاة ما يقرره مجلس إدارة الهيئة؛
 - أتعاب مدير الاستثمار أو أية أتعاب مالية يتحملها المستثمرين؛
 - طريقة التقييم الدوري لأصول الصندوق الاستثماري؛
 - أية بيانات أخرى تراها الهيئة لازمة.
- ولتوضيح ما سبق حول الشروط الواجب توافرها في الاكتتاب في الصناديق الاستثمارية ارتأينا أن نختار نشرة اكتتاب صندوق "صندوق الإنماء للأسهم السعودية" على سبيل المثال لا الحصر- أنظر الملحق رقم (3)- واستمارة وحدات الصناديق الاستثمارية التي تصدرها شركة الإنماء للاستثمار التابعة لمصرف الإنماء (الإسلامي) -أنظر الملحق (4)-.

الفرع الثالث: آلية الاستثمار في الصناديق الاستثمارية

يمر الاستثمار في الصناديق عبر مراحل حتى يحقق الهدف من إنشائه بدء من اختيار الصندوق الملائم والمناسب لرغبات

المستثمرين وصولاً إلى انقضائه وتصفيته ويمكن تلخيص هذه المراحل من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (2-4): آلية الاستثمار في الصناديق الاستثمارية



المصدر: هشام أحمد عبد الحفي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية - دراسة تطبيقية فقهية -، منشأة المعارف، جلال حزي وشركاؤه، الإسكندرية - مصر -، 2010، ص (97-101).

المطلب الثاني: الشكل القانوني والبناء التنظيمي للصناديق الاستثمارية

يعد التعرف على الشكل القانوني والبناء (المهيكل) التنظيمي للصناديق الاستثمارية أمراً أكثر من ضروري عند التطرق إلى

إدارة الصناديق الاستثمارية، حيث يمكن توضيحهما في النقاط الآتية:

الفرع الأول: الشكل القانوني للصناديق الاستثمارية

إذا تكلمنا عن الشكل القانوني للصناديق الاستثمارية فهناك عموماً صورتان أساسيتان في ذلك¹:

- صناديق استثمارية تنشئها المصارف وشركات التأمين وهي لا تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة عن الجهة المالكة، وإنما تعتبر أحد الأنشطة الجديدة التي يباشرها المصرف أو شركة التأمين، كما وأنها لا تحتاج إلى مجلس إدارة مستقل فمجلس إدارة المصرف أو شركة التأمين هو نفسه مجلس إدارة الصندوق، كما وعليه مراجعة حسابات هذه الصناديق وإمساك الدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة نشاط الصندوق؛
- صناديق استثمارية تؤسس من قبل شركات مساهمة وهي تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة لذا وجب قانوناً أن يكون لها مجلس إدارة مستقل.

ويمكن نوضح الفروق الجوهرية بين هذين النوعين أو الصورتين في الجدول التالي:

¹ أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية-مصر-، 2002-2003، ص (17-18).

الجدول رقم (2-5): المقارنة بين نوعي الصناديق الاستثمارية

وجه المقارنة	صناديق استثمار الشركات المساهمة	صناديق استثمار المصارف وشركات التأمين
جهة التأسيس	شركة صندوق الاستثمار	مصرف أو شركة التأمين
الشكل القانوني	شركة مساهمة	أحد أنشطة المصرف أو شركة التأمين
رأس المال	خمسة ملايين مدفوعة بالكامل	خمسة ملايين مدفوعة بالكامل
جهة الترخيص	الموافقة تكون مباشرة من الهيئة العامة لسوق المال	الموافقة تكون أولاً من البنك المركزي أو من الهيئة العامة للرقابة على التأمين ثم من الهيئة العامة لسوق المال
مجلس الإدارة	لها مجلس إدارة مستقل	لا تحتاج إلى مجلس إدارة مستقل
أموال المستثمرين	يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين وثائق استثمار بحد أقصى عشرة أمثال رأس مال الشركة	يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين وثائق استثمار بحد أقصى عشرون مثل المبلغ المخصص لمزاولة النشاط
قيود وتداول واسترداد وثائق الاستثمار	يتم قيد وتداول الوثائق بالبورصة ويتم استردادها طبقاً لأسعار تداولها فيها	لا يتم قيد وتداول الوثائق بالبورصة بل من خلال الصندوق
الاستثمار في صناديق الاستثمار	لا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق من وثائق استثمار صناديق الاستثمار الأخرى على 10% من أمواله وبما لا يجوز 5% من أموال الصندوق	لا يجوز للصندوق استثمار أمواله في صناديق الاستثمار الأخرى بأي منها أو في صناديق الاستثمار التي تنشئها أو تساهم فيها مصارف أو شركات يساهم فيها ذات المصرف أو شركة التأمين

المصدر: حسن بن غالب بن حسن دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، الجزء الأول، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2012، ص 216.

الفرع الثاني: البناء التنظيمي لصندوق الاستثمار

لا تختلف الصناديق الاستثمارية عن أي شركة أو مؤسسة من حيث يوجد هيكل تنظيمي خاص بها ينظم أعمالها ويحدد

مهام كل عنصر فيها، ويتكون الهيكل التنظيمي لمعظم الصناديق الاستثمارية من:

1/ مؤسس الصندوق:

يعرف في بعض الدول باسم شركة الإدارة أو بمؤسس الترس (Trust)، وتعرف بأنها مؤسسات مالية أو شركات

استثمار تقوم بتأسيس صناديق الاستثمار وتولي طرحه، وبهذا يؤدي صندوق الاستثمار دور الوسيط بين أصحاب الأموال وبين

الشركات الصناعية والتجارية، وينتهي دور مؤسس الصندوق بانتهاء التأسيس، وقد يتولى المؤسس إدارة الصندوق باعتباره مديراً للاستثمار¹.

2/ مدير الصندوق:

يشترط أن يكون مدير الصندوق شخصاً مرخصاً له ممارسة نشاط الإدارة، ويتولى إدارة الصندوق عادة شركة استثمارية متخصصة ويمكن للمدير أن يستند إدارته إلى شركة استثمارية أخرى متخصصة في إدارة صناديق الاستثمار، ويتقاضى مدير الصندوق مقابل إدارته للصندوق عمولة أو أتعاب يحددها عادة النظام الداخلي للصندوق في صورة نسبة معينة من القيمة البيعية أو العادلة لصافي أصول الصندوق؛ ويصدر مدير الصندوق للمستثمرين فيه مقابل حصصهم في الصندوق وحدات استثمارية أو شهادات استثمار²؛ ويمكن تلخيص أهم مسؤوليات وواجبات مدير الصندوق حسب ما جاء في لائحة صناديق الاستثمار الصادرة عن هيئة السوق المالية بالمملكة العربية السعودية في النقاط التالية³:

- إدارة الصندوق؛
- عمليات الصندوق بما في ذلك الخدمات الإدارية للصندوق؛
- طرح وحدات الصندوق؛
- التأكد من دقة شروط وأحكام الصندوق واكتمالها وأنها كاملة وواضحة وصحيحة وغير مضللة؛
- الالتزام بأحكام لائحة صناديق الاستثمار الصادرة عن هيئة السوق المالية؛
- العمل لمصلحة مالكي الوحدات والالتزام بجميع المبادئ والواجبات التي نصت عليها لائحة الأشخاص المرخص لهم بما في ذلك واجب الأمانة تجاه مالكي الوحدات والذي يتضمن العمل بما يحقق مصالحهم وبذل الحرص المعقول، كما ويعد مسؤولاً اتجاههم (مالكي الوحدات) عن خسائر الصندوق الناجمة بسبب احتياله أو إهماله أو سوء تصرفه أو تقصيره المتعمد؛

¹ فتيحة كحلي، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية (دراسة تجارب بعض الدول العربية)، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 2010-2011، ص 18.

² محمد مطر، مرجع سابق، ص 93.

³ ينظر إلى المادة (09) من لائحة صناديق الاستثمار الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب قرار رقم 1-219-2006 وتاريخ 1427/12/3هـ الموافق لـ 2006/12/24 م بناء على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 بتاريخ 1424/6/2هـ المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم 1-61-2016 م وتاريخ 1437/8/16هـ الموافق لـ 2016/5/23 م، ص (10-12).

- وضع السياسات والإجراءات لرصد المخاطر التي تؤثر في استثمارات الصندوق وضمان سرعة التعامل بها وذلك بشكل سنوي على الأقل.

3/ أمين الاستثمار (أمين الصندوق):

وهو أيضا مؤسسة مالية يتم اختيارها من بين المؤسسات ذات السمعة الجيدة والمركز المالي المتين ومرخص لها بممارسة نشاط الحفظ¹، بحيث يجب على مدير الصندوق تعيين أمين حفظ واحد أو أكثر (في المملكة) وغير تابع له، حيث يقوم بمهام الحفظ المادي للأوراق المالية وغيرها من أصول الصندوق دون أن يكون له دور في قرارات الاستثمار، كما يمكن له أن يكلف طرفا مستقلا بالعمل أميناً للحفظ من الباطن حتى يقلل من أعمال الغش والتضليل²، وبالتالي يمكن أن تتلخص مسؤوليات أمين الاستثمار أو أمين الحفظ في أنه³:

- يعد مسؤولاً تجاه مدير الصندوق ومالكي الوحدات عن خسائر الصندوق الناجمة بسبب احتياله أو إهماله أو سوء تصرفه أو تقصيره المتعمد؛

- يعد مسؤولاً عن حفظ أصول الصندوق وحمايتها لصالح مالكي الوحدات؛

- يعد مسؤولاً عن اتخاذ جميع الإجراءات الإدارية اللازمة فيما يتعلق بحفظ أصول الصندوق.

4/ المكتتبون (المستثمرون أو المشتركون):

وهم المدخرون الذين يرغبون في استثمار أموالهم في محفظة الأوراق المالية، ويقوم الصندوق بإصدار وثائق استثمار لهم مقابل الأموال التي يتلقاها، ويشارك حملة الوثائق في نتائج استثمارات الصندوق من أرباح أو خسائر بنسبة ما يملكه من وثائق إلى إجماليها⁴، ويتعين على المستثمرين قبل اتخاذ قرار الاستثمار بشراء وحدات أي صندوق استثماري أن يقرؤوا بتمعن الشروط والأحكام الخاصة بالصندوق المراد الاستثمار فيه، ويمكن تلخيص أهم حقوق المستثمرين في الصناديق الاستثمارية في⁵:

¹ حسن بن غالب بن حسن دائلة، مرجع سابق، ص142.

² عبد الرحمن مرعي، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية في سورية (دراسة ميدانية)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، دمشق، سوريا، المجلد 29، العدد 03، 2013، ص 287.

³ ينظر إلى المادة (27) من لائحة صناديق الاستثمار، ص (23-24).

⁴ عصام عبد الهادي أبو النصر، "نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في ضوء الفكر الإسلامي"، بحث مقدم لندوة: "صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل"، تنظيم مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، مصر، 1997/3/22، ص 13.

⁵ هيئة السوق المالية، "اعرف حقوقك"، إصدارات توعوية، مركز توعية المستثمر الإلكتروني التابع لهيئة السوق المالية السعودية، على الرابط

<https://cma.org.sa/Awareness/Publications/Pages/brochures.aspx>

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

5/ وكيل البيع:

هو وسيط أو مجموعة من الوسطاء يتولون توزيع شهادات الاستثمار التي يصدرها الصندوق وتسويقها على المكتتبين في بداية الصندوق بالسعر المحدد في نشرة الاكتتاب، أي أن مهمته هي إيجاد السوق الأولى لشهادات الاستثمار¹، ويمكن لهذا الوكيل أن يكون مصرفاً أو شركة استثمار من تلك الخاضعة لرقابة المصرف المركزي، وفي الدول التي تكون سوق أوراقها المالية صغيرة مثل المملكة العربية السعودية وغالبية الدول العربية تتولى الجهة المنشئة للصندوق توزيع أوراقها بنفسها دون اللجوء إلى وكيل²؛

6/ الهيئة الاستشارية:

وتضم مجموعة من الخبراء المتخصصين في الاستثمار والتحليل المالي، يعينهم مدير الصندوق بقصد تقديم النصح والمشورة له في إدارة وتوجيه استثماراته للمجالات المناسبة ويمكن أن تكون هذه الهيئة من أفراد أو من هيئات متخصصة³.

¹ محمد عدنان بن الضيف، العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وآثارها التنموية، دار الفنائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2017، ص 350.

² حسن بن غالب بن حسن دائلة، مرجع سابق، ص 143.

³ محمد مطر، مرجع سابق، ص 93.

المطلب الثالث: أهمية وشروط إدارة الصناديق الاستثمارية

قبل التطرق إلى أهمية وشروط إدارة الصناديق الاستثمارية علينا أولاً أن نشير إلى الكيفية التي تدار بها هذه الصناديق، حيث أنه يوجد شكلين يجري العمل بهما في إدارة صناديق الاستثمار (و هما جائزان شرعاً)¹:

- الإدارة على أساس المضاربة : وهي التي يحدد فيها المقابل للمدير (المضارب) بحصة (أو نسبة) معلومة من ربح الصندوق، و المستثمرون في هذا الصندوق يمثلون (رب المال) حيث يقومون بدفع أموالهم إلى هذه الجهة لتديرها وفق الشروط المتفق عليها في نشرة الصندوق، ويقوم التعاقد هنا على أساس أن شروط التعاقد تحددها نشرة الإصدار التي لا بد أن تشمل على جميع البيانات المطلوبة شرعاً في عقد المضاربة من حيث توضيح معلومية رأس المال، وتوزيع الربح، اتفاهه مع أحكام الشريعة الإسلامية... وغيرها، وأن الإيجاب هنا يعبر عنه الاكتتاب في صكوك المضاربة والقبول تعبر عنه موافقة الجهة المصدرة؛

-الإدارة على أساس الوكالة بأجر: وهي التي يحدد فيها المقابل للمدير (الوكيل) الذي يقوم بإدارة أموال الموكل حسب الشروط المتفق عليها في نشرة الإصدار الخاصة بالصندوق محل التعاقد بعمولة معينة (مبلغ مقطوع) أو بنسبة من المساهمات أو بنسبة من صافي الموجودات، هذه النسبة أو المبلغ يستحقه الوكيل سواء ربح الصندوق أم خسر، أما المستثمر في الصندوق فيعتبر (الموكل) الذي يدفع ماله لتديره هذه الجهة مقابل أجر معلوم.

وهناك صورة تجمع بين العمولة والربح على أساس التحفيز، على أن تكون العمولة هي الأصل ويكون النصيب المحدد له من الربح مستحقاً في حال بلوغه نسبة محددة.

يتضح مما سبق أن طبيعة عقد الصناديق الاستثمارية لا يخرج عن كونه عقد مضاربة مقيدة أو وكالة بأجر، وأغلب الصناديق الاستثمارية اليوم تعمل بعد بعقد الوكالة بأجر، وذلك لتضمن حقها في إدارة الصندوق بغض النظر عن الربح أو الخسارة، وتشترك أحياناً فتكون مضاربة وتديره بعقد الوكالة بأجر.

الفرع الأول: أهمية إدارة الصناديق الاستثمارية

المتتبع لتاريخ الصناديق الاستثمارية و إدارتها خلال الخمسينيات والستينيات يجد أن المؤسسات والصناديق التي أديرت من قبل متخصصين في استثمار الأموال قد حققت نجاحاً باهراً و كبيراً على خلاف المؤسسات أو الصناديق التي أديرت من قبل

¹ تم الاعتماد على المرجعين:

- صادق راشد الشمري، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 406.

- عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، مرجع سابق، ص (90-91).

بعض المسؤولين في المصارف الذين لا تتوفر لديهم الخبرة والكفاءة اللازمتين لإدارة أموال المدخرين، الأمر الذي كان سببا في التوجه والبحث عن إدارة صناديق الاستثمار بالشكل الصحيح المبني على دراسات وخبرات واسعة¹، ويمكن أن نلخص أهمية إدارة الصناديق الاستثمارية فيما يلي²:

1- إيجاد توازن بين السيولة والربحية (العائد) والمخاطرة الأمر الذي يصعب على ذوي الخبرة القليلة تحقيقه أو الوصول إليه

لذلك فإدارة صناديق الاستثمار من قبل متخصصين في مجال استثمار المال يساعد بقدر كبير في تجنب الوقوع في المخاطر وتحقيق ربحية أعلى في ظل المحافظة على السيولة بمعنى أنه يساعد في تحقيق التوازن بين القيود الثلاثة؛

2- التغيير الكبير في أسواق المال والتطورات السريعة التي شهدتها القطاع المصرفي نتج عنه البحث عن أدوات مالية استثمارية جديدة وتساعد على تحقيق الربح السريع ومن أنجح هذه الأدوات صناديق الاستثمار التي توفر الإدارة المتخصصة في مجال الاستثمار الجماعي للأموال وتوظيفها ومن هنا تظهر الأهمية البالغة لوجود إدارة تقوم باستثمار أموال المدخرين بطريقة احترافية؛

3- توسع المؤسسات الاستثمارية وبيوت الخبرة في تقديم خدمات ونصائح إلى المستثمرين وكذلك تدفق الأموال الهائلة من هذه الاستثمارات جعلت الحاجة الماسة للإدارة ذات الخبرة والمهارة.

4- إصدار لوائح وقوانين تنظم عمل إدارة الصناديق الاستثمارية من منطلق أهمية دور مدير الصناديق الاستثمارية في تلك الصناديق، ونظرا للأهمية الكبيرة التي عنيت بها إدارة الصناديق الاستثمارية تم إصدار لوائح وقوانين تنظيمية لإدارة صناديق الاستثمار .

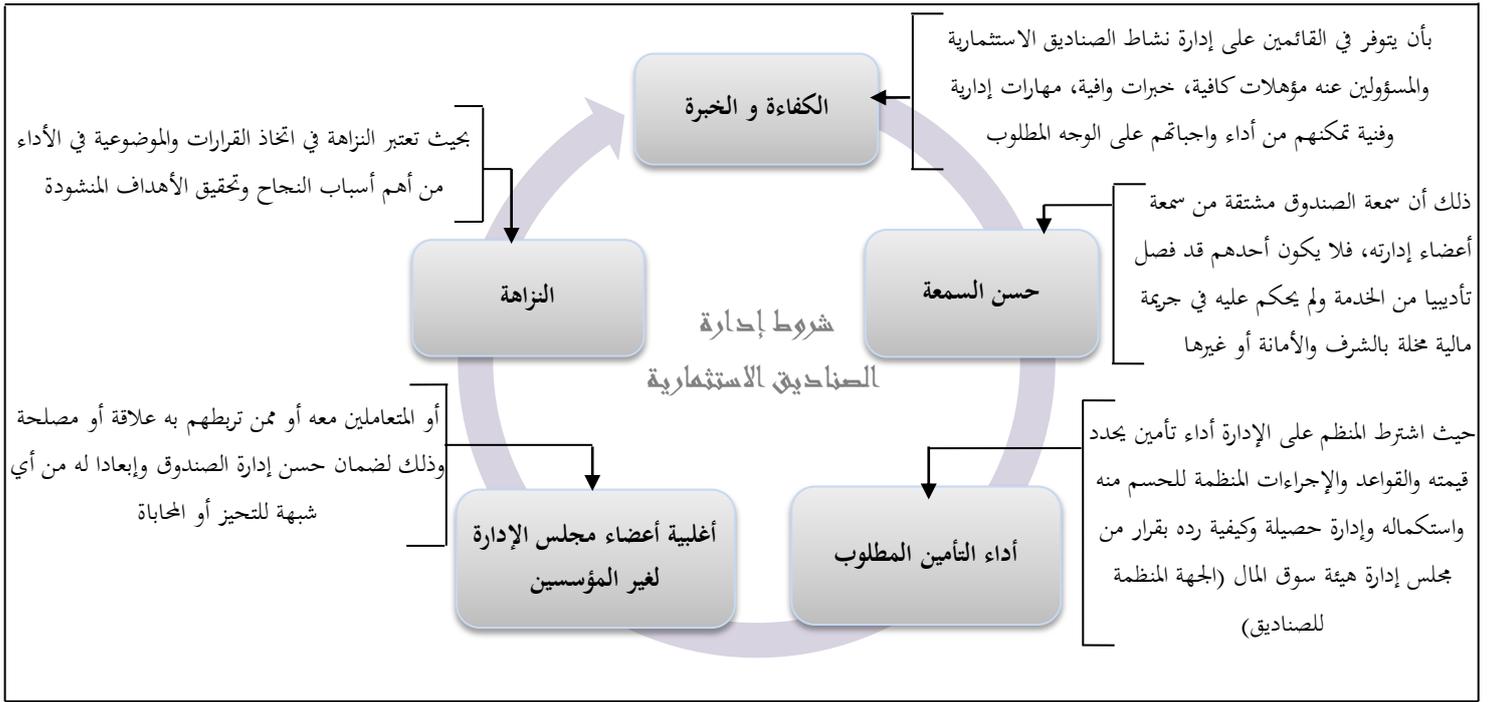
الفرع الثاني: شروط إدارة الصناديق الاستثمارية

لا بد أن توفر إدارة الصناديق الاستثمارية جملة من الشروط حتى تكون متوافقة لما ورد في قواعد تنظيم الصناديق الاستثمارية الصادرة بقرار وزير المالية والاقتصاد الوطني (للمملكة العربية السعودية) رقم 2052/3 وتاريخ 1413/7/24 هـ التي يمكن توضيحها في الشكل الموالي:

¹ حسن بن غالب بن حسن دائلة، مرجع سابق، ص 144.

² نفس المرجع، ص (145-146).

الشكل رقم (2-5): شروط إدارة الصناديق الاستثمارية



المصادر: حسن بن غالب بن حسن دائلة، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، الجزء الأول، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2012، ص (147-148).

المطلب الرابع: عمليات الصناديق الاستثمارية وسياساتها الاستثمارية

يمكن تلخيص العمليات التي تقوم بها الصناديق الاستثمارية وسياساتها الاستثمارية في النقاط التالية:

الفرع الأول: عمليات الصناديق الاستثمارية: وتمثل في:

- **تسعير الوحدات الاستثمارية:** حيث تعرف الوحدات الاستثمارية على أنها النصيب الذي يشترك به المساهم في رأس مال الصندوق وتمثل 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 المتوفاة للملكية لحامل الصك¹، ومن هذا التعريف قد يفهم البعض أن الوحدات الاستثمارية هي عبارة عن أسهم أو أنها صكوك إسلامية، لذلك وجب علينا أن نوضح أهم أبرز الاختلاف والاتفاق بين الأسهم والوحدات الاستثمارية والصكوك الإسلامية في النقاط التالية²:

¹ هشام أحمد عبد الحي، مرجع سابق، ص 179.

² تم الاعتماد على:

- يوسف بن عبد الله الشيبلي، "إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية المشتملة على النقود أو الديون وضوابطها الشرعية"، بحث مقدم لندوة: "الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم"، تنظيم جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، 24-26/05/2010م، ص (8-9).

- عبد الله بن سلمان المنيع، "الفائض الاستثماري في الصكوك الإسلامية"، بحث مقدم لندوة: "مستقبل العمل المصرفي الإسلامي الرابعة"، تنظيم البنك الأهلي، جدة، المملكة العربية السعودية، 13-14/12/2011م، ص 159.

✓ أوجه الاتفاق: وتمثل في:

- يتفق السهم مع الوحدة الاستثمارية والصكوك في أن كلا منهما يمثل حصة مشاعة في ملكية كيان قانوني (شركة أو صندوق) ذي نشاط استثماري، وفي الغالب لا تخلو مكونات ذلك الكيان من أعيان (أو منافع) ونقود (أو ديون) ونسبة كل نوع من هذه المكونات تتفاوت من حين لآخر بحسب نشاط ذلك الكيان، والريح من عمليات الاستثمار في هذه المنتجات (الشركة، الصندوق، الصكوك) بعد حسم المصاريف ملك لحملتها، كما أن لهذه المنتجات إدارة تختص بتدوير نشاطها وفق اختصاص تقررته جمعيتها العامة أو مجلس إدارتها؛

- وتجتمع الصكوك مع أسهم الشركات في توزيع عائد دوري على ملاكها وفي مرونتها للتداول العام في الأسواق المختصة.

✓ أوجه الاختلاف: وتمثل في:

- أن قيمة موجودات الصندوق الاستثماري تنعكس تماما على قيمة الوحدة الاستثمارية، أي أن الوحدة تقوم بحسب القيمة الفعلية لموجودات الصندوق، على خلاف الأسهم فإن قيمتها السوقية تختلف عن القيمة الفعلية لموجودات الشركة المساهمة وليس بالضرورة أن توازيها في اتجاه قيمتها صعودا أو هبوطا، ذلك أن القيمة السوقية للأسهم تتأثر بمؤثرات أخرى: كالقيمة المعنوية للشركة وسمعتها في السوق، قوى العرض والطلب، ... وغيرها، وبعبارة أخرى: موجودات الصندوق ترتبط ارتباطا كبيرا مع قيمة وحداته الاستثمارية مقارنة بارتباط قيمة الأسهم مع موجودات الشركة المساهمة؛

- مالك السهم مشارك في إدارة الشركة المساهمة من خلال حقه في التصويت في الجمعية العمومية للشركة وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة، على عكس مالك الوحدة الاستثمارية الذي لا حق له في التصويت ولا في انتخاب مدير الصندوق، كما أن الأسهم تختلف عن الصكوك في أن الشركات غير محددة بزمان فهي باقية مدة صلاحيتها للبقاء أما الصكوك فهي محددة بمدة معينة تجري في نهايتها تصفيتها؛

- تنفرد الوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار عن الأسهم والصكوك بمبدأ الاسترداد دون التداول العام وبعدم توزيع

عائد دوري (في الغالب) حيث إن العائد يضم إلى رأس المال لزيادة قيمة الوحدة الاستثمارية نتيجة لنماؤها؛

أما عن عملية تسعير الوحدات فيقصد بها الإعلان عن سعر الوحدات الاستثمارية في الصندوق، ويعلن عن هذه الأخيرة حسب نظام تأسيس الصناديق الاستثمارية إذا كانت مفتوحة أم مغلقة حيث¹:

- إذا كان الصندوق الاستثماري مغلقاً: فلا يقوم مدير الصندوق بإعلان سعر للوحدات إلا في آخر يوم من عمر الصندوق، ويمكن التعرف على قيمتها من خلال تبادلها في الأسواق المنظمة كالبورصات أو من خلال تبادلها عن طريق البيع المباشر بين المستثمرين؛

- إذا كانت الصندوق الاستثماري مفتوحاً: فإن مدير الصندوق يحدد يوماً معيناً ويسمى يوم التسعير من أيام الأسبوع إذا كان أسبوعياً أو اليوم الأول من كل شهر إذا كان شهرياً وهكذا، حيث يعلن فيه مدير الصندوق سعر الوحدة الاستثمارية الذي بناء عليه يمكن دخول المستثمرين الراغبين في الاستثمار وخروج أولئك الذين يرغبون في استرداد أموالهم والحصول على السيولة، كما ويعتمد التسعير على تقييم المدير للأصول المملوكة في الصندوق.

- تحديد رسوم الاشتراك: حيث تفرض الصناديق الاستثمارية أحياناً رسوماً على المشتركين لتغطية جزء من تكاليفها وخصوصاً تلك المتعلقة بتوظيف الأموال، حيث تتبنى بعض الصناديق المفتوحة التي تتداول وحداتها في الأسواق المنظمة طريقة فرض الرسوم ابتداءً عند الاشتراك وتسمى (Load-Funds)، وتظهر هذه الرسوم على صفة زيادة في القيمة الصافية للأصول عند الشراء ولكن يحصل عليها المسوق، بينما تتبنى صناديق أخرى طريقة فرض الرسوم عند الخروج من الصندوق، أما إذا كان مصدر الصندوق يقوم بنفسه بتسويقه فلا يفرض في العادة رسوماً على الدخول أو الخروج وتسمى هذه الصناديق (No-Load Funds) وفي الصناديق المغلقة التي يجري تداول وحداتها في الأسواق المنظمة قد يحتاج المستثمر إلى دفع رسوم للسماح في السوق²؛

- الاسترداد والتداول: بحيث يعتبر ضمان توفر السيولة من أبرز المزايا التي توفرها الصناديق الاستثمارية (كما رأينا سابقاً في المطلب الثاني في المبحث الأول)، لذلك تعتمد الصناديق المفتوحة على ما يسمى بالاسترداد حيث يمكن للمشاركين استرداد أموالهم بصفة دورية³، وعلى مدير الصندوق بذل الجهود اللازمة للاحتفاظ بسيولة كافية لتنفيذ طلبات الاسترداد، ويمكن له أن يؤجل تنفيذ طلب الاسترداد من الصندوق المفتوح حتى يوم التعامل التالي إذا بلغ إجمالي نسبة جميع طلبات الاسترداد للملكي

¹ صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية - مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر(3)، 2011-2012، ص 204.

² محمد القرني، مقالة بعنوان "الصناديق الاستثمارية الإسلامية"، متاحة على الرابط <http://www.beltagi.com/ar/?p=24>

³ سلمان عبد الله معلا، التمويل والمؤسسات التمويلية - مفهوم وأهداف، دار أمجد للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص 163.

الوحدات في أي يوم تعامل 10% أو أكثر من صافي قيمة أصول الصندوق (NAV) وإذا كانت الأموال المتوفرة في حساب الصندوق المخصص لتنفيذ طلبات الاسترداد غير كافية فيحوز مدير الصندوق أن يقترض لتغطية تلك الطلبات (حسب ما هو معمول به في المملكة)¹، كما ويجب أن تحتوي مذكرة معلومات الصندوق على إجراءات الاشتراك والاسترداد، بما في ذلك الحد الأدنى للاشتراك والاسترداد والحد الأدنى للملكية ومكان تقديم الطلبات والمدة بين طلب الاسترداد ودفع متحصلات الاسترداد أو نقل الملكية².

-رسوم أو أتعاب الإدارة: يحصل مدير الصندوق في كل أنواع الصناديق سواء المغلقة أو المفتوحة على رسوم مقابل إدارته، وتصمم طريقة احتساب المدير رسومه بحيث تولد لديه الحوافز على تحقيق النمو للصندوق، ويعتمد حساب الرسوم الإدارية على القيمة الصافية لأصول الصندوق بصورة دورية، وفي الصناديق المفتوحة يقتطع المدير رسومه التي تتراوح غالباً 1-5% سنوياً في يوم التسعير وبالنسبة المتفق عليها³؛ وتختلف هذه الرسوم والأتعاب من صندوق استثماري لآخر، لذلك نجد الصندوق الذي تكون مصاريفه أو تكاليفه أقل من غيره هو الصندوق الذي يفضل، لأن احتساب الرسوم والتكاليف يعتبر أحد أهم الاعتبارات في تقييم صناديق الاستثمار⁴.

-الاحتياطات الخاصة بتوزيع الأرباح: بحيث تتضمن بعض لوائح الصناديق النص على اقتطاع نسبة معينة من الأرباح في نهاية كل دورة تودع في حساب خاص مستقل تخصص حصيلته لتكوين احتياطات من أجل: إما مواجهة مخاطر الاستثمار وتحقيق حماية رأس المال أو مواجهة انخفاض مستقبلي في الأرباح وتحقيق موازنة في التوزيعات⁵؛

الفرع الثاني: السياسات الاستثمارية للصناديق الاستثمارية

لكي تقوم الصناديق الاستثمارية بعملياتها الاستثمارية لا بد أن تعتمد على مجموعة من السياسات الاستثمارية، هذه الأخيرة التي تختلف من شركة استثمارية إلى أخرى، وتمثل هذه السياسات غالباً في⁶:

¹ ينظر إلى المادة (61) و (64) من لائحة صناديق الاستثمار، ص 53.

² مذكرة المعلومات، لائحة صناديق الاستثمار، ص (94-102).

³ سلمان عبد الله معلا، مرجع سابق، ص 163.

⁴ مؤيد عبد الرحمن الدوري، مرجع سابق، ص 185.

⁵ عز الدين محمد خوجة، صناديق الاستثمار الإسلامية، مجموعة دله البركة، إدارة البحوث والتطوير، جدة-المملكة العربية السعودية، 1993، ص 69.

⁶ منير سليمان الحكيم، صناديق الاستثمار: عملياتها، أسس إدارتها، مخاطرها وقياس أداؤها، والعوامل المؤثرة على أداؤها (الجزء الثاني)، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية (مركز البحوث المالية والمصرفية)، الأردن، المجلد التاسع عشر، العدد الأول، يناير 2011م، ص 49.

- **السياسة الاستثمارية الهجومية أو النشطة:** وتتضمن هذه السياسة استثمار أموال الصندوق في الموجودات ذات المخاطر العالية للحصول على أرباح مرتفعة، وغالبا ما يتم الاستثمار في إطار هذه السياسة في الأسهم العادية؛
- **السياسة الاستثمارية المتحفظة أو الدفاعية:** وتهدف هذه السياسة إلى الحصول على دخل ثابت ومستقر دون التعرض لمخاطر عالية، وما يميز هذه الصناديق أنها تتمتع بدرجة أمان عالية، وغالبا ما يتم الاستثمار في إطار هذه السياسة في الأسهم الممتازة والسندات الحكومية المضمونة الطويلة الأجل والسندات التي تصدرها مؤسسات ناجحة ومستقرة؛
- **السياسة الاستثمارية المتوازنة:** حيث تحقق هذه السياسة قدرا مقبولا من التوازن بين الأمان وتحقيق الربح، وغالبا ما يتم الاستثمار في إطار هذه السياسة في الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، أوراق مالية قصيرة الأجل وسندات قصيرة ومتوسطة الأجل.

المبحث الثالث: مخاطر الاستثمار في الصناديق الاستثمارية وأساليب قياس أداؤها

إن الاستثمار في الصناديق الاستثمارية لا يعني ضمان الربح أو عدم الخسارة، لذلك يقع على مدير الصندوق (الجهة التي تقوم بإدارة الصندوق) مسؤولية وضع السياسات والإجراءات لرصد المخاطر التي قد تؤثر في استثمارات الصندوق وضمان سرعة التعامل بها على أن تتضمن تلك السياسات والإجراءات القيام بعملية تقويم المخاطر بشكل سنوي على الأقل¹، ومن خلال هذا المبحث سنحاول توضيح أهم المخاطر الاستثمارية التي قد تواجه الصناديق الاستثمارية، كذلك سنبيّن أهمية قياس أداء الصناديق الاستثمارية مع ذكر أشهر الأساليب المالية المستخدمة لقياس أداء هذه الصناديق.

المطلب الأول: مخاطر الاستثمار في الصناديق الاستثمارية

قد يواجه أي مستثمر في أسواق المال مجموعة من المخاطر قد تقف عائقا أمام تطلعاته وأهدافه، وفي الصناديق الاستثمارية المستثمر يكون أمام نوعين من المخاطر مخاطر مباشرة ومخاطر غير مباشرة.

الفرع الأول: المخاطر المباشرة:

وتتضمن كلا من مخاطر الصندوق ومخاطر مدير الصندوق:

¹ ينظر إلى المادة (09) من لائحة صناديق الاستثمار، ص11.

- **مخاطر الصندوق:** وهي تلك المخاطر التي يتعرض لها الصندوق في العموم والتي تؤدي إلى فقدان المستثمر لجزء من قيمة استثماره، ومن بين هذه المخاطر¹:

➤ **التقلبات الاستثمارية:** وهي أكثر ما يتعرض له الاستثمار في الصناديق الاستثمارية بارتفاع قيمة الأصول أو انخفاضها مما يؤدي إلى التأثير سلباً أو إيجاباً على حصة المستثمر، وتختلف هذه التقلبات باختلاف نوعية الصناديق فلكل نوع من الصناديق مخاطر خاصة به ينبغي توضيحها في شروط وأحكام صندوق الاستثمار، فعلى سبيل المثال تكون التقلبات الاستثمارية في صناديق الأسهم كبيرة جداً مقارنة بالصناديق التي تستثمر في الديون ذات الدخل الثابت، وقد ينجر عن هذه التقلبات مجموعة من المخاطر أبرزها: **المخاطر السعرية** ومخاطر التنويع هذه الأخيرة التي قد تحصل إذا لم يتوافر الصندوق على التنويع بالمستوى المطلوب حينها قد تتعرض قيمة استثمارات المستثمر في الصندوق إلى الانخفاض جراء ذلك؛

➤ **مخاطر اختيار مراكز الاستثمار (الدول التي يتم الاستثمار فيها):** وهي التي تتعلق باختيار الدول التي يتم الاستثمار فيها خارج الحدود، لذلك على مدير الصندوق اختيار الدول التي تقل المخاطر فيها خصوصاً المتعلقة بتغير أسعار الصرف، المخاطر السياسية كعدم الاستقرار والإضرابات المستمرة، بالإضافة إلى مخاطر عدم القدرة على تحويل الأموال إلى خارج البلد الأجنبي؛

➤ **المخاطر القانونية:** تتمثل في التشريعات والقوانين الخاصة بالدول الأجنبية والتي يجب على مدير الصندوق مراعاتها عند التوجه للاستثمار في البلدان الأجنبية².

- **المخاطر المتعلقة بإدارة الصندوق:** ويقصد بها احتمال فقدان المستثمر لجزء من قيمة استثماره بسبب يتعلق بالمدير، وبالتالي فهذه المخاطر مرتبطة بشكل كبير بمدى خبرة ومعرفة مدير الصندوق في اختيار الفرص الاستثمارية الجيدة التي تحقق العوائد المتوقعة من جهة، ومدى مصداقية ودقة المعلومات المفصّل عنها من قبل المدير؛ كذلك ترتبط هذه المخاطر بنوعية أمين الاستثمار لما له دور كبير في أداء الصندوق من خلال المهام التي يؤديها من حفظ الأوراق والمستندات

¹ سيد سالم عرفه، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراجحة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 128.

² منير سليمان الحكيم، مرجع سابق، ص 20.

والسيولة الفائضة وإتمام العقود، وغيرها من المهام التي تؤثر على نتائج الصندوق النهائية، ويمكن حصر هذه المخاطر في النقاط التالية¹:

- **مخاطر الإفصاح:** هل قام المدير بالإفصاح عن المعلومات الصحيحة والدقيقة وهل قام مراجع الحسابات بالمطلوب؛
- **مخاطر التكنولوجيا:** والتي تتمثل في فشل التكنولوجيا المستخدمة في أداء مهامها بشكل سليم مما يؤدي إلى خسارة المستثمرين؛

- **مخاطر تذبذب الدخل:** ذلك أن دخل المدير مرتبط بحجم الاستثمار أو بمعدل العائد؛
- **مخاطر العاملين في الصندوق:** ويتعلق الأمر بعدم استقطاب الكوادر المؤهلة والمدربة للعمل فيها ليس فقط من الناحية الفنية للعمل ولكن أيضا من الناحية المعنوية من صدق و أمانة

الفرع الثاني: المخاطر الغير مباشرة: وهي المخاطر التي قد يواجهها أي صندوق استثماري نتيجة تعاملاته مع الجهات الأخرى والتي تنعكس بصورة غير مباشرة على المستثمر وتتمثل هذه المخاطر في²:

- أ) **المخاطر الائتمانية:** وتظهر هذه المخاطر في الصناديق المعتمدة في استثمارها على البيوع الآجلة؛
- ب) **المخاطر التجارية:** مثل تغير الأسعار وتغير أسعار الفائدة وأسعار السلع؛
- ت) **مخاطر السيولة:** ويحدث ذلك عندما يحتاج الصندوق إلى بيع بعض أو كل أصوله لسبب ما (قد يكون لغرض توفير إعادة تكوين المحفظة أو لتوفير سيولة جاهزة لغرض الاسترداد أو قد يكون لطارئ ما أو عند تصفية الصندوق) بحيث لا يجد المدير من يشتري الأصول عند الحاجة إلى بيعها فيواجه مشكلة السيولة، ويتطلب الأمر تبني إجراءات احتياطية مثل الاتفاق مع أمين الاستثمار على الاقتراض منه عند الضرورة؛

¹ تم الاعتماد على المرجعين:

- كحلي فتيحة، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية (دراسة تجارب بعض الدول العربية)، مرجع سابق، ص (50-51).

- سيد سالم عرفه، مرجع سابق، ص 137.

² سالم محمد، "إدارة المخاطر في صناديق الاستثمار الإسلامية"، بحث مقدم للندوة السادسة عشرة لدلة البركة، 24 صفر 1420هـ، بيروت، متاحة على الرابط:

<http://www.kantakji.com/risk-management.aspx>

المطلب الثاني: أهمية قياس أداء الصناديق الاستثمارية

- تعتبر عملية قياس أداء الصناديق الاستثمارية في غاية الأهمية سواء للمستثمرين فيها أو للقائمين عليها وذلك من أجل¹:
- التقصي بشكل عادل وعلمي على النتيجة الحقيقية لمجموع القرارات الاستثمارية المتخذة خلال فترة زمنية معينة من قبل القائمين عليها؛
 - تقييم استراتيجيات الاستثمار القائمة وإمكانيات ومواقع التعديل الكمي والكيفي اللازم ومباشرتها لمواجهة تطورات المستقبل وتوقعاته؛
 - التأكد من كفاءة وقدرة الإدارة على القيام بمهمة إدارة الأموال بالنسبة لحاملي الحصص أو بالنسبة لمؤسسي الصناديق؛
 - الجهات الرقابية عادة يهتمها نجاح الاستثمارات هذه لما لها من تأثير على مجمل الاقتصاد الوطني وأحوال المستثمرين لتعزيز ثقتهم بكفاءة ومرونة السياسات النقدية والمالية والتشريعات المتصلة بها؛
 - المحللون الماليون والأكاديميون يهتمهم فحص هذه العينات للاسترشاد بها ومقارنتها ببعضها واختيار الأمثل لتنصح بها مستثمريها وعملائها؛

المطلب الثالث: أساليب قياس أداء الصناديق الاستثمارية

لقياس أداء الصناديق الاستثمارية وتقييمها هناك العديد من الأساليب المالية الحديثة المستخدمة في أسواق المال التي تساعد مديري الصناديق لرسم السياسات واتخاذ التدابير المناسبة من جهة، ومن جهة أخرى تساعد المستثمرين في هذه الصناديق (أصحاب الوحدات) من متابعة استثماراتهم التي يعبر عنها بالأداء الكلي للصناديق التي تنتمي إليها وحداتهم وكذا المستثمرين الراغبين في الاشتراك في هذه الصناديق، وقبل شرح هذه الأساليب لابد من مراعاة عنصرين مهمين عند تقييم أداء الصناديق الاستثمارية هما²:

- **استقرار الأداء سنة بعد أخرى:** حيث يعتبر في نفس درجة أهمية الأداء الكلي للصندوق لعدد أكبر من السنوات، إضافة إلى أنه عند فحص بيانات الأداء السنوي يجب على المستثمر المرتقب أن يقرر ما إذا كانت النتائج التي تحققها إدارة

¹ محمد شاكر، "المحافظ والصناديق الاستثمارية، تكوينها وإدارتها"، بحث مقدم لندوة حول: "المحافظ الاستثمارية واستخدام مؤشرات الأسواق والتحليل الفني للأسهم كأدوات للاستثمار فيها"، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، أيام 17-21 سبتمبر 2005، ص 13.

² ملاذ خلف الله حسن إبراهيم، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الخروطوم للأوراق المالية - تجربة بنك الاستثمار المالي 2004-2013م، مذكرة ماجستير في الاقتصاد التطبيقي، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2014م، ص 38.

الصندوق ترجع إلى الاختيار الموفق أم الرديء للأوراق المالية، وما إذا كانت هنالك ورقة أو اثنان من الأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة هي السبب الرئيسي وراء النتائج التي يحققها الصندوق؛

- **الأداء السابق:** وهو مرشد جيد لاتخاذ القرار المرتبط بالاستثمار في الصناديق ولكنه لا يدل على ما سيكون عليه أداء الصندوق مستقبلاً أي يبقى دوره مقتصرًا فقط على الإرشاد، وبالتالي يُنصح بتنويع شراء الوحدات الاستثمارية للصناديق ذات الأداء الجيد والتي تكون متوافقة مع أهداف المستثمر بدلا من التركيز على صندوق استثماري واحد.

يمكن الاعتماد في قياس أداء أي صندوق استثماري بالإضافة إلى البيانات التي تنشرها الصحف يوميا عن قيمة الأصل الصافية والأرباح الموزعة على القوائم والتقارير المالية التي تصدرها شركة الاستثمار (مدير الصندوق) بشكل نصف سنوي على الأقل والتي تفحص وفقا لمعايير المحاسبة الصادرة عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين¹، وعلى سبيل المثال لا الحصر أنظر الملحق رقم (5) الخاص بأحد القوائم المالية الأولية لفترة الستة أشهر المنتهية في 30 يونيو 2015م لصندوق الإنماء للأسهم السعودية كنموذج توضيحي لشكل القوائم المالية لصناديق الاستثمار عموما والتي تحتوي في الغالب على قائمة المركز المالي، قائمة العمليات، قائمة التدفقات النقدية و قائمة التغيرات في صافي الموجودات وكذا بعض الإيضاحات.

أما عن أساليب قياس أداء الصناديق الاستثمارية فيمكن الاعتماد على أسلوبين أساسيين هما **الأسلوب البسيط** الذي يناسب المستثمر العادي، و**الأسلوب المزدوج أو الثنائي** الذي يناسب المستثمر ذو المعرفة الواسعة بشؤون الاستثمار، وفيما يلي شرح لكلا الأسلوبين:

أولا: الأسلوب البسيط

بحيث يعتمد الأسلوب البسيط في قياس الأداء على العائد الذي يحققه الصندوق دون مراعاة لمخاطر الاستثمار التي يمكن أن يتعرض لها الصندوق، وعلى المستثمر القيام بمقارنة العائد على الاستثمار الذي حققه الصندوق الذي يستثمر فيه أمواله مع معدل العائد على الاستثمار لصناديق أخرى، حيث يحسب هذا المعدل بالصيغة التالية²:

$$R = \frac{(P_1 - P_0) + D + D_c}{P_0}$$

حيث أن:

¹ ينظر إلى المادة (11) من لائحة صناديق الاستثمار، ص 12.

² تم الاعتماد على المرجعين:

- فتيحة كحلي، "تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية (دراسة تجارب بعض الدول العربية)"، مرجع سابق، ص 42.

- منير ابراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف (جلال حزي وشركاؤه)، مصر، 1997، ص 383.

R: قيمة المؤشر أو قيمة معدل العائد على الأموال المستثمرة في الصندوق؛

P_0 : قيمة الأصل الصافية في بداية الفترة (سعر الشراء)؛

P_1 : قيمة الأصل الصافية في نهاية الفترة (سعر البيع)؛

$(P_1 - P_0)$: تمثل الأرباح الرأسمالية غير المحققة والتي تعس تحسنا في القيمة السوقية للتشكيلة؛

D_c : الأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة؛

D : الأرباح الإيرادية الموزعة خلال الفترة.

والجدير بالملاحظة أن المعادلة السابقة الذكر تأخذ بعين الاعتبار الأرباح الرأسمالية والإيرادية في حالة الصناديق المفتوحة، وأما في حالة الصناديق المغلقة فيؤخذ في الاعتبار الأرباح الإيرادية فقط، والجدير أيضا بالذكر أن عدم مراعاة مخاطر الاستثمار لا يعني تجاهلها تماما بل يقوم المستثمر بتقييم المخاطر عند الدخول في استثمار معين فإذا كان حجم المخاطر عاليا جدا 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 عائدا أكبر من العائد الذي يحققه صندوق آخر غير أن الزيادة في العائد قد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قد ينطوي عليها الاستثمار فيه مقارنة بالصندوق الآخر، لذلك تم اقتراح أساليب أخرى تأخذ في الحسبان كلا من العائد والمخاطر سميت بـ :
الأساليب المزدوجة أو الأساليب الثنائية والتي تتناسب مع المستثمرين ذوي المعرفة الواسعة بشؤون الاستثمار كما سبق وذكرنا².

ثانيا: الأسلوب المزدوج

ومن أشهر هذه الأساليب:

1- نموذج ترينور: أو أسلوب المخاطر المنتظمة حيث يعد من أشهر النماذج المستخدمة في تقييم أداء الصناديق

الاستثمارية، حيث قدم ترينور هذا النموذج سنة 1965م والتي تأخذ في الاعتبار عنصر العائد وعنصر المخاطر معا،

وبالتالي فالصناديق التي تحقق عائدا أعلى من الصناديق المماثلة لها قد يكون مرتبطا بمستوى أكبر من المخاطر، وقد ركز

¹ ملاذ خلف الله حسن إبراهيم، مرجع سابق، ص 39.

² نفس المرجع، ص 40.

ترينور على المخاطر المنتظمة أي الغير المباشرة التي قد تصيب جميع السوق، واستخدام المعادلة التالية لقياس كفاءة الصندوق¹:

$$T_i = \frac{R_p - R_f}{\beta_i}$$

حيث أن:

T_i : قيمة مؤشر ترينور؛

R_p : متوسط معدل العائد على الاستثمار بالصندوق؛

R_f : متوسط معدل العائد على الاستثمار بالصندوق الخالي من المخاطر خلال نفس الفترة؛

β_i : معامل بيتا، مقياس للمخاطر المنتظمة أو الغير مباشرة والتي تدل على نسبة تقلب محفظة الصندوق.

$(R_p - R_f)$: تمثل المدى الذي يزيد فيه العائد المتحقق عن معدل العائد الخالي من المخاطرة والذي يمثل علاوة المخاطرة المتحققة.

وإذا أردنا معرفة فيما إذا كانت أداء المحفظة i أكبر أو أقل من أداء محفظة السوق m علينا حساب T_m أي مؤشر ترينور محفظة السوق ومقارنتها بـ T_i ، تحسب قيمة T_m بالمعادلة التالية:

$$T_m = \frac{R_m - R_f}{\beta_m}$$

2- نموذج شارب: أو أسلوب المخاطر الكلية وهو واحد من مقياس الأداء الأكثر استخداما على نطاق واسع في

الدراسات المالية على الرغم من أنه قدم في سنة 1966م من قبل وليام شارب، حيث قدم شارب مؤشرا لقياس أداء

محفظة الأوراق المالية والذي ينطبق على صناديق الاستثمار يطلق عليه نسبة المكافأة إلى التقلب (المخاطر) (R/V)

والذي توضحه المعادلة التالية²:

$$S_i = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

حيث أن:

¹ صلاح الدين شريط، "دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية - مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، مرجع سابق، ص 301.

² بوشلاغم نور الدين، دراسة مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، المدرسة الدكتورالية للاقتصاد وإدارة الأعمال، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم الاقتصادية، جامعة وهران- الجزائر، 2012-2013، ص 62.

S_i : قيمة مؤشر شارب؛

R_p : متوسط معدل العائد على الاستثمار بالصندوق خلال فترة زمنية؛

R_f : متوسط معدل العائد على الاستثمار بالصندوق الخالي من المخاطر خلال نفس الفترة؛

σ_p : الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمار بالصندوق (وهو يعبر عن المخاطر الكلية لاستثمارات الصندوق)؛

وهذه المعادلة حالها كحال مقياس ترينور للأداء لا تعطي مؤشرا فيما إذا كان أداء محفظة صندوق الاستثمار أعلى من أداء

السوق إلا إذا تم احتسابه أيضا على أساس السوق، حيث يحسب مقياس شارب للسوق S_m بالمعادلة التالية:

$$S_m = \frac{R_m - R_f}{\sigma_m}$$

3- نموذج جنسن: تم استخدام ألفا جنسن لأول مرة من قبل مايكل جنسن في سنة 1970م كمقياس لتقييم أداء

صناديق الاستثمار، ويستخدم هذا النموذج لتحديد العائد الزائد لمحفظة الأوراق المالية لصندوق الاستثمار على العائد

النظري المتوقع أو العائد المعدل للمخاطر الذي تنبأ به نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAMP)¹، أي تقوم فكرة

نموذج جنسن على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد²:

الأول: يمثل الفرق بين متوسط معدل العائد على الاستثمار بالصندوق ومتوسط معدل العائد على الاستثمار

بالصندوق الخالي من الخطر ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي؛

الثاني: يتمثل في حاصل ضرب المعامل β في الفرق بين متوسط معدل عائد السوق ومتوسط العائد على

الاستثمار الخالي من المخاطر، والتي يطلق عليها علاوة خطر السوق.

وقبل أن نقدم نموذج جنسن علينا أولا التذكير بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAMP) الذي ينص على النموذج

التالي³: $R_p = R_f + \beta_p(R_m - R_f)$ ، فلو كانت العوائد الفعلية للمحفظة أعلى أو أقل من العائد المتوقع حسب

¹ Hesham Merdad, Kabir Hassan, Yasser Alhenawi, **Islamic Versus Conventional Mutual Funds Performance in Saudi Arabia: A Case Study**, The Journal of King Abdulaziz University (JKAU), *Islamic Econ.*, Jeddah, Saudi Arabia, Vol. 23 No: 2, 2010, p 174.

² كحلي فتيحة، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية (دراسة تجارب بعض الدول العربية)، مرجع سابق، ص 45.

³ سامي حطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص 24.

نموذج (CAMP) عندها يمكننا القول بأن هذا الانحراف يعود إلى الأداء الجيد أو السيئ، وبالتالي يمكننا صياغة معادلة نموذج جنسن كما يلي¹:

$$\alpha_p = \overline{R_p} + [\overline{R_f} + \beta_p(\overline{R_m} - \overline{R_f})]$$

حيث أن α_p هو مقياس أو مؤشر جنسن وكلما كانت هذه القيمة كبيرة كلما دل ذلك على الأداء الجيد لمحفظة الصندوق.

وكقاعدة عامة كلما ارتفعت قيمة مؤشر سواء شارب أو ترينور أو جنسن كلما كان ذلك مؤشرا على أداء أفضل للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق، إذ يعني عائد أكبر لكل وحدة من وحدات المخاطر²، وبمقارنة المقاييس أو المؤشرات الثلاثة نجد أن مقياس شارب يختلف عن مقياس ترينور وجنسن من حيث الأداة التي استخدمت في قياس المخاطرة، إذ استخدم شارب الانحراف المعياري σ للعوائد كمقياس للمخاطرة بينما استخدم ترينور وجنسن معامل β كمقياس لها، وبالتالي مؤشر شارب يقيس العائد الخالي من المخاطرة بواسطة التباين بينما مؤشر ترينور وجنسن استخدم β المحفظة وافترضنا أن المحفظة ذات تنوع جيد، واستنادا لذلك فهما يقيسان زيادة العائد عن معدل العائد الخالي من المخاطر استنادا للتقلب في العوائد³.

المطلب الرابع: جوانب أخرى في قياس أداء الصناديق الاستثمارية

إلى جانب ما سبق ذكره من أساليب وطرق شائعة في تقييم أداء صناديق الاستثمار والمتمثلة في الأسلوبين البسيط والمزدوج، توجد جوانب أخرى في تقييم أدائها لا بد من أخذها بعين الاعتبار ألا وهي⁴:

- إمكانية المحافظة على مستوى المخاطر: أي مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطر التي ينطوي

عليها الاستثمار في الصندوق وذلك مقارنة مع مستوى أو درجة المخاطر المحدد في هدف إنشائه، وفي هذا الصدد قد نجد

بعض الصناديق قد حققت مخاطر فعلية أكبر من المخاطر المستهدفة والعكس صحيح؛

¹ نفس المرجع، ص 24.

² منير ابراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سابق، ص 387.

³ مؤيد عبد الرحمن الدوري، مرجع سابق، ص 311.

⁴ عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية- مدخل مقارنة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية- مصر، 2010، ص (212-220).

- **قياس مستوى التنويع:** فدراسة مستوى التنويع لصناديق الاستثمار سيزيد من قدرة الصناديق على التخلص من المخاطر غير المنتظمة أو تقليلها إلى حدها الأدنى، ويكون ذلك من خلال مقارنتها مع بعض المؤشرات التي يختارها مدير الصندوق بناء على نوعية استثمارات الصندوق من الناحية الجغرافية أو من ناحية نوع الأدوات المالية المستثمر فيها؛

- **قياس ومقارنة متوسط معدل العائد مع المؤشرات الأخرى:**

ويكون ذلك بمقارنة متوسط معدل العائد عن الصندوق مع متوسط العائد لأحد المؤشرات العالمية المعروفة و

المناسبة كمؤشر (Dow Jones) ومؤشر (Standard & poor's 500)؛

- **قياس التكاليف:** بحيث يترتب على الصناديق الاستثمارية نوعين من التكاليف: تكاليف مباشرة أو ما يصطلح عليها التكاليف الصريحة والتي تخضع لإدارة الصندوق ويجب عدم المبالغة فيها و تشمل أتعاب الإدارة، المصارف الإدارية، رسوم شراء أو استرداد قيمة الأسهم وغيرها، وأخرى غير مباشرة أو التكاليف الضمنية والمقصود بها تكاليف المعاملات والمتعلقة بعمولة السمسرة، آثار الصفقات الكبيرة، هامش ربح بيع وشراء الأسهم وغيرها، وبالتالي فالهدف من قياس التكاليف هو التقليل من هذه التكاليف ما أمكن من أجل تحسين أداء الصندوق.

المبحث الرابع: مفاهيم خاصة بالصناديق الاستثمارية الإسلامية

إن ظاهرة تأسيس صناديق الاستثمار الإسلامية حديثة حيث لا تعود إلا إلى عدد قليل من السنوات، بالرغم من ذلك فقد نمت نموا هائلا في السنوات الأخيرة في البلدان الإسلامية مثل السعودية، قطر، البحرين،... وغيرها، حتى أصبحت دول مثل: الهند، ألمانيا ومصارف مثل سيتي بنك الأمريكي وغيرها تدخل في مجال الصناديق الاستثمارية الإسلامية نظرا لتزايد طلب المستثمرين (مسلمين أو غير مسلمين) على المنتجات المالية الإسلامية، لذلك سنقوم في هذا المبحث بتقديم بعض المفاهيم الخاصة بالصناديق الاستثمارية الإسلامية، من خلال تقديم تعريف لها ومعرفة تطور صناعتها عالميا، وكذا معرفة التكييف الفقهي لهذه الصناديق، يضاف إلى ذلك توضيح النشاط الاستثماري للصناديق الاستثمارية ومعرفة أهم ضوابطه الشرعية، كما سنشير إلى أهمية الصناديق الاستثمارية في النظام الاقتصادي الإسلامي، أنواع الصناديق الاستثمارية الإسلامية وأخيرا أهم الفروقات بين صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق الاستثمار الإسلامية.

المطلب الأول: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية وتطورها عالمياً

لقد كان ظهور الصناديق الاستثمارية الإسلامية بعد نشأة المصارف الإسلامية ذاتها، وإذا كانت المصرفية الإسلامية حديثة العهد فإن صناديق الاستثمار الإسلامية أكثر حداثة، والصناديق الاستثمارية الإسلامية كغيرها من بعض المنتجات والخدمات المالية الإسلامية المعروفة جاءت بشكلها التنظيمي والفني للمالية الإسلامية من الغرب محملة بالربا وغيره من المحرمات في الفقه الإسلامي ثم أخذ الباحثون والفقهاء يحدفون من هذه الصناديق ويضيفون عليها ما يجعلها في المحصلة متوافقة مع المعايير الشرعية المعتمدة¹، وبالتالي فقد كانت نشأة الصناديق الاستثمارية الإسلامية بمعناها الحديث داخل المصارف التقليدية وقد كان تاريخ 1986م تاريخ إنشاء أول صندوق استثماري إسلامي في الولايات المتحدة الأمريكية تحت اسم "صندوق أمانة للاستثمار التعاوني"، ثم انتقلت الفكرة إلى البلدان العربية أين تزايد طلب الكثير من المسلمين على هذا النوع من الصناديق وذلك خوفاً من الوقوع في المحظورات الشرعية الأمر الذي دفع المصارف التقليدية إلى إنشاء مثل هذه الصناديق لاستقطاب تلك الأموال²، وفي مقدمة هذه الدول الإسلامية المملكة العربية السعودية حيث تعتبر الدولة العربية الأولى والسابقة في خوض هذه التجربة حين أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" سنة 1979م في حين صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في المملكة في بداية عام 1993م، ثم استمرت المصارف السعودية في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية بمختلف أنواعها نتيجة لنجاح هذه التجربة، ومن ثم انتقلت هذه التجربة إلى مختلف الدول العربية الأخرى كالبحرين، الكويت، الإمارات العربية المتحدة، ... وغيرها من الدول، ولذا نجد العديد من الباحثين في الصناديق الاستثمارية الإسلامية يأخذون تعريف الصناديق الاستثمارية التقليدية ويضيفون عليها قيد "مع الالتزام بالأحكام الشرعية"³، فصندوق الاستثمار الإسلامي هو ذلك الذي يلتزم المدير فيه بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات فيه و خاصة فيما يتعلق بتحريم الفائدة المصرفية⁴.

¹ عمر مصطفى الشريف، مرجع سابق، ص 6.

² محمد عدنان بن الضيف، العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وآثارها التنموية، مرجع سابق، ص 337.

³ عمر مصطفى الشريف، مرجع سابق، ص 6.

⁴ محمد الكايد أحمد، الإدارة المالية الدولية والعالمية (التحليل المالي والاقتصادي)، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 250.

والجدير بالملاحظة أن صناديق الاستثمار الإسلامية ليست مجرد وسيط مالي كما هو الحال في صناديق الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمار والمصارف التجارية التقليدية وشركات التأمين، بل إن هذه الصناديق بالإضافة إلى ذلك تعتمد على منهج الاستثمار الإسلامي الذي يمزج بين رأس المال والعمل¹ إضافة إلى أنها تتميز بالعديد من المزايا أبرزها²:

- تحمل أرباب الأموال لمخاطر العمل الاستثماري مباشرة؛
- سهولة إنشائها بالمقارنة مع إنشاء مصرف إسلامي؛
- رفع بلوى الربا؛
- منع الخلط بين أموال المصرف وأموال الصندوق الذي يتخوف منه الكثير من المدخرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم بطريقة شرعية؛
- تحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين.

كما أن تسويق صناديق الاستثمار وإدارتها لا يقتصر على المصارف الإسلامية بل إن أكثر الصناديق الإسلامية يسوقها ويديرها المصارف التقليدية وتمثل هذه الصناديق أحد أهم الوسائل لدخول هذه المصارف في سوق الخدمات المصرفية الإسلامية دون الحاجة إلى تغيير هيكلها الإداري أو نظام عملها³.

والشكل أدناه يوضح نمو وتطور صناعة الصناديق الاستثمارية الإسلامية عالمياً حسب تقرير الصناديق والاستثمارات

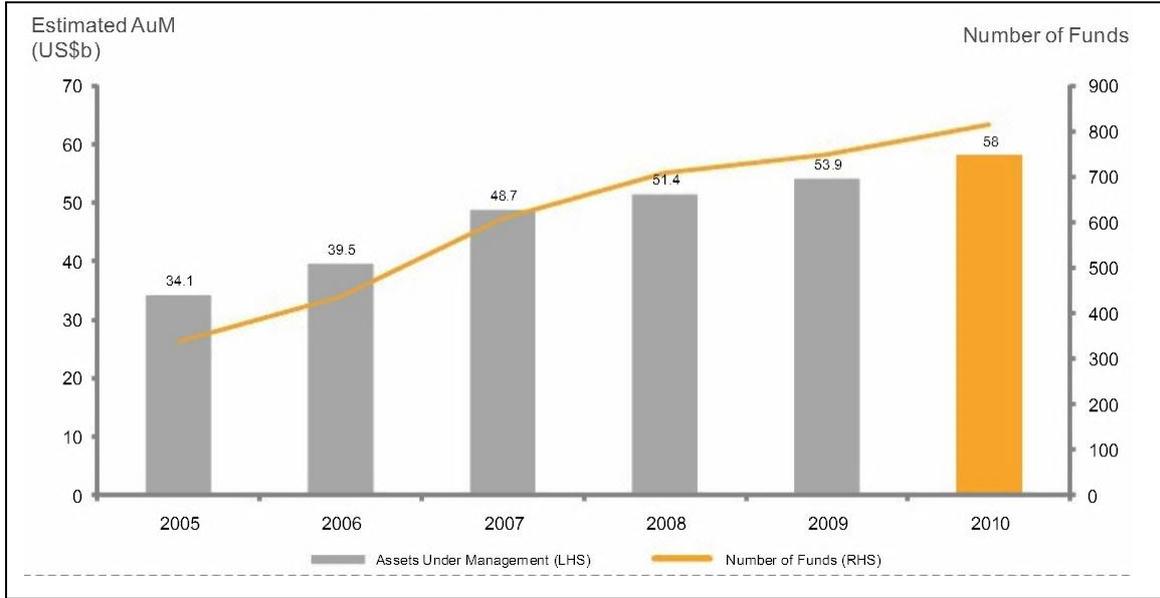
الإسلامية لعام 2011م.

¹ أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية-مصر، -، 1999، ص 21.

² نزيه عبد المقصود مبروك، مرجع سابق، ص 121.

³ محمد الكايد أحمد، مرجع سابق، ص 251.

الشكل رقم (2-6): تطور صناعة الصناديق الاستثمارية الإسلامية عالميا



Source: Ernest & Young, "Islamic Funds & Investments Report 2011", 7th Annual World Islamic Funds and Financial Markets Conference (WIFFMC 2011)

من الشكل الموضح أعلاه يتضح أن صناعة الصناديق الاستثمارية الإسلامية في تطور مستمر من سنة لأخرى بحيث تجاوز عددها 800 صندوقا استثماريا نهاية سنة 2010م بحجم أصول فاق 58 مليار دولار، و وفقا لبيت التمويل الكويتي فقد بلغ حجم أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية في الربع الأول من عام 2014م إلى 73.8 مليار دولار كما و ارتفع عدد الصناديق الإسلامية إلى حوالي 1,069 صندوقا عام 2014م¹، وحسب ما نشرته "تومسون رويترز" المزود العالمي للمعلومات الذكية للشركات والمحترفين في نتائج تقريرها الثاني عن الآفاق العالمية لإدارة الأصول الإسلامية لعام 2015م وذلك خلال المؤتمر العالمي لصناديق الاستثمار الإسلامية في البحرين أنه يتوقع وصول أو نمو حجم الصناديق الاستثمارية الإسلامية المدارة إلى 77 مليار دولار بحلول 2019م².

أما من حيث تركز أصول هذه الصناديق من الناحية الجغرافية 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 ماليزيا التي بلغت 25%³، أما خارج هذين الدولتين فإن الصناديق

¹ <http://www.uabonline.org/ar/research/financial/1578159116081585157515781575160415781605/7698/0> [consulter le 13/11/2016]

² <http://www.ammanxchange.com/art.php?id=6e20648c3d5deb77b467e466b8e7169add8de26c> [consulter le 15/12/2016]

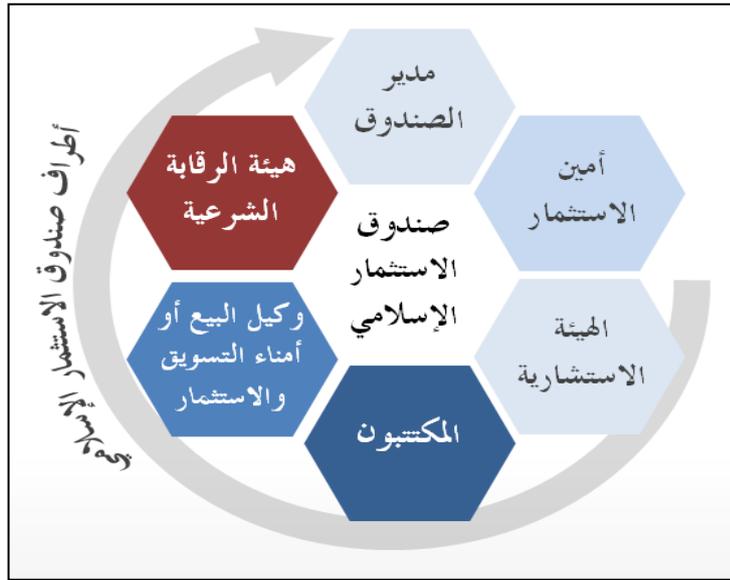
³ Islamic Financial Services Board (IFSB), Islamic Financial Services Industry –Stability Report May 2015- Malaysia, p23.

الاستثمارية الإسلامية مازالت تعمل في ظل أطر تنظيمية غير داعمة في مجملها وتعاني من افتقاد الدعم الحكومي وغياب مجالات واضحة للاستثمار وفقاً للشريعة¹.

المطلب الثاني: التكييف الفقهي لصناديق الاستثمار الإسلامية

تدار غالبية الصناديق الاستثمارية الإسلامية على أساس عقد المضاربة الشرعية، حيث تقوم الجهة المؤسسة للصندوق والمصدرة لوحدها بدور المضارب، وتتولى جمع رأس مال المضاربة من حصيلة الاكتتاب في الوحدات الاستثمارية المطروحة حسب الشروط المبينة في نشرة الاكتتاب، أما المكتتبون في رأس مال الصندوق فيمثلون في مجموعهم رب المال²؛ وفيما يخص الهيكل التنظيمي لمعظم الصناديق الاستثمارية الإسلامية فإنه يتكون من مجموعة من الأطراف يمكن توضيحها في الشكل الموالي:

الشكل رقم (2-7): مكونات هيكل الصندوق الاستثماري الإسلامي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: محمد عدنان بن الضيف، العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وآثارها التنموية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2017، ص (347-350)

من خلال الشكل أعلاه يتضح أن مكونات الهيكل التنظيمي للصناديق الاستثمارية الإسلامية لا تختلف عنها في الصناديق الاستثمارية التقليدية إلا من ناحية وجود هيئة الرقابة الشرعية التي تمثل جوهر الاختلاف بين هذين النوعين من

¹ <http://www.ammanxchange.com/art.php?id=6e20648c3d5deb77b467e466b8e7169add8de26c> [consulter le 15/12/2016]

² صفوت عبد السلام عوض الله، "صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15-17 مايو 2005، ص 47.

الصناديق والأساس الذي يفصل بينهما ذلك أن الغرض من وجود هذه الهيئة هو متابعة ومراجعة وفحص وتقييم كافة المعاملات والتصرفات والأعمال التي تقوم صناديق الاستثمار الإسلامية للاطمئنان من أنها تتم وفقا لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية ووفقا أيضا للفتاوى والقرارات والتوصيات المعاصرة الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات ومجالس الفتاوى، وبيان المخالفات وتحليل أسبابها ثم تقديم المعالجات الشرعية لها مقرونة بالتوصيات والإرشادات اللازمة¹، وتعين هذه الهيئة بمعرفة الجمعية العامة للجهة المؤسسة للصندوق (المؤسسون) وفقا لضوابط شرعية وقانونية ولائحية معينة لا تختلف عن المطبقة في المصارف، أما عن مجالات الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية فتتمثل في²:

- الرقابة الشرعية على عمليات إصدار، تقييم واستبدال الوحدات (الصكوك) الاستثمارية، والاطمئنان من أنها قد

اتبعت الأسس والمعايير الشرعية والمحاسبية الإسلامية ولاسيما الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات

المالية الإسلامية؛

- التدقيق الشرعي على عمليات شراء الأوراق المالية وتكوين محفظتها، والتأكد من أنها لا تتضمن أي أوراق محرمة

شرعا، وكذلك التدقيق الشرعي على عمليات الاستثمار في مشروعات استثمارية مباشرة والتأكد من أنها تتم وفقا

لصيغ ومعايير الاستثمار الإسلامي،

- التدقيق الشرعي على عمليات تحديد وقياس أرباح وحسائر نشاط الصندوق والتأكد من أن التوزيع وفقا لشروط

المضاربة والوكالة،

- التأكد من شرعية القرارات الإدارية والسياسات الاستراتيجية المختلفة للتأكد من أنها تتفق مع أحكام الشريعة

الإسلامية،

- التأكد من التزام العاملين بالصندوق بالقيم والأخلاق والسلوكيات الإسلامية.

أما عن طبيعة العلاقات التي تربط بين أطراف الصناديق الاستثمارية الإسلامية فيمكن توضيحها كما يلي³:

¹ حسين حسين شحاتة، "منهج مقترح لفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى بمكة-المملكة العربية السعودية-، 2005م، ص 22.

² نفس المرجع، ص (22-24).

³ تم الاعتماد على المرجع:

- أسامة عبد المجيد العاني، مرجع سابق، ص (139-140).

- يحيات مليكة، الإطار المفهومي لصناديق الاستثمار في الفكر الإسلامي رؤية اقتصادية معاصرة، مجلة البحوث والدراسات العلمية، جامعة الدكتور يحيى

فارس-الجزائر-، المجلد 02، العدد 08، ، نوفمبر 2014م، ص 36.

-علاقة المكتتبون أو المشتركون فيما بينهم: فتصنف على أنها علاقة مشاركة، ذلك أن الموارد الرئيسية للصندوق تتمثل أساساً في رأسماله المكون في شكل أسهم أو وحدات متساوية القيمة (الوحدات الاستثمارية) تطرح للاكتتاب من أجل المشاركة في رأسمال الصندوق الاستثماري مما يجعل حملة هذه الأسهم يشاركون في الربح أو الخسارة كل حسب حصته في الصندوق الاستثماري؛

-علاقة مدير الصندوق بالمكتتبين أو المشتركين: وتفهم العلاقة التي تربط مدير الصندوق بالمكتتبين من خلال ما يقوم به مدير الصندوق:

- فعندما يساهم مدير الصندوق في رأسمال الصندوق تصبح العلاقة بينه وبين المكتتبين علاقة مشاركة (شركة أموال)،
- عندما لا يساهم مدير الصندوق في رأسمال الصندوق لكنه يتقاضى عمولة لقاء ما يقدمه من خدمات وتسهيلات مصرفية وهي بمثابة أجره للجهة التي تدير الصندوق وتصبح العلاقة هنا علاقة وكالة بأجر.

-علاقة المؤسسون بمدير الصندوق: كما وضحنا أعلاه أن العلاقة التي تنشأ بين المؤسسين ومدير الصندوق علاقة مضاربة شرعية بحيث أن المال يكون من قبل الجهة المصدرة أو المؤسسة للصندوق والعمل يكون من قبل مدير الصندوق نظير حصة معلومة من الربح؛ وتنشأ هذه العلاقة عندما تختلف الجهة المؤسسة للصندوق عن الجهة التي تدير الصندوق، وباعتبار أن صندوق الاستثمار الإسلامي يتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة فيمكن أن نجد عدة علاقات تعاقدية تربط بينه وبين أطرافه وهي¹:

-عقد تملك: وهو عقد يربط بين الصندوق والجهة المؤسسة له (المؤسسون أو المساهمون) والتي قد تكون مصرف أو مؤسسة مالية أو مجموعة من أصحاب المال وتمثل الصندوق قانونياً أمام غيرهم؛

- عقد مضاربة: وهو عقد يربط بين الصندوق الذي يمثل المضارب و المكتتبين (المستثمرين أو المشاركين) الذين يمثلون أصحاب المال؛

- عقد وكالة: والذي نجده بين الصندوق والجهة التي تديره (مدير الصندوق) وهي التي يحدد فيها المقابل للمدير (الوكيل) الذي يقوم بإدارة أموال الصندوق الموكل حسب الشروط المتفق عليها في نشرة الإصدار الخاصة بالصندوق محل التعاقد بعمولة معينة (مبلغ مقطوع) أو بنسبة من المساهمات أو بنسبة من صافي الموجودات.

¹ حسين حسين شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص 14.

- **عقد جمالة:** وهو عقد يربط الصندوق بالمؤسسات المالية التي تقوم بإصدار وتسويق الوحدات الاستثمارية أو كما تسمى بوكلاء البيع مقابل عمولة أو أجر معلوم.

المطلب الثالث: النشاط الاستثماري لصناديق الاستثمار الإسلامية وضوابطه الشرعية

يمكن توضيح المراحل التي يمر بها النشاط الاستثماري للصناديق الاستثمارية الإسلامية وكذا أهم ضوابطه والأحكام

شرعية التي يخضع لها في النقاط التالية:

الفرع الأول: النشاط الاستثماري لصناديق الاستثمار الإسلامية

يمر النشاط الاستثماري للصناديق الاستثمارية الإسلامية بعدة مراحل شأنها شأن الصناديق الاستثمارية التقليدية،

وتتمثل هذه المراحل في¹:

1- قيام المؤسسة المالية الراغبة في إنشاء صناديق الاستثمار بالبحث عن مشروعات اقتصادية معينة أو نشاط معين،

وإعداد للجدوى الاقتصادية للاستثمار فيها؛

2- بعد ذلك تقوم بتكوين صندوق استثماري وتحدد أغراضه، وتعد نشرة الإصدار التي تتضمن كامل التفاصيل عن

نشاط الصندوق؛

3- تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى صكوك مضاربة (وحدات) متساوية القيمة الاسمية وطرحها للجمهور

للاكتتاب فيها، ويعتبر كل مكتتب في هذه الصكوك شريكا بحصة شائعة في رأس مال الصندوق بنسبة العدد

الذي يمتلكه منها، وتصدر هذه الصكوك عادة باسم مالكيها وليست لحاملها، ويجوز تداولها والتصرف فيها

بالبيع والهبة والرهن وغير ذلك من التصرفات المقررة شرعا للمالك؛

4- بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق أموال المكتتبين وتجميعها، تبدأ باستثمارها في المجالات المحددة في نشرة

الإصدار وعند تحقق الأرباح تقوم بتوزيعها على أصحاب صكوك المضاربة بالنسبة والكيفية المتفق عليها، كما

تتولى تصفية الصندوق في الموعد المحدد لذلك.

¹ شريط صلاح الدين، بن وارث حجيبة، "دور وتقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية مع دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية"، ورقة مقدمة إلى المنتدى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8-9 ديسمبر 2013، ص 5.

الفرع الثاني: الضوابط الشرعية لنشاط الصناديق الاستثمارية الإسلامية

هناك أنشطة ممنوعة شرعاً لا يجوز للصندوق الاستثمار فيها ومنها¹:

- ما يتعلق بغرض الصندوق، كالاستثمار في العمليات الربوية التأمينية التقليدية أو المسكرات أو القمار أو كل مادة ممنوعة شرعاً؛
- ما يتعلق بإدارة الأموال كالإيداع بفوائد، أو الاقتراض بفوائد، وقد صدرت قرارات جمعية وفتاوى بتأكيد حرمة الاستثمار في الصناديق التي تمثل مبالغ نقدية تستثمر بالإقراض بفائدة كما يحرم التداول في الصناديق التي تمثل الديون ولو كانت ناشئة عن تعامل مباح كبيع المراجعة إلا إذا كان مع ديون المراجعة أعيان ومنافع غالبية على النقود وذمم المراجعة؛
- أما الصناديق التي تمثل أسهمها أو وحداتها موجودات عينية ومنافع ونقود وديون والغالب فيها الأعيان و المنافع فهذه حسب قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي يصح فيها التداول بالسعر المتراضي عليه مع صحة تأجيل ثمن الأسهم أو الوحدات.

المطلب الرابع: أهمية الصناديق الاستثمارية الإسلامية

يمكن توضيح أهمية الصناديق الاستثمارية في النظام الاقتصادي الإسلامي في النقاط التالية²:

- تدعيم النشاط الاستثماري للمصارف الإسلامية ذلك أن أساس ظهور الصناديق الاستثمارية وانتشارها ونموها هو نفسه المنطق الذي اعتمد عليه عمل نموذج المصرف الإسلامي الذي يعتمد في جانب الخصوم على عقد المضاربة؛
- إنشاء الصناديق الاستثمارية الإسلامية هو أمر ممكن في ظل وجود القوانين المنظمة لهذه الصناديق مقارنة بإنشاء مصرف إسلامي في أي مكان في العالم الذي يحتاج إلى سن قوانين جديدة (هذا في حالة عدم وجود قوانين)، لذلك فأهمية هذه الصناديق تظهر من خلال تلبية تفضيلات ورغبات مجتمعاتنا الإسلامية (في أي بلد) في الاستثمار بطرق شرعية بعيدة عن شبهة الربا خصوصاً وأن الصناديق التقليدية قد أصبحت من أهم الأساليب الاستثمارية وأكثرها جاذبية واستقطاباً في عصرنا الحالي، وبالتالي فإن إنشاء الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الأحكام الشرعية (سواء في البلدان العربية أم الغربية) والتي تمثل البديل الشرعي للصناديق التقليدية قد يعيد الموازين من جديد حتى لا ترحل كل الكفة إلى الصناعة المالية التقليدية؛

¹ صادق راشد الشمري، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 407.

² تم الاعتماد على المرجعين:

- بجمات مليكة، مرجع سابق، ص 29.

- محمد القري، مرجع سابق.

- 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 التي تقدر بالمليارات من الدولارات التي تودع وتستثمر في الدول الغربية لو أعيد توظيفها واستثمارها في الدول الإسلامية فسوف تعود عليهم بمثل ما تعود به الآن على الدول الغربية من تقدم وقوة ورغد في العيش¹؛
- المساهمة في نشر الوعي الاستثماري الإسلامي في المجتمعات الإسلامية والمجتمعات الغربية على حد سواء من خلال ممارستها (أي الصناديق الاستثمارية الإسلامية) اللاربوية ومعاملاتها المنضبطة شرعا، وبالتالي قد تساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية وتوطينها، الأمر الذي قد يساهم بالنهوض بالاقتصاد الوطني؛
- تحذ 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؛
- جذب رؤوس الأموال الأجنبية وتوطينها الأمر الذي يساهم في زيادة الانفتاح الاقتصادي الدولي والنهوض بالاقتصاد الوطني ككل.

المطلب الخامس: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية

تعدد أنواع الصناديق الاستثمارية الإسلامية بتعدد رغبات و تفضيلات المستثمرين كما هو الحال في الصناديق الاستثمارية التقليدية، ويمكن أن نجد هذه الأنواع منتشرة في الدول الإسلامية و حتى في الدول الغربية، وفيما يلي عرض لأهم وأشهر هذه الأنواع التي تندرج ضمن أهم التصنيفات أو التقسيمات الأكثر تداولاً في الأوساط المالية:

الفرع الأول: تصنيف الصناديق الاستثمارية الإسلامية من حيث تداول وثائقها

هناك من يقسم صناديق الاستثمار الإسلامية إلى قسمين شأنها شأن صناديق الاستثمار التقليدية فنجد صناديق استثمار مغلقة وصناديق استثمار مفتوحة²:

¹ أشرف شعبان أبو أحمد، الأموال والاستثمارات العربية خارج الدول العربية، مجلة الداعي الشهرية الصادرة عن دار العلوم ديوبند، الجامعة الإسلامية، الهند، العدد 12، أكتوبر- نوفمبر 2013 م، ص 287. / راجع أيضا: صلاح الصفي، مقالة بعنوان: "الأموال العربية في الغرب، ... عودة أم بقاء؟"، على الرابط <http://www.islamtoday.net/nawafeth/services/saveart-58-10146.htm>

² أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، مرجع سابق، ص (25-26).

1- **صناديق الاستثمار المغلقة:** هي التي يتحدد فيها عند تأسيسها مدتها وغرضها وحجم رأسمالها، بحيث يبقى ثابتا دون زيادة أو نقصان ويقسم إلى صكوك المضاربة (وحدات) متساوية وتطرح للجمهور (المستثمرين) للاشتراك فيه ويقفل الاشتراك بنفاد هذه الصكوك، ولا تتعهد إدارة هذه الصناديق في الغالب بإعادة شراء هذه الصكوك إذا رغب أحد مالكيها بالانسحاب من المشاركة، وإنما تقوم عادة بتكوين سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك بين العملاء، وبالتالي تتحقق للمشاركين فرص الدخول والخروج من الصندوق بالقدر الذي تحكمه ظروف العرض والطلب على هذه الصكوك، كما تتم التصفية وتوزيع الأرباح حسب الشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار؛

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

الفرع الثاني: تصنيف الصناديق الاستثمارية من حيث نوع الاستثمار

وفق هذا التصنيف تنقسم الصناديق الاستثمارية الإسلامية إلى:

1- **صناديق الأسهم الإسلامية:** هي صناديق تستثمر بصفة أساسية في الأسهم (بيعا وشراء) التي تكون متوافقة مع الأحكام والضوابط الشرعية وتحقق أهداف الصندوق، بحيث تعتبر صناديق الأسهم قديمة تعود إلى العشرينيات من هذا القرن إلا أن صناديق الأسهم الإسلامية فإنها لا تعود لأكثر من خمس سنوات وإن كانت المحاولات والتجارب في هذا المجال تعود إلى أكثر من ذلك¹، فظهر صناديق الأسهم الإسلامية كان استجابة لرغبات ذوي الالتزام من المسلمين الذين يحرصون على الدخل المباح²، أما عن الضوابط الشرعية للاستثمار في صناديق الأسهم فهي مقتبسة من الضوابط الشرعية للاستثمار في الأسهم ويمكن أن نذكر بعضها فيما يلي:

¹ سيد سالم عرفه، مرجع سابق، ص 128.

² محمد الكايد أحمد، مرجع سابق، ص 252.

- لا يجوز الاستثمار في أسهم الشركات التي يكون مجال نشاطها الرئيسي غير مباح (كإنتاج وتوزيع الخمر...)¹ ذلك أن السهم هو حصة في رأسمال الشركة يستثمر لأجل الربح فلا بد أن تكون الأصول والموجودات المتمثل فيها تنتج الطيبات والمنافع فسواء كانت الأسهم تجارية أم صناعية أم زراعية هي حلال يجوز تداولها وجني أرباحها لأنها تقوم على الحلال الطيب ولا تستند بأي مبدأ إسلامي²،
- أن لا يمارس مدير الصندوق بيع وشراء الأسهم (الاستثمار في الأسهم) بأي أداة من الأدوات الاستثمارية التالية: عقود المستقبلية، عقود الخيارات، الأسهم الممتازة وما إلى ذلك من العمليات الغير جائزة للتعامل شرعا³.
- فسوق الأسهم** أصبح يعتبر من أهم المؤسسات المالية التي تتولى نقل المدخرات من المدخرين إلى المستثمرين، ويمكن تلخيص أهم وظائفه فيما يلي⁴:
- تشجيع الأفراد على الادخار من خلال تقديم أصول مالية تدر عائدا نقديا لهم وهذا في حد ذاته قد يحفز الأفراد على ترشيد استهلاكهم وتوجيه الموارد إلى مجالات إنتاجية؛
- تقليل رغبة الأفراد في اكتناز الأموال خاصة في حالة وجود معدلات تضخم مرتفعة، حيث تعوض العوائد النقدية المحققة من وراء الاستثمار في الأسهم الانخفاض في القيمة الحقيقية للنقود الراجعة للتضخم؛
- تمويل الاستثمار في المشروعات كبيرة الحجم التي لا يمكن لعدد قليل من الأفراد توفير الأموال اللازمة لإقامتها، ولا شك أن هذا من شأنه أن يساعد المجتمع على نقل التكنولوجيا الحديثة والتي عادة ما تكون مصاحبة لمثل هذه المشروعات، بالإضافة إلى الاستفادة من وفرة الحجم الكبير؛
- زيادة كفاءة استخدام الأموال المستثمرة، حيث يقبل الأفراد عادة في ظل الظروف العادية على شراء الأسهم الخاصة بالشركات الأكثر نجاحا والأقدر على تحقيق معدلات ربح مرتفعة و الابتعاد عن أسهم الشركات الخاسرة منخفضة الكفاءة؛

¹ عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، مرجع سابق، ص 167.

² عبد الأول عابدين محمد بسويي، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية-مصر-، 2007، ص (86-87).

³ عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، مرجع سابق، ص 169.

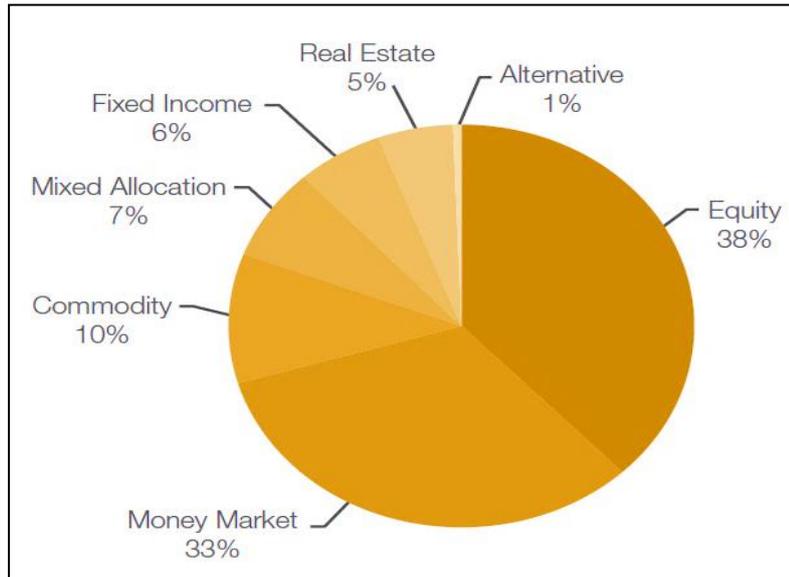
⁴ هنادي بنت محمد عمر سراج قمر، مرجع سابق، ص (104-105).

- يمكن للحكومة أن تمتص جزء كبيراً من السيولة المتاحة في أيدي الأفراد عن طريق طرح أسهم مملوكة لها لتباع في سوق الأسهم، وهذا يساعد على تخفيف حدة التضخم في المجتمع، كما قد يساعد على تخفيض العجز في ميزان المدفوعات عن طريق تقليل الطلب على الواردات؛

- يستخدم الرقم القياسي لأسعار الأسهم والذي يمكن حسابه من البيانات المتاحة عن سوق الأسهم في قياس الأداء الاقتصادي للمجتمع ككل والأداء الاقتصادي للشركات المختلفة كلاً على حدا.

ومن ناحية أخرى فتوزيع أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية كما جاء في التقرير السنوي لمجلس الخدمات المالية الإسلامية لسنة 2015م يؤكد أن تركيز أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية عالمياً كان على الأسهم وذلك بنسبة 38% من إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية في مختلف أنحاء العالم بالمقارنة مع الأصول الأخرى (عقارات، سلع،) والشكل (2-8) يوضح ذلك، مما يعكس ميل المستثمرين للاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

الشكل رقم (2-8): أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية حسب نوع الاستثمار



Source: Islamic Financial Services Board (IFSB), **Islamic Financial Services Industry –Stability Report May 2015-**, Malaysia, p23.

2- صناديق السلع الإسلامية: وهي أحد أهم أنواع صناديق الاستثمار الحقيقي، بحيث يكون نشاط هذه

الصناديق الأساسي شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، كما يمكن أن تعمل بصيغة المراجعة أو السلم أو الإجارة وكل

تلك صيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع الدولية¹، هذه الأخيرة التي تشهد تطوراً سريعاً خصوصاً مع توافر الخبرات

¹ محمد الكايد أحمد، مرجع سابق، ص 254.

والكفاءات التي تقوم بإدارة هذا النوع من الصناديق وكذا حاجة المتعاملين فيها إلى تمويل المخزون¹، ولصناديق الاستثمار في السلع الإسلامية ضوابط من أبرزها أن تكون عمليات الشراء حقيقية لا صورية فيقع التعاقد بالبيع على سلعة موجودة فعلا وهو ما تثبته شهادات المخزن وبذلك يتحقق للطرفين القبض الذي هو أساس صحة البيع بشروطه، كما وأن يقتصر الاستثمار في صناديق السلع على السلع المباحة وتلك التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالآجل².

ويمكن أن نميز عدة أنواع لصناديق السلع الإسلامية بما أنها يمكن أن تعمل بعدة صيغ شرعية، وأشهر هذه الأنواع

نجد³:

- **صناديق المربحة:** وتقوم هذه الصناديق على التمويل بالأجل بطريقة المراجعة، فيقوم بشراء كمية من سلعة معينة بالحديد بالنقد، ثم يبيعها إلى طرف ثالث (خلافًا للذي اشتراها منه في الأول) بالأجل، ويكون الأجل قصيرا في الغالب يتراوح بين شهر وستة أشهر؛

- **صناديق السلم:** بحيث يمكن توليد الربح من بيع السلم في الصناديق الاستثمارية عن طريق الدخول في عقد سلم محله بضاعة موصوفة الذمة كالقمح أو الزيوت... وغيرها تسلم إلى الصندوق بعد 90 يوم مثلا، ولكن الصندوق لا يرغب حتما في تسلم السلعة كما لا يجوز له بيع بضاعة السلم قبل القبض لأنها دين والدين لا يجوز بيعه لغير المدين بشروطه، لذلك فإن الصندوق يدخل في عقد سلم موازٍ أي أنه يبيع سلعة ماثلة بنفس الشروط وتاريخ التسليم مع اختلاف المدة، ويتحقق الربح من فرق السعر نتيجة تغيرات الأسواق ومن الزيادة من أجل الأجل؛

- **صناديق التأجير:** ويعتمد عمل صناديق التأجير على امتلاك الصندوق للأصول المؤجرة مثل المعدات والسيارات وأحيانا العقارات، تولد الدخل من القيمة الإيجارية، وتختلف الصناديق باختلاف عقود الإيجار لأصول الصندوق لذلك قد نجد بعضها يقوم على صفة الإيجار المنتهي بالتمليك وفي هذه الحالة تغطي الإيرادات قيمة الأصل كاملا؛

3- الصناديق الاستثمارية لبيع وشراء العملات: هي صناديق أنشئت مؤخرا من قبل المصارف والشركات

الاستثمارية المتخصصة في بيع وشراء العملات، حيث تهدف من ورائها إلى الحصول على الربح الناجم عن ارتفاع

¹ سمحان حسين محمد ، موسى عمر مبارك و عبد الحميد أبو صقري، مرجع سابق، ص 232.

² سيد سالم عرفه، مرجع سابق، ص 135.

³ صفية أحمد أبو بكر، "صناديق الاستثمار الإسلامية، خصائصها وأنواعها"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15-17 مايو 2005، ص (17-19).

أسعار العملة أو انخفاضها، لكن عند المتاجرة بالعمله فإنه ينبغي تطبيق شروط الصرف حال بيعها وشراؤها حتى تكون متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومن أهم هذه الشروط¹:

- تقابض البديلين من الجانبين في المجلس قبل افتراقهما؛
- عدم وجود خيار الشرط؛
- عدم وجود اشتراط الأجل؛
- ألا تكون عملية المتاجرة بالعملات بقصد الاحتكار أو بما يترتب عليه ضرر بالأفراد أو المجتمعات.

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

المطلب السادس: الفرق بين صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار التقليدية

تلتقي صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار التقليدية في العديد من النقاط بحكم أنها وتختلف في نقاط أخرى، فقد يفهم البعض الاختلافات أو الفروقات بين الصناديق الاستثمارية الإسلامية و الصناديق الاستثمارية التقليدية من خلال التسميات قبل البحث في الفروقات الأخرى حيث أن الأولى إسلامية والثانية تقليدية وهذا بدوره يعبر عن الاختلاف الجوهرى بينهما ألا وهو المرجعية الشرعية، ولكن هذا لا يمنعنا من ذكر أهم الاختلافات الرئيسة بين هذين النوعين من الصناديق في النقاط التالية وهي²:

1- مجالات الاستثمار:

تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية عن غيرها من الصناديق التقليدية بأن مجالات الاستثمار التي توجه هذه الصناديق نحوها مدخرات المساهمين هي مجالات استثمارية حقيقية ومباشرة لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية قائمة على عقد المضاربة الشرعية ومجالات استثمارية إسلامية أخرى كالتأجير، السلم، ... وغيرها، فلا يمكن أن يكون من بين مجالات الاستثمار هذه مجالات تحرم الشريعة الإسلامية الاستثمار فيها كمصانع الخمور، والمصارف الربوية وأنشطة تبييض الأموال، ... وغيرها، إلا أن

¹ أسامة عبد المجيد العاني، مرجع سابق، ص (155-257)

² تم الاعتماد على المراجع:

- بودية فاطمة، كحلي فتيحة، "طبيعة البعد الاقتصادي والاجتماعي لصناديق الاستثمار الإسلامية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني حول: المالية الإسلامية، صفاقس -الجمهورية التونسية-، يومي 27-29 جوان 2013، ص 5.

- حسين حسين شحاتة، مقالة بعنوان " الفرق بين صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار التقليدية"، منشورة على الرابط

www.darelmashora.com/download.ashx?docid=2158

- صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سابق، ص 47.

هذا لا يعني بالضرورة محدودية مجالات صناديق الاستثمار لأن مجالات الاستثمار المباحة كثيرة، ومتعددة ومتنوعة، على خلاف مجالات الاستثمار في الصناديق الاستثمارية التقليدية التي لا تستثني أي مجال أو نشاط قد يحقق لها أرباحاً مادية أو يعظم لها ثروتها والتي في الغالب توجه إلى الاستثمارات الغير مباشرة التي تقتصر على بيع وشراء الأوراق المالية والإفادة من عائداتها السنوية المتوقعة.

2- صيغ التمويل (الأدوات الاستثمارية):

تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بأن أدواتها الاستثمارية تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، فلا يمكن لهذه الصناديق أن تستثمر مدخرات المساهمين فيها من خلال الفوائد الربوية، وإنما من خلال صيغ التمويل الإسلامية المختلفة القائمة على مبدأ الغنم بالغرم كشركة المضاربة، أو الشركة المتناقضة المنتهية بالتمليك، المراجعة للأمر بالشراء، الإجارة المنتهية بالتمليك، عقود الاستصناع والوكالة، ... إلى غير ذلك من صيغ التمويل الإسلامية، في حين أن أدوات استثمار الصناديق الاستثمارية التقليدية قائمة على نظام الفائدة الربوية ونظام الاقتراض بالفائدة المحرمة شرعاً.

3- وجود هيئات للإفتاء والرقابة الشرعية على الصناديق:

بحيث تمثل الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية في متابعة ومراجعة وفحص وتقويم 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 أسبابها ثم تقديم المعالجات الشرعية لها مقرونة بالتوصيات والإرشادات اللازمة لتطوير الضبط الشرعي إلى الأفضل¹، على خلاف ما يجري في الصناديق الاستثمارية التقليدية أين تكون الغاية هي من تبرر للوسيلة. لكن الأمر الذي يدعو للقلق وجود عدد من الصناديق الاستثمارية الإسلامية وخصوصاً من فئة صناديق الأسهم الإسلامية تعمل دون رقابة شرعية من أي نوع، الأمر الذي يحتاج إلى معالجة سريعة واتخاذ التدابير المناسبة².

¹ براق محمد، قمان مصطفى، " أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً وصناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي: الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، لمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية- الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2011، ص 11.

² Yusuf Talal DeLorenzo, "Shari'ah Supervision of Islamic Mutual Funds", 4th Annual Harvard Forum on Islamic Finance, Science Center, Harvard University, Cambridge, Massachusetts, 6/4/2000, p1.

المبحث الخامس: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية

تواجه المصارف الإسلامية في حيز التطبيق أي عملياً عدداً من التحديات التي قد تقف عائقاً أمام عملها وخصوصاً أمام أهدافها الاستثمارية التي تعرضنا إلى أبرزها في الفصل الأول كما وقد تحد أيضاً من إمكانيات تطويرها، ومن أهم هذه التحديات: الاعتماد على صيغ المدائيات بدلا من صيغ المشاركات، غياب الاستثمار طويل الأجل، مشكلة فائض السيولة وغيرها، ومن خلال ما تطرقنا إليه في المباحث السابقة والفصل السابق يمكن للصناديق الاستثمارية الإسلامية أن تسهم في مواجهة هذه التحديات والتخفيف من آثارها على نحو سنبيته في المطالب التالية:

المطلب الأول: مساهمة صناديق الاستثمار الإسلامية في تدعيم الاستثمار المصرفي الإسلامي في إطار المضاربة الشرعية

الواقع يشير إلى أن المصارف الإسلامية اليوم تعتمد وبشكل كبير في أنشطتها على صيغ المدائيات (كالمراجحة، الإجارة، السلم، التورق،...) أكثر من اعتمادها على صيغ المشاركات المتمثلة في صيغة المشاركة والمضاربة نظرا للمعوقات والمشاكل التي قد تواجه المصارف عند تطبيق هذه الأخيرة بالرغم من المزايا التي تحققها سواء الاقتصادية (الاستغلال السليم لأموال المسلمين، تنمية الأموال في المشروعات الاقتصادية، تحقيق الربحية، تشغيل العمالة،... وغيرها) أو معنوية (تجنب الاكتناز، تحقيق المقاصد الشرعية للاستثمار،... وغيرها)¹، والجدول الموالي يوضح إجمالي قيم بعض صيغ التمويل والاستثمار المتعامل بها في بعض المصارف الإسلامية في بعض الدول وهذا خلال سنة 2009م، 2010م و2011م.

¹ محمد محمود المكاوي، الاستثمار في البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص (182-183).

الجدول رقم (2-6): إجمالي قيم بعض صيغ التمويل والاستثمار المتعامل بها في بعض المصارف الإسلامية من سنة (2009-2011)

القيمة بآلاف الدولارات الأمريكية

2011	2010	2009	الصيغة	اسم المصرف
8,080,444	7,939,881	6,882,870	المرابحة	مجموعة البركة المصرفية (البحرين)
606,437	1,186,564	740,798	المضاربة	
344,498	352,068	240,314	المشاركة	
2,733,024	2,515,480	2,058,034	المرابحة	بنك الإثمار (البحرين)
23,493	26,911	612,602	المضاربة	
42,518	14,614	0	المشاركة	
8,961,243	5,890,636	3,607,660	المرابحة	مصرف الريان (قطر)
0	605,952	656,799	المضاربة	
18,194	40,859	74,003	المشاركة	
6,614,640	6,484,277	4,541,432	المرابحة	مصرف قطر الإسلامي
236,398	269,760	315,889	المضاربة	
15,938	15,951	15,960	المشاركة	
7,780,565	8,430,276	7,185,316	المرابحة	مصرف أبوظبي الإسلامي
0	824,954	847,060	المضاربة	
6,040,844	5,567,462	4,115,782	المرابحة	بنك دبي الإسلامي
941,753	1,000,727	1,485,610	المضاربة	
1,605,616	2,621,333	2,837,563	المشاركة	

Source : Islamic Finance Directory -2012 GCC-, General Council For Islamic Banks and Financial Institution (CIBAFI), Kingdom of Bahrain, 2012, P(25-132).

استنادا إلى الجدول أعلاه يتضح تباين قيم كلا من صيغة المربحة باعتبارها أهم صيغ المداينات وكذا صيغ المشاركات المتمثلة في صيغ المضاربة والمشاركة من سنة إلى أخرى، والأمر الذي يمكن ملاحظته على القيم الجدولية هو الحجم الكبير لقيم المربحة بالمقارنة مع الصيغ الأخرى حتى أنها فاقت 8 ملايين دولار في بعض المصارف الموضحة في الجدول، وهذا يعكس ميل وتفضيل المصارف الإسلامية المذكورة في الجدول لهذه الصيغة نظرا للسهولة والبساطة في تطبيقها كما قد يرجع هذا التفضيل إلى

المشاكل العملية أو المعوقات التي تعترض طريق المصارف الإسلامية في تطبيق صيغ المشاركات وأخص بالذكر صيغة المضاربة التي تحد من فاعلية استعمالها والاستفادة منها بالقدر الذي كان مأمولا منها، ويمكن حصر هذه المعوقات فيما يلي¹:

- **معوقات ترتبط بطبيعة عقد المضاربة:** وتتمثل في حصر الإدارة بالطرف العامل، الضمان، طول الأجل، مشكلة خلط الأموال؛

- **معوقات تتعلق بطبيعة المصارف نفسها:** وتتمثل في صفات المتعاملين المستثمرين في المصارف الإسلامية، صفات تتعلق بنوعية العاملين في المصارف الإسلامية؛

- **معوقات العلاقة مع البنك المركزي:** وتتمثل في نسبة الاحتياطي النقدي القانوني، السيولة النقدية، السقوف الائتمانية، المقرض الأخير.

وعلى سبيل المثال لا الحصر سنفصل في بعض تلك المعوقات في النقاط التالية:

- موضوع الضمان الذي يعد عائقا لاستخدام المضاربة الشرعية في المصارف الإسلامية، فمن المعلوم أن الفقهاء اتفقوا على عدم ضمان المضارب لأموال المضاربة، لأن يده على هذا المال يد أمانة وليست يد ضمان وفي حالة المضارب الثاني الذي تدفع إليه المصارف المال للعمل به مضاربة وبدون ضمان هذا المال إلا إذا تعدى أو أهمل فيه، فإن المصارف الإسلامية قد تعرض أموالها وأموال المستثمرين للخطر لعدم ضمانها من المضارب الذي تدفعها له، فمن المعلوم أن قوة الضمانات في مثل هذه الصيغ من صيغ الاستثمار ليست هي أساس التمويل، بل الأساس هو الثقة بالعمل، ثم إن ذلك ربما يقلل من ورود أموال الاستثمار للمصارف، خوفا من أصحابها على ضياعها مادام لا يوجد ضمان لها، ولذلك فإن المصارف الإسلامية قد اتجهت أغلبها لاستعمال صيغة بيع المراجعة للأمر بالشراء لخلوه من تلك العوائق التي تعترض تطبيق المضاربة الشرعية الذي أصبح يحتل دورا هامشيا²، هذا ما حذر منه الآباء المؤسسون لفكرة المصرفي الإسلامي وتبته على تورط المصرف في المدائبات ولذلك حرصوا على إبعاد المصرف الإسلامي عن تراكم الديون وحرصوا على ضرورة أن تحد قدرته على توليد الائتمان لأنه يصبح عندئذ بنكا للأغنياء³؛

¹ إبراهيم جاسم جبار الياسري، عقد المضاربة في المصارف الإسلامية - الإشكاليات والتطبيق -، مرجع سابق، ص 120.

² حسن الأمين، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة، مرجع سابق، ص 63.

³ محمد علي القري، محاضرة بعنوان "البنك الإسلامي بين فكر المؤسسين والواقع المعاصر"، مرجع سابق، ص 8.

- ارتفاع المخاطر في صيغة المضاربة حيث يتم دفع كامل رأس المال من قبل المصرف أو رب المال ويقدم الزبون الجهد فقط والخبرة كما أن المصرف يتحمل كافة الخسائر في حالة عدم تقصير الزبون¹؛
 - قد يتعرض المصرف لمخاطر الائتمان جراء عدم دفع العامل لمستحقات المصرف، و إذا كان المضارب يمارس نشاطا في مشروع تجاري وكان يمارس أعماله في السلع والأسهم ففي هذه الحالة سيتعرض لتقلبات أسعار الأسهم أو السلع مما سيعرض المصرف لمخاطر السوق؛
 - في حالة أن المصرف قصر في أي مرحلة من مراحل عقد المضاربة من حيث عدم اختيار المضارب بشكل جيد، أو أن دراسته الائتمانية لم تكن واضحة، أو لم يتم بعملية التوثيق بشكل جيد فإنه سيعرض لمخاطر التشغيل²؛
 - عدم توفر الكوادر البشرية المؤهلة والقادرة على إيجاد الفرص الاستثمارية واستغلالها بشكل تسمح بتكوين الثروة، كما أن قلة خبرة المضاربين والمشاركين المتعاملين مع المصارف الإسلامية في الأعمال والأنشطة الاستثمارية، فضلاً عن الانحدار الأخلاقي المتعلق بالأمانة والسلوك القويم؛ جعل كثيراً من المصارف والمؤسسات المالية تُحجم عن إبرام عقود المضاربة والمشاركة وما يمثلهما الأمر الذي قد يوقع المصرف الإسلامي في المخاطر التشغيلية، فأداء المصارف الإسلامية يكاد يكون مرتبطاً بأداء مواردها البشرية؛
 - الكثير من الأساليب والإجراءات والنظم الرقابية التي يتبعها البنك المركزي مع البنوك التقليدية لا تصلح للتطبيق على المصارف الإسلامية ومثال ذلك (نسبة الاحتياطي النقدي القانوني، السقوف الائتمانية،..) لأنها لا تتوافق مع طبيعة عملها وأسسها وصيغها المختلفة والمستخدم في قبول الأموال وتوظيفها، وبما أن المصارف الإسلامية تعتمد على أسلوب المضاربة في عملها فستكون النتيجة المترتبة على استمرار هذه الحالة هي إخراج تلك البنوك عن طبيعتها وأساسيات العمل بها واحدة بعد أخرى³.
- ومن هنا تظهر الحاجة الماسة إلى تطوير آليات المشاركات بما فيها آلية المضاربة على وجه الخصوص في إطار العمل المصرفي المعاصر، كما ولا بد من الاجتهاد والعمل على تطبيق أهداف المصارف الإسلامية التي تسعى إلى تعبئة الموارد واستخدامها بالطرق التي تساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية في البلدان الإسلامية الأمر الذي نادى به المؤسسون للصيرفة الإسلامية وكذا

¹ صادق راشد الشمري، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية، مرجع سابق، ص 276.

² موسى عمر مبارك أبو محميد، مرجع سابق، ص 101.

³ إبراهيم جاسم جبار الباسري، عقد المضاربة في المصارف الإسلامية - الإشكاليات والتطبيق -، مرجع سابق، ص 148.

الباحثون المعاصرون في الصيرفة الإسلامية، ومن الأساليب الحديثة أو الأدوات التي يمكن من خلالها دعم وتطوير أسلوبي المضاربة والمشاركة معا في المصارف الإسلامية نجد: **الصناديق الاستثمارية الإسلامية** التي بعد التطرق إليها في المباحث السابقة وجدنا أنه يمكنها أن تحقق نقلة نوعية في أداء المصارف الإسلامية وفي تقديم خدمات للمجتمع خصوصا في البلدان النامية ذلك أن أساس ظهور الصناديق الاستثمارية وانتشارها ونموها هو نفسه المنطق الذي اعتمد عليه عمل نموذج المصرف الإسلامي الذي يعتمد في جانب الخصوم على عقد المضاربة¹، وستسهم هذه الصناديق في حال وجودها في زيادة حصة هذه المصارف من السوق المصرفية المحلية، إضافة إلى الخدمة الاجتماعية التي ستعكس وبكل تأكيد على المجتمع.

لذلك يمكن توضيح كيفية استفادة المصارف الإسلامية من صناديق الاستثمار الإسلامية في تدعيم صيغة المضاربة الشرعية

من خلال²:

- جذب وتجميع مدخرات الأفراد لديها باعتبار أن المصارف الإسلامية المعتمدة موضع ثقة العملاء والمستثمرين، وبتأسيسها لتلك الصناديق فإنها تتيح الفرصة أماما للمستثمرين بكافة فئاتهم لتشغيل مدخراتهم التي قد تكون جامدة لعدم إمكانيتهم لاستثمارها، ومن ثم يمكن للمصارف الإسلامية توجيه الأموال المجمعة من المستثمرين إلى الصيغ الاستثمارية المناسبة وبالتالي تحقيق عوائد مجزية؛

- تمكين المصارف من الدخول في استثمارات متنوعة ومواكبة التطورات الاستثمارية في المجال المحلي والعالمي، ذلك أن نشاط الصناديق يعتبر نوعا جديدا ومكملا لخدمات المصارف وصولا إلى فكرة المصارف الشاملة، وكذلك تمكينها من تحصيل مبالغ كبيرة بغرض الاستثمار في فرص استثمارية متنوعة وكبيرة؛

- الإعلان والترويج للمصارف ولنشاطاتها، حيث أن إعلان المصرف عن تأسيس صندوق معين هو في حد ذاته دعاية وإعلان يخدم سمعة المصرف ويروج لنشاطاته، وبالتالي يعتبر عاملا مهما في زيادة الإقبال عليه، ويتيح له فرصة الجذب والتعامل مع عدد كبير من العملاء بما يحقق له عوائد ومنافع كثيرة؛

¹ محمد علي القرني، مقالة بعنوان "صناديق الاستثمار الإسلامية"، ص7. على الرابط <http://www.beltagi.com/ar/?p=24>

² تم الاعتماد على المراجع:

- أسامة عبد المجيد العاني، مرجع سابق، ص 134.
 - هشام أحمد عبد الحفي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية - دراسة تطبيقية فقهية، مرجع سابق، ص (60-61).
 - صلاح الدين شريط، "دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية - مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، مرجع سابق، ص (172-173).

- الحصول على موارد، حيث يحصل المصرف أمين الاستثمار على مصاريف بنكية وعمولات مقابل إدارة تلك الصناديق، أو نسبة من الأرباح التي تتحقق من استثمارات أموال الصناديق من خلال السنوات القليلة الماضية أسفر الاستثمار من خلال تلك الصناديق عن تحقيق عوائد جيدة للمصارف، كما وتحصل الشركة المديرة للصندوق هي الأخرى على مصروفات إدارية وعوائد رأس مال التأسيس؛

- الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة أو الإدارة المتخصصة في الصناديق الاستثمارية الإسلامية، بحيث تدار هذه الأخيرة من قبل متخصصين ومحترفين في الاستثمار يتمتعون بخبرات كبيرة في هذا المجال المهني كما وضحنا سابقا حيث يقوم هؤلاء المدراء بعمل الدراسات اللازمة والكفيلة باختيار نوع الاستثمار الآمن والذي قد يكون طويل الأجل، كما تقوم بإدارة الأصول الاستثمارية نيابة عن الأفراد المستثمرين الذين لا يملكون الخبرة أو الوقت بأفضل الطرق وبأقل تكلفة وجهد، وهذا ما يعزز من ثقتهم فيها كما أن هذه الصناديق تخضع لرقابة مستمرة من قبل جهاز هيئة سوق المال لتصويب أية أخطاء تحدث من قبل الصناديق في أسرع وقت ممكن بالإضافة إلى خضوعها للرقابة الشرعية.

المطلب الثاني: مساهمة صناديق الاستثمار الإسلامية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية

تأتي الأهداف التنموية للمصارف الإسلامية في مقدمة الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها كما وضحنا في الفصل الأول، فالمصارف الإسلامية هي مؤسسات إنمائية بالدرجة الأولى تقوم بتعبئة المدخرات ومحاربة الاكتناز وتوجيه المدخرات نحو الاستثمار لخدمة المجتمع بصورة تتفق مع الشريعة الإسلامية¹، الأمر الذي يتطلب القيام باستثمارات طويلة الأجل باعتباره وسيلة أساسية لتحقيق الأهداف التنموية في المصارف الإسلامية، إلا أن تطبيق هذا النوع من النشاط الاستثماري يواجه العديد من الصعوبات والمعوقات²: منها ما يتعلق بطبيعة الموارد المالية والتي تتسم في أغلبها بقصر أجلها والتي لا تتلاءم مع طبيعة نشاط هذه المصارف، ومنها ما يتعلق بطبيعة الموارد البشرية كترغبة أصحاب الأموال في توفير عامل الضمان لأموالهم دون الاستعداد للمشاركة في الربح والخسارة، كما تعتبر قلة الكفاءات البشرية الخبيرة بالصيرفة الإسلامية وبالمعرفة الشرعية من أبرز معوقات الموارد البشرية للاستثمار طويل الأجل، ويضاف إلى ما سبق المعوقات المتعلقة بالسياسة الرقابية والتمويلية للبنوك المركزية.

¹ أحمد محمد علي، دور البنوك الإسلامية في مجال التنمية، بحث رقم 3، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة- المملكة العربية السعودية، 2001، ص 11.

² أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، مصر، 2006، ص 103.

وبالرجوع إلى إمكانية صناديق الاستثمار الإسلامية في تدعيم الاستثمار المصرفي الإسلامي في إطار المضاربة الشرعية التي تطرقنا إليه في المطلب السابق يمكن استنتاج الدور الذي قد تؤديه هذه الصناديق الاستثمارية المنشأة من قبل المصارف الإسلامية في تمويل النشاط الاستثماري طويل الأجل بهذه المصارف، أي أن تحقيق المطلب الأول أي توسيع استخدام صيغة المضاربة الشرعية من قبل المصارف الإسلامية عن طريق زيادة إنشاء صناديق استثمارية تعمل وفق مبدأ المضاربة الشرعية سيؤدي إلى زيادة جلب مدخرات المساهمين والمستثمرين واستثمارها في المجالات ذات العلاقة بالاقتصاد الحقيقي التي تعود على المصرف وعليهم وعلى الاقتصاد القومي ككل بالعائد وبأقل المخاطر لكل الأطراف؛

المطلب الثالث: مساهمة صناديق الاستثمار الإسلامية في حل مشكلة السيولة في المصارف الإسلامية

تكلمنا في المطلبين السابقين عن الآثار المترتبة عن اتجاه أغلبية المصارف الإسلامية بصورة أساسية لتوظيف مواردها على صيغ المداينات على حساب صيغ المشاركات الأمر الذي يؤدي بهذه المصارف إلى التركيز على التمويل القصير الأجل على حساب التمويل الطويل والمتوسط الأجل الذي يسهم فعلا في تمويل المشاريع التنموية الاقتصادية وبالتالي قد تقع المصارف في مخاطر السيولة التي تطرقنا إليها في الفصل الأول؛ ومنه فموضوع إدارة السيولة في المصارف الإسلامية لا يزال حتى الآن من المواضيع الشائكة التي تتطلب البحث عن الحلول المناسبة لها بالرغم من البحوث الدراسات التي عاجلت هذا الموضوع، وحسب ما أكده الدكتور أحمد علي (الرئيس السابق لمجموعة البنك الإسلامي للتنمية) خلال ندوة "البركة المصرفية" الـ 37 المنعقدة يومي 08 و 09 من شهر رمضان (13-14 يونيو 2016م) بمدينة جدة بالمملكة العربية السعودية بأنه: "يجب إيجاد وسيلة مهنية لإدارة السيولة الكبيرة الموجودة لدى المصارف الإسلامية والتي للأسف أنها لازالت في الوقت الحاضر موضوعة فيما يسمى بتجارة السلع، فنحن بحاجة إلى أدوات لإدارة السيولة بحيث تكون أدوات استثمارية تعمل لدعم المشاريع في الدول الإسلامية عوضا عن إيداعها في المصارف الإسلامية"¹، وبالتالي فالمصارف الإسلامية اليوم مطالبة بالابتكار والتجديد لا بالمحاكاة والتقليد، والصناديق الاستثمارية الإسلامية باعتبارها من بين أحدث وأنجح 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 تبقي إمكانية تسهيلها قائمة وبأقل تكلفة، وبتكلفة تحويلية ضعيفة، وبالتالي المساهمة في حل المعضلة الثلاثية للصيرفة الإسلامية ككل المتمثلة في (السيولة، الربحية، المخاطر) ويتأتى ذلك من خلال استثمار السيولة الفائضة لدى المصارف الإسلامية

¹ <https://www.albaraka.com/ar/default.asp?action=article&id=1613> [consulter le 24/12/2016]

وتوظيفها في المجالات الاستثمارية التي يراها مدراء الصناديق الاستثمارية 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 الرابع: مساهمة الصناديق الاستثمارية الإسلامية في تدعيم علاقة المصارف الإسلامية بالسوق المالي الإسلامي

بافتراض أن العلاقة التي يجب أن تكون بين المصارف الإسلامية والسوق المالي الإسلامي باعتبارها من بين أهم المؤسسات المالية الإسلامية الداعمة للمالية الإسلامية وللاقتصاد الإسلامي ككل علاقة تكاملية مبنية على تلبية حاجات كلا الطرفين أي أن المنفعة تعود على كلاهما نظرا لحاجة كل طرف إلى الآخر¹ فإن إنشاء الصناديق الاستثمارية الإسلامية من قبل المصارف الإسلامية يمكن أن يدعم هذه العلاقة من خلال الجوانب التالية:

- زيادة الطاقة الاستيعابية للسوق المالي الإسلامي الذي لازال يعاني من ضيق السوق ونقص الاستثمارات نتيجة نقص الأدوات المالية الإسلامية المتداولة فيها²، وبالتالي فزيادة إنشاء الصناديق الاستثمارية الإسلامية قد يزيد من الفرص الاستثمارية التي يوفرها السوق المالي الإسلامي للمصارف الإسلامية إذا ما استغلت بنجاح والعكس صحيح أي أنه بإنشاء المصارف الإسلامية لمثل هذه الصناديق فقد تؤدي دورا بارزا في تنشيط وتفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية خصوصا والسوق المالي الإسلامي عموما وهذا لما تتميز به من مرونة كافية تؤهلها للقيام بدور مهم في توجيه المدخرات إلى المجالات الاستثمارية الناجحة (من مميزات الصناديق الإدارية المحترفة والمتخصصة) التي تعظم من خلالها حجم العوائد وفي المقابل تخفض المخاطر المتوقعة إلى أدنى درجة، بالإضافة إلى دورها في زيادة تنوع الأدوات الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي يوفرها السوق المالي الإسلامي والتي تسمح بزيادة جذب المستثمرين (مسلمين أو غير مسلمين)، الأمر الذي قد يؤدي إلى زيادة رأس المال السوقي وبالتالي توسيع القاعدة الاستثمارية وزيادة الطاقة الاستيعابية للسوق؛
- بما أن الصناديق الاستثمارية تخدم فئتين من المستثمرين: الأولى التي تتمثل في المستثمرين الذين لا يملكون الخبرة الكافية (أو قليلي الخبرة) في إدارة أموالهم وتنوع استثماراتهم، والثانية المتمثلة في المستثمرين الذين لا يملكون المدخرات الكافية لتنفيذ

¹ بن الصيف محمد عدنان، العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وآثارها التنموية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة - الجزائر، 2016.

² عيسى مرزقة، محمد الشريف شخشاخ، "البنوك الإسلامية وعلاقتها بالسوق المالي الإسلامي - دراسة حالة مصرف أبو ظبي -"، مرجع سابق، ص 10.

مشاريعهم الاستثمارية أو الذين يرغبون في الدخول في الأسواق المالية لكنهم حجم رؤوس أموالهم صغير بالمقارنة مع نظائرهم من المستثمرين، وذلك من خلال تجميعها مدخرات الأفراد والشركات الصغيرة من أجل تحويلها إلى محافظ استثمارية ضخمة لتمويل الفرص الاستثمارية الجديدة فإنه يمكن اعتبارها من المؤسسات الصانعة للسوق المالي الإسلامي، وزيادة إنشاء هذه الصناديق الاستثمارية من قبل المصارف الإسلامية سيدعم فعلا دور هذه الأخيرة في تنشيط السوق المالي الإسلامي وتعزيز مكانتها على المستوى المحلي وحتى العالمي؛

- يمكن اعتبار إنشاء الصناديق الاستثمارية الإسلامية من قبل المصارف الإسلامية بمثابة إحدى الاستراتيجيات التسويقية التي تخدم سمعة المصارف من خلال الترويج لنشاطاتها، بمعنى أن الأداء الجيد ومصداقية الصناديق يشجعان ويحفزان المستثمرين والمدخرين لإيداع أموالهم واستثمارها بطرق تتماشى وتفضيلاهم، وهذا من شأنه يؤدي إلى رفع الحصة السوقية للمصارف الإسلامية أي زيادة حصة هذه المصارف من السوق المصرفية المحلية التي قد تؤدي في الأخير إلى تنشيط السوق المالي الإسلامي وارتفاع مؤشراتته.

المطلب الخامس: مساهمة صناديق الاستثمار الإسلامية في توطيد المنافسة بين المصارف الإسلامية

والمصارف التقليدية

تعتبر المنافسة بين المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية قديمة قدم التعاملات المالية ولاسيما في مجال ابتكار الأدوات والمنتجات المالية والمصرفية أين تكون المنافسة أشد من أجل الاستحواذ على أكبر حجم ممكن من السوق المالي من خلال استقطاب أكبر عدد ممكن من المدخرين والمستثمرين؛ وبما أن الصناديق الاستثمارية من أحدث الأوعية الاستثمارية في وقتنا الحالي وذلك راجع إلى ما تقوم به من جمع رؤوس أموال مجموعة من المستثمرين وإدارتها وفقا لاستراتيجية وأهداف استثمارية محددة يضعها مدير الصندوق، فإن إنشاء الصناديق الاستثمارية الإسلامية (سواء في البلدان العربية أم الغربية) يوفر للمستثمرين الراغبين في استثمار أموالهم استثمارا شرعيا متوافقا مع أحكام الشريعة الإسلامية البديل الشرعي المناسب لرغبتهم وميولاتهم كما تتيح لهم فرصة الاستفادة من مزايا الصناديق الاستثمارية لكن بطرق شرعية، كما أنها قد تعيد الموازين من جديد حتى لا ترجح كل الكفة إلى الأدوات والمنتجات المالية والمصرفية التقليدية؛ والجدير بالملاحظة أن هذه الصناديق لم تعد فقط تستقطب المستثمرين المسلمين بل أصبحت محل اهتمام حتى المستثمرين غير المسلمين في مختلف الدول نظرا للخصائص التي تتمتع بها وللمزايا التي تحققها؛

ونستخلص من كل ما سبق أن إنشاء الصناديق الاستثمارية الإسلامية يعزز المنافسة بين الصيرفة التقليدية والصيرفة الإسلامية وذلك بتوفر البدائل الشرعية المنافسة للمنتجات المصرفية التقليدية.

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل تطرقنا إلى مجموعة من النقاط البحثية المتعلقة بالصناديق الاستثمارية باعتبارها أسلوب استثماري حديث في إدارة المدخرات والأموال حيث يمكن اعتبارها أوعية مالية ادخارية مستحدثة موجهة للاستثمار المشترك أو الجماعي، من خلال تجميع مدخرات الأفراد و وصغار المستثمرين والقيام بإدارتها عن طريق جهات مختصة (المصارف أو المؤسسات المالية أو الشركات الاستثمارية) فتهدف هذه الصناديق إلى خدمة فئتين من المستثمرين: الفئة الأولى هم المستثمرين الذين يصعب عليهم بمفردهم إدارة أموالهم ولذلك تتجه هذه الفئة من المستثمرين إلى شراء وحدات في صناديق الاستثمار أما الفئة الثانية فهم أصحاب المدخرات الصغيرة الذين لا يملكون القدر الكافي من المال لتكوين محافظ استثمارية متنوعة لذلك يتم تجميع مدخراتهم في صناديق استثمارية وتوجيهها نحو الاستثمارات المناسبة لتحقيق أهداف المستثمرين في الحصول على الربح، فإنشاء أو تأسيس صناديق استثمارية يحقق العديد من المزايا الاقتصادية تعود بالفائدة على المستثمر وعلى الجهة المصدرة وعلى الاقتصاد القومي ككل، لذلك شهدت الفترة الأخيرة اهتماما واسعا من المؤسسات المالية الإسلامية وخاصة المصارف الإسلامية بإنشاء الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ذلك أن المنطق الذي كان أساس ظهور هذه الصناديق وانتشارها ونموها هو نفسه المنطق الذي اعتمد عليه عمل نموذج المصرف الإسلامي الذي يعتمد في جانب الخصوم على عقد المضاربة؛ كما تطرقنا في هذا الفصل إلى كيفية إدارة الصناديق الاستثمارية وخطوات تأسيسها حيث اعتمدنا على ما هو معمول به في المملكة العربية السعودية تماشيا مع الفصل الثالث وذلك تجنبنا للتكرار؛ كما ووضحنا في هذا الفصل أهم المخاطر الاستثمارية التي قد تواجه الصناديق الاستثمارية المتمثلة أساسا في المخاطر المباشرة كالمخاطر المتعلقة بالصندوق والمخاطر المتعلقة بمدير الصندوق، كذلك المخاطر غير المباشرة كالمخاطر الائتمانية، بالإضافة إلى ذلك فقد بينا أهمية قياس أداء الصناديق الاستثمارية مع ذكر أشهر الأساليب المالية الحديثة لقياس أدائها المتمثلة في الأسلوبين البسيط والمزدوج.

كما قمنا في هذا الفصل بتقديم بعض المفاهيم الخاصة بالصناديق الاستثمارية الإسلامية، من خلال معرفة التكليف الفقهي لهذه الصناديق، يضاف إلى ذلك توضيح النشاط الاستثماري للصناديق الاستثمارية ومعرفة أهم ضوابطه الشرعية التي يجب مراعاتها من قبل الصناديق الإسلامية، كما أشرنا إلى أهمية الصناديق الاستثمارية الإسلامية، وكذا أشهر أنواع الصناديق الاستثمارية الإسلامية حيث تبين أن تركيز أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية عالميا كان على الأسهم وذلك بنسبة 38% من إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية في مختلف أنحاء العالم بالمقارنة مع الأصول الأخرى (عقارات، سلع،) ثم تطرقنا إلى

أهم الفروقات أو الاختلافات الموجودة بين صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق الاستثمار الإسلامية والمتمثلة أساساً في مجالات الاستثمار، صيغ التمويل (الأدوات الاستثمارية) وكذا في وجود هيئات للإفتاء والرقابة الشرعية على الصناديق؛ أما في الأخير فقد بحثنا في دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية من خلال مساهمتها في تدعيم الاستثمار المصرفي الإسلامي في إطار المضاربة الشرعية، إضافة إلى إمكانيتها في تدعيم الاستثمار طويل الأجل وحل مشكلة السيولة في المصارف الإسلامية، كما تطرقنا إلى مساهمة الصناديق الاستثمارية الإسلامية في تدعيم علاقة المصارف الإسلامية بالسوق المالي الإسلامي، وأيضاً مساهمتها في تعميق المنافسة بين المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية.



الفصل الثالث:



دراسة حالة عينة من صناديق الأسهم
السعودية وأثرها على نشاط المصارف
الإسلامية التابعة لها

تمهيد:

ظلت المملكة العربية السعودية ظلت ولسنوات عديدة المحرك الرئيسي لقطاع المصرفية الإسلامية نظرا لكونها المساهم الأكبر في إجمالي الأصول المصرفية الإسلامية، حيث ازدادت حصة القطاع المصرفي الإسلامي في السوق المحلية السعودية من حيث الأصول المصرفية حتى بلغت نسبة 51.2% أي أن أكثر من نصف أصول المملكة ناشئة عن المصارف الإسلامية¹، ولأن المملكة العربية السعودية كانت الدولة العربية الأولى الأسبق في حوض تجربة إنشاء الصناديق الاستثمارية التي عرفت هذه الأخيرة ازدهارا ونمو متزايدين خلال السنوات السابقة، فإننا اخترنا أن تكون الدراسة التطبيقية على القطاع المصرفي السعودي و على تجربة المصارف الإسلامية في إنشاء الصناديق الاستثمارية على وجه الخصوص محاولين بذلك معرفة قدرة الصناديق الاستثمارية الإسلامية في تنمية وتطوير نشاط هذه المصارف وهذا من خلال التطرق إلى العناصر البحثية التالية :

المبحث الأول: نشأة وتطور القطاع المصرفي السعودي.

المبحث الثاني: الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية.

المبحث الثالث: دراسة تأثير بعض متغيرات صناديق الأسهم السعودية - صناديق الأسهم المحلية- على نشاط المصارف الإسلامية السعودية التابعة لها.

المبحث الرابع: تقييم الأداء المالي لمصرف الإنماء للمدة (2009م- 2016م)

¹ نشرة مجموعة إرنست و يونغ (EY) المحدودة حول: "القدرة التنافسية للمصارف الإسلامية العالمية لعام 2016- وقائع جديدة، فرص جديدة-" ، 2016، ص15.

المبحث الأول: نشأة وتطور القطاع المصرفي السعودي

لقد أنشأت المملكة العربية السعودية عبر السنوات الماضية نظاماً مالياً قوياً يهدف إلى خدمة الاقتصاد بفاعلية، حيث يقوم هذا النظام على قاعدة عريضة تضم مجموعة من المؤسسات التي تقدم خدمات مالية واسعة للمدخرين والمستثمرين فهو نظام يتسم بقدر كبير من الكفاءة واستخدام التقنية الحديثة، ويخضع لرقابة صارمة ويعمل وفق أسس سليمة، وقد أثبت هذا النظام قوته و مرونته خلال أزمة الخليج في مطلع التسعينات وكذلك الأزمات المالية الأخيرة التي حدثت في آسيا وروسيا والبرازيل والأرجنتين وتركيا وظل خلال تلك الأحداث الأخيرة متماسكاً ومستقرًا¹، ومن خلال هذا المبحث سنحاول قدر الإمكان التركيز فقط على النظام المصرفي السعودي باعتباره المكون الأساسي للنظام المالي السعودي من خلال تقديم نبذة مختصرة عن تطورات ومكونات هذا النظام المصرفي السعودي، ثم التطرق إلى تقييم أداء القطاع المصرفي السعودي وأخيراً إلى النشاط المصرفي الإسلامي في المملكة العربية السعودية.

المطلب الأول: نبذة عن تطورات النظام المصرفي السعودي

ويمكن استعراض أبرز ما شهدته النظام المصرفي السعودي من تطورات في النقاط التالية²:

- في الستينات تركز الاهتمام على وضع وصياغة الأنظمة واللوائح المصرفية في ظل اتساع الأعمال المصرفية وقبول المملكة إمكانية تحويل الريال بالكامل في عام 1961 م، وتم في عام 1966 م إصدار نظام مراقبة المصارف الذي منح مؤسسة النقد العربي السعودي صلاحيات رقابية واسعة؛
- في عقد السبعينات نمت خلال هذه الفترة أصول المصارف من 3 مليار ريال إلى 93 مليار ريال، و ارتفعت الودائع من 2 مليار ريال إلى 68 مليار ريال، وأعلنت الحكومة السعودية في ذات العقد عن المشاركة السعودية مع المصارف الأجنبية، وبحلول العام 1980 م كان لعشرة مصارف من أصل 12 مصرفاً في المملكة حصة مشاركة أجنبية كبيرة وارتفع عدد فروع المصارف آن ذاك إلى 247 فرعاً؛

¹محمد بن سليمان الجاسر، ورقة عمل بعنوان "تطور القطاع المالي لتحقيق نمو اقتصادي أفضل"، ندوة الرؤية المستقبلية للاقتصاد السعودي حتى عام 1440هـ (2020م)، أيام 17-13 شعبان 1423هـ الموافق لـ 19-23 أكتوبر 2002م، وزارة التخطيط، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص3.

²<https://www.saudi-banks.info/44>[Consulter le 09/10/2016]

- أما في عقد الثمانينات قد تراجعت إيرادات الحكومة بدرجة كبيرة من 368 مليار ريال في عام 1981 م إلى 104 مليار ريال في عام 1987 م نتيجة للانخفاض الحاد في أسعار النفط العالمية ، وأحدث هذا الانخفاض ضغطاً كبيراً على نوعية أصول المصارف التي تدهورت مع تباطؤ النمو، وعانت المصارف من القروض المتعثرة مما أدى إلى انخفاض أرباحها؛
- في التسعينات وبعد انتهاء أزمة الخليج ، حدث انتعاش في الاقتصاد، وشهد النشاط المصرفي نمواً سريعاً ولم تؤثر التقلبات المفاجئة في أسعار النفط والأوضاع الدولية الصعبة على استمرار انتعاش الاقتصاد،
- وحالياً في المملكة العربية السعودية مرخص لـ 25 مصرفاً تجارياً منها 12 مصرفاً وطنياً، وقد منحت البنوك التجارية العاملة في المملكة أولوية كبرى لتدريب وتنمية الموارد البشرية الوطنية العاملة في المصارف. وقد وصل حجم موجودات المصارف وحساب رأس المال بنهاية الربع الثالث من عام 2015م إلى (2,223,921) مليون و(305,510) مليون ريال على التوالي. كما قد بلغ عدد الفروع، و عدد مراكز الحوالات وعدد أجهزة الصرف الآلي ونقاط البيع بنهاية نفس الربع (1963) و (625) و (16,699) و (197,686) على التوالي.

المطلب الثاني: مكونات النظام المصرفي السعودي

يعد النظام المصرفي السعودي أحد أكثر الأنظمة سلامة وكفاءة في العالم كونه بدأ مساره الحديث مع نشأة مؤسسة النقد العربي السعودي في عام 1952 م، فالنظام المصرفي في المملكة العربية السعودية يتكون من مؤسسة النقد العربي السعودي (SAMA) والتي تعد المصرف المركزي للمملكة العربية السعودية ومن المصارف التجارية، وقد تم تنظيم القطاع المصرفي وفق نظام مراقبة المصارف الصادر بالمرسوم الملكي في عام 1966م، ويقوم مجلس الوزراء بإصدار تراخيص لإنشاء المصارف، وذلك بناء على توصيات من وزير المالية بعد الاطلاع عليها من قبل البنك المركزي، ويشتمل النظام المصرفي السعودي بصورة رئيسية على¹:

أولاً: مؤسسة النقد العربي السعودي (SAMA)

حيث أنشئت مؤسسة النقد العربي السعودي والتي تمثل المصرف المركزي للمملكة العربية السعودية في عهد جلالة الملك عبد العزيز طيب الله ثراه بموجب مرسومين ملكيين صدرتا بتاريخ 1371/7/25 هـ الموافق لـ 1952/04/20 م الأول رقم 30/4/1/1046 وقضى بإنشاء مؤسسة النقد العربي السعودي وأن تكون مدينة جدة مقراً لها وتفتح لها فروعاً في المدن

¹<https://www.saudi-banks.info/44>[Consulter le 09/10/2016]

والأماكن التي تدعو إليها الحاجة، والثاني برقم 30/4/1/1047 باعتماد وثيقة النظام الأساسي لمؤسسة النقد العربي السعودي الملحقة بالمرسوم والأمر بوضعها موضع التنفيذ، وبدأت مؤسسة النقد العربي السعودي مزاوله عملها في مدينة جدة بتاريخ 1372/1/14 هـ الموافق لـ 1952/10/4 م أي مضى حوالي أربع وستون سنة عن تأسيسها، فهي تتولى المحافظة على الاستقرار النقدي والمالي في المملكة إضافة إلى دعم النمو الاقتصادي المتوازن والمستدام، كما وأوكل إليها العديد من المهام بموجب عدة أنظمة وتعليمات ومن أهم هذه المهام الآتي¹:

- القيام بأعمال مصرف الحكومة؛
- سك وطبع العملة الوطنية (الريال السعودي) ودعم النقد السعودي وتوطيد وتثبيت قيمته الداخلية والخارجية، بالإضافة إلى تقوية غطاء النقد؛
- إدارة احتياطات المملكة من النقد الأجنبي؛
- إدارة السياسة النقدية للمحافظة على استقرار الأسعار وأسعار الصرف؛
- تشجيع نمو النظام المالي وضمان سلامته؛
- مراقبة المصارف التجارية والمشتغلين بأعمال مبادلة العملات؛
- مراقبة شركات التأمين التعاوني وشركات المهن الحرة المتعلقة بالتأمين؛
- مراقبة شركات التمويل؛
- مراقبة شركات المعلومات الائتمانية.

ثانياً: المصارف السعودية

هناك أقل من 20 مصرف تجاري رئيسي في المملكة العربية السعودية، والوضع يتمثل باحتكار القلة، حيث تسيطر المصارف الأربعة الكبرى (البنك الأهلي التجاري، مصرف الراجحي؛ ومجموعة سامبا المالية وبنك الرياض) على نحو 60% من الأصول²، كما ولبعض المصارف الأجنبية فروع مشتركة في المملكة قد يضمن ذلك إلى حد ما تقديم خدمة متميزة لكل العملاء السعوديين المحتكين بالجمال المصري، دون أن ننسى الأعمال المصرفية الإسلامية الملتزمة بالشرعية التي تحرم دفع الفائدة التقليدية على

¹<http://www.sama.gov.sa/ar-sa/About/Pages/SAMAFUNCTION.aspx> [Consulter le 10/10/2016]

²<https://chronicle.fanack.com/ar/saudi-arabia/economy/#%D8%A7%D9D9%8A> [Consulter le 11/10/2016]

القروض (الربا) التي تشكل جزءاً هاماً من القطاع المصرفي السعودي، حيث تعتبر المملكة العربية السعودية من أكبر الأسواق العالمية للأعمال المصرفية والخدمات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية (سنتطرق إلى النشاط المصرفي الإسلامي في المملكة لاحقاً). وبشكل عام تقدم المصارف العاملة في المملكة العربية السعودية و فروع المصارف الأجنبية المرخصة خدمة جليلة للسوق السعودي من حيث تشجيع الاستثمار ودفعه للأمام، والجدول (1-3) يوضح المصارف السعودية وفروع المصارف الأجنبية المرخص لها من قبل مؤسسة النقد العربي السعودي:

الجدول رقم (1-3): المصارف السعودية وفروع المصارف الأجنبية المرخص لها حتى سنة 2016م

المصارف السعودية	فروع المصارف الأجنبية المرخصة
البنك الأهلي التجاري	بنك الخليج الدولي
البنك السعودي البريطاني	بنك الإمارات دبي الوطني
البنك السعودي الفرنسي	بنك البحرين الوطني
البنك السعودي الهولندي	بنك الكويت الوطني
البنك السعودي للاستثمار	بنك مسقط
البنك العربي الوطني	دويتشه بنك
بنك البلاد	بي إن بي باريا
بنك الجزيرة	جي بي مورقان تشير إن آيه
بنك الرياض	بنك باكستان الوطني
مجموعة سامبا المالية (سامبا)	ستيت بنك أوف إنديا
مصرف الراجحي	بنك تي سي زراعات بانكاسي
مصرف الإنماء	بنك الصين للصناعة والتجارة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المتوفرة في موقع مؤسسة النقد العربي السعودي الإلكتروني

ومن الملاحظ أن المصارف السعودية عملت ومازالت تعمل على توسيع وتطوير خدماتها المصرفية وفقا لمتطلبات العصر، وكذا العمل على أساس نموذج العمل المصرفي الشامل لتلبية الاحتياجات المتزايدة للعملاء من الخدمات المصرفية الحديثة، حيث يمكن تلخيص أهم هذه الخدمات فيما يلي¹:

- 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 الانترنت المصرفية لتنفيذ معاملاتهم المصرفية في أي وقت ومن أي مكان؛
- خدمات الهاتف المصرفي وتشمل خدمة الاستفسار عن الرصيد أو التحويل إلى حساب آخر عن طرق الهاتف،...؛
- خدمة الرسائل النصية القصيرة وتعتبر من أحدث الخدمات الإلكترونية التي تقدمها البنوك لعملائها بحيث تتيح لهم استقبال رسائل قصيرة على الجوال الخاص بهم لمعرفة العمليات التي تمت على حساباتهم؛
- خدمة سداد، صممت لسداد فواتير الخدمات مثل الكهرباء والهاتف وغيرها لعملاء البنك؛
- خدمة القروض الشخصية و خدمة البيع بالتقسيط اللذان يكون فيهما سداد المبلغ على أقساط مع إضافة فوائد؛
- الخدمات المصرفية الإسلامية كالمراجحة والإجارة، المشاركة، بطاقات الائتمان الإسلامية، الصناديق الاستثمارية الإسلامية،... وغيرها؛
- خدمات الاستثمار، حيث تقدم البنوك السعودية خدمات الاستثمار عن طريق الشركات التابعة لها والتي تتولى إدارة الخدمات والمنتجات الاستثمارية التي يوفرها البنك لعملائه؛
- خدمات الخزينة مثل: بحيث تقدم البنوك للعملاء جملة من الخدمات مثل: عقود الصرف الأجنبي الفورية والآجلة، بيع وشراء المعادن الثمينة، وغيرها؛
- توفير خطابات الضمان والحوالات؛
- الاعتماد المستندي والتحصيل المستندي؛
- تقديم الحلول التمويلية للشركات؛

¹ تغريد حسن عبد الله بلخير، "مدخل مقترح لتقويم الأداء المالي للبنوك التجارية السعودية في ضوء مقررات لجنة بازل: دراسة تطبيقية"، مذكرة ماجستير في المحاسبة، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة- المملكة العربية السعودية-، جوان 2011م، ص(35-39).

- صناديق الأمانات، بحيث توفر البنوك هذه الصناديق للعملاء لحفظ الوثائق الهامة والممتلكات؛
- خدمة بطاقات الائتمان بالإضافة إلى خدمة صرف الرواتب وبطاقات الرواتب؛

المطلب الثالث: تقييم القطاع المصرفي السعودي

يتمتع القطاع المصرفي السعودي برأس مال متين وجيد ويتسم بالربحية والسيولة وهو أكبر قطاعات النظام المالي السعودي مما جعله يتمتع بمقاومة عالية أمام الانخفاض الحاد في أسعار النفط¹، كما بلغ عدد المصارف العاملة بالمملكة العربية السعودية 25 مصرفاً بنهاية الربع الثالث لسنة 2015م منها 12 مصرفاً وطنياً، ولدى جميع المصارف مجتمعة شبكة واسعة تبلغ 1989 فرعاً بالإضافة إلى 17223 جهاز صراف آلي موزعة في المصارف العاملة بالسعودية².

وبالرجوع إلى التقارير والإحصائيات السنوية التي تقدمها مؤسسة النقد العربي السعودي التي تمثل المصرف المركزي للمملكة العربية السعودية وتعتبر جهاز التنظيم الأكثر حداثة ومهنية في القطاع المصرفي في منطقة الخليج، قمنا برصد أحدث التطورات التي شهدتها القطاع المصرفي السعودي خلال 2015م وبعض مؤشرات الأداء المالي للنشاط المصرفي في السعودية التي رأينا أنها تتناسب مع موضع دراستنا، وهي كالتالي:

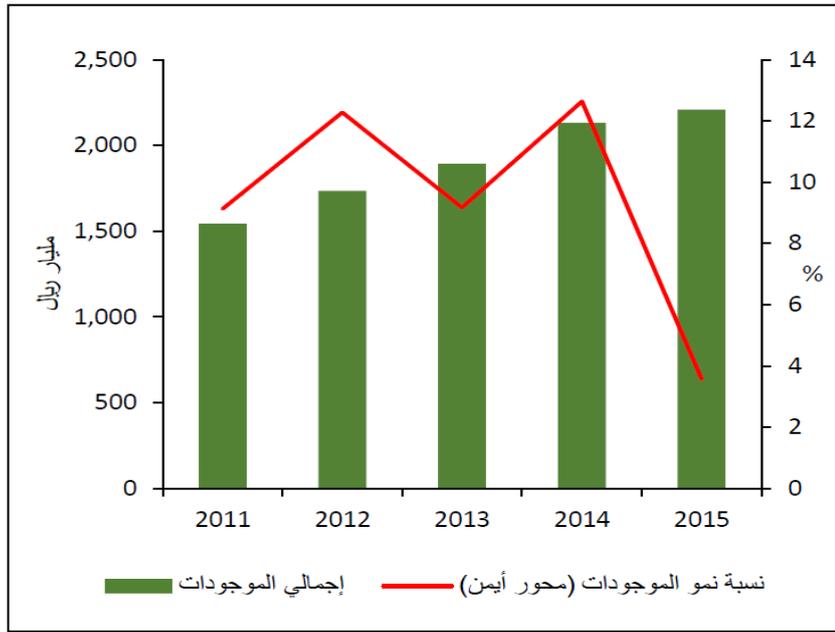
- أصول المصارف: بالرغم من الظروف الاقتصادية والمالية العالمية والمحلية، استمر القطاع المصرفي السعودي في النمو وإن كان بوتيرة أقل، حيث وصلت نسبة أصول المصارف إلى إجمالي الناتج المحلي في عام 2015م إلى 91.2% مقارنة بالعام السابق 2014م بنسبة 75.6% من إجمالي الناتج المحلي، وقد يرجع هذا الارتفاع إلى بطء نمو إجمالي الناتج المحلي الناجم عن تراجع إيرادات النفط، وبالتالي يمكن لهذه الأصول أن تدعم النشاط الاقتصادي بصفة عامة والنمو الاقتصادي للدولة بصفة عامة إذا ما استخدمت بشكل فعال؛

أما عن قاعدة أصول القطاع المصرفي السعودي فقد نمت في عام 2015م بنسبة 3.6% لتصل إلى 2.2 تريليون ريال كما هو موضح في الشكل (3-1) أي أقل من متوسط النمو للسنوات الخمس الماضية البالغ 9.3%.

¹ تقرير الاستقرار المالي 2016 م لمؤسسة النقد العربي السعودي.

² الإحصائيات السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي 2016.

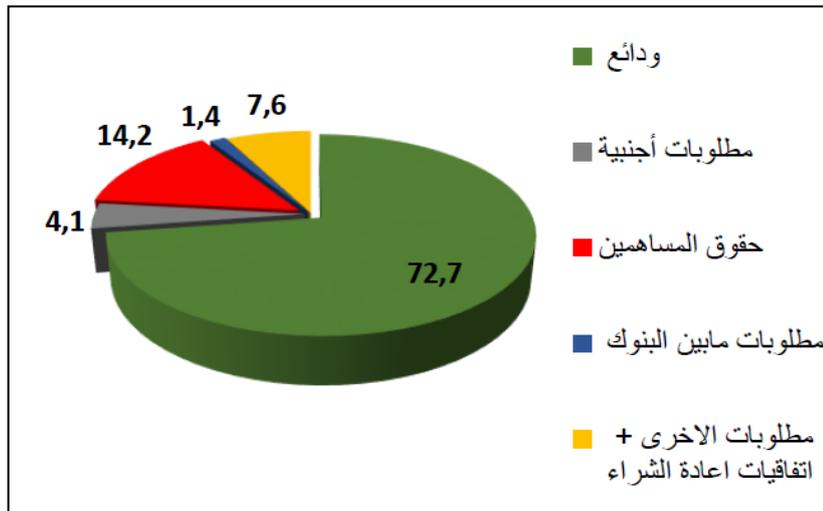
الشكل رقم (3-1): اتجاه نمو أصول المصارف في المملكة



المصدر: تقرير الاستقرار المالي لسنة 2016م لمؤسسة النقد العربي السعودي

- **مطلوبات المصارف:** في القطاع المصرفي السعودي واصلت الودائع المصرفية نموها عبر السنين بشكل مطرد وشكلت ما يقارب 72.7% في المتوسط من مطلوبات المصارف ولم تعتمد كثيرا على الموارد المالية الأجنبية، ذلك أن نموذج العمل للمصارف السعودية ظل منصبا على السوق المحلية مما حد من انكشافه على التقلبات المالية العالمية، والشكل رقم (3-2) يوضح توزيع مطلوبات المصارف في المملكة حتى سنة 2015م والتي جاءت بالترتيب التالي: ودائع، حقوق المساهمين، مطلوبات أخرى مع اتفاقيات إعادة الشراء، مطلوبات أجنبية وأخيرا مطلوبات ما بين البنوك.

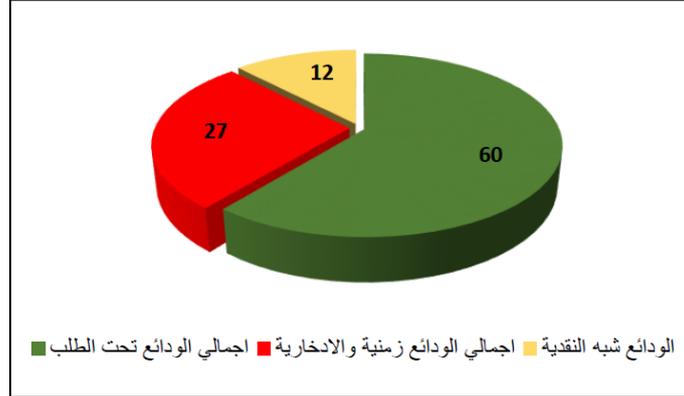
الشكل رقم (3-2): توزيع مطلوبات المصارف في



المصدر: تقرير الاستقرار المالي لسنة 2016م لمؤسسة النقد العربي السعودي

وحسب ما جاء في التقرير السنوي 2016م لمؤسسة النقد العربي السعودي أن معظم الودائع المصرفية في المصارف السعودية تتكون من الودائع بدون فوائد (ودائع تحت الطلب) وتشكل الجزء الأكبر من موارده الخارجية حيث تمثل هذه الودائع نسبة 60.8% من إجمالي الودائع المصرفية، وبالتالي فهي تشكل المصدر الرئيسي للسيولة في النشاط المصرفي ومصدرا هاما للتمويل، والشكل (3-3) يوضح توزيع نسب الودائع المصرفية للمملكة حتى سنة 2015م،

الشكل رقم (3-3): توزيع الودائع المصرفية في المملكة



المصدر: تقرير الاستقرار المالي لسنة 2016م لمؤسسة النقد العربي السعودي

أما عن نسب تواجد هذه الودائع (وودائع دون فوائد) في المصارف، فيعتبر مصرف "الراجحي" الأكثر حصولاً على هذا النوع من الودائع خلال سنة 2014م حيث تمثل الودائع تحت الطلب نحو 89% من إجمالي وودائع المصرف البالغة نحو 256 مليار ريال، ثم يليه مصرف "الأهلي التجاري" بنسبة 76% ثم بنك البلاد بنسبة 73% كما هو موضح في الجدول أدناه.

الجدول رقم (3-2): نسبة الودائع تحت الطلب في البنوك السعودية خلال سنة 2014م (الوحدة مليار ريال)

الفترة	ودائع لأجل وأخرى	ودائع تحت الطلب	إجمالي الودائع	ودائع تحت الطلب / إجمالي الودائع
الراجحي	27.3	228.8	256.1	89 %
الأهلي	81.2	251.9	333.1	76 %
البلاد	9.8	26.9	36.7	73 %
الفرنسي	42.9	102.4	145.3	70 %
سامبا	56.1	107.7	163.8	66 %
ساب	59.3	86.6	145.9	59 %
الإتماء	27.4	32.0	59.4	54 %
العربي	60.3	69.3	129.6	53 %
الجزيرة	28.1	26.4	54.6	48 %
الرياض	92.5	71.6	164.1	44 %
الهولندي	46.8	30.0	76.8	39 %
الاستثمار	51.1	19.6	70.7	28 %
الإجمالي	582.8	1053.2	1636.1	64 %

Source: <http://www.argaam.com/ar/article/articleDetail/id/372189> [consulter le 27/10/2016]

إلا أن ارتفاع نسبة الودائع تحت الطلب قد تزيد من مخاطر تباين آجال الاستحقاق بين الموجودات والمطلوبات، وإمكانية تجنب أو تقليص هذه المخاطر يكون من خلال تشجيع الودائع طويلة الأجل مثل الزمنية والادخارية، أما في المصارف الإسلامية فمن المفروض أن يكون التركيز على الوديعة الاستثمارية أكبر من التركيز على الوديعة تحت الطلب بالرغم من أن المصرف الإسلامي لا يدفع أية أرباح عن المبالغ المودعة تحت الطلب ولا يدفع للعملاء أية مصاريف إدارية، ذلك أن النشاط الاستثماري من أهم ما يميز المصرف الإسلامي عن المصرف التقليدي.

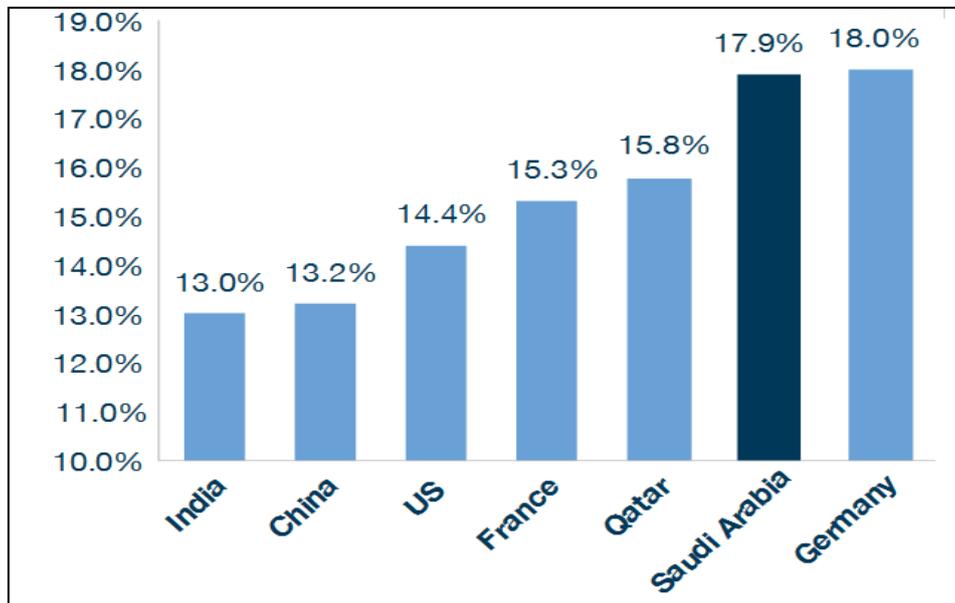
- متانة القطاع المصرفي: حيث أكد وزير المالية الدكتور إبراهيم عساف أثناء ترأسه لوفد المملكة المشارك في الاجتماعات السنوية للبنك وصندوق النقد الدوليين المنعقدة في شهر أكتوبر 2016م على متانة القطاع المصرفي السعودي مشيراً إلى استمرار الأداء الجيد للاقتصاد السعودي بالرغم من انخفاض أسعار النفط وكذا تمتع المصارف المحلية بمستوى عالٍ من كفاية رأس المال ومستويات منخفضة في نسبة الديون المتعثرة¹، هذا ما أكدته تقرير الاستقرار المالي لسنة 2016م لمؤسسة النقد العربي

¹<http://www.al-jazirahonline.com/news/2016/20161010/92392> [consulter le 27/10/2016]

السعودي من خلال ارتفاع الأرباح الإجمالية للمصارف لتبلغ 43.7 مليار ريال بحلول نهاية عام 2015م أي بنمو بلغ 6.3% مقارنة بالعام السابق حيث لا يزال صافي دخل الفائدة المحرك الرئيسي للربح.

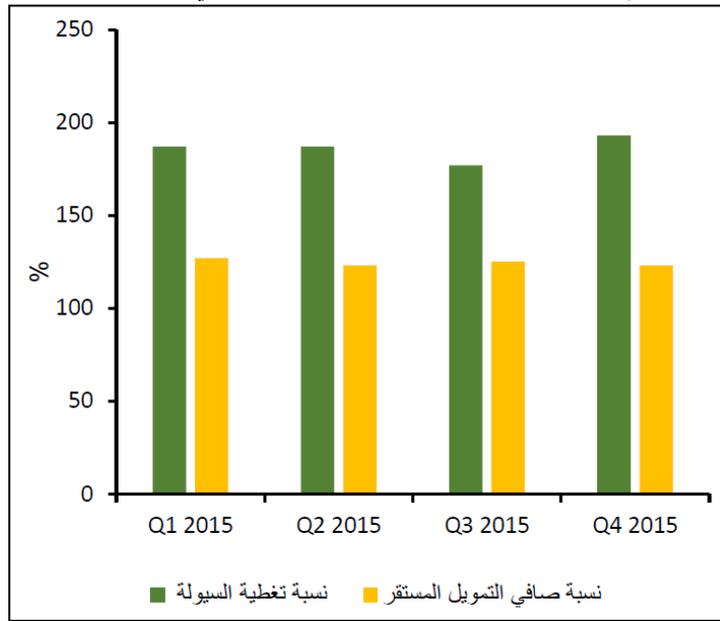
يضاف إلى مؤشر الربحية رأس المال التنظيمي وجودة الأصول كأحد العوامل المحدد لمئات القطاع المصرفي السعودي، بحيث يلزم الإطار التنظيمي الاحترازي لمؤسسة النقد العربي السعودي المصارف بالحفاظ على مستويات رأس المال بما يزيد عن الحد الأدنى لمتطلبات لجنة بازل، حيث أدرجت جميع المصارف نسبة كفاية رأس المال لبازل 3 في قوائمها المالية اعتباراً من مارس 2013م، وسجل القطاع المصرفي السعودي خلال سنة 2014م نسبة كفاية رأس المال بلغت 17.9% كما هو موضح في الشكل (3-4) وهذا يعني أن القطاع المصرفي السعودي يتمتع بمستوى عال من رأس المال أي له قدرة عالية على تسديد التزاماته ومواجهة أي خسائر قد تحدث في المستقبل، أما عن السيولة فقد ظلت في النظام المصرفي السعودي عند مستويات جيدة نتيجة لوجود احتياطات سيولة كافية هذا ما يترجمه تجاوز المصارف السعودية لمتطلبات الحد الأدنى للسيولة لبازل (3) لكل من نسبة تغطية السيولة ونسبة صافي التمويل المستقر كما هو موضح في الشكل (3-5)؛

الشكل رقم (3-4): معدلات كفاية رأس المال لسنة 2014م



Source : www.aljaziracapital.com.sa/report_file/ess/SPE-273.pdf [consulter le 03/11/2016]

الشكل رقم (3-5): نسبة تغطية السيولة ونسبة صافي التمويل المستقر



المصدر: تقرير الاستقرار المالي لسنة 2016م مؤسسة النقد العربي السعودي

بعد السابق ذكره عن متانة القطاع المصرفي السعودي لا بد من الإشارة إلى مبادرات مؤسسة النقد العربي السعودي لإنشاء

قطاع مالي متين والمتمثلة أساساً في¹:

- تعزيز تنظيمات التعافي ومعالجة المؤسسات المتعثرة؛
- تبني المعايير المحاسبية الدولية وتطوير الإطار الرسمي للسياسات الاحترازية الكلية؛
- تطوير التقنية المالية وتطبيق المتطلبات التنظيمية؛
- إنشاء صندوق حماية الودائع.

المطلب الرابع: ملامح النشاط المصرفي الإسلامي في المملكة العربية السعودية

أدت المملكة العربية السعودية دوراً هاماً وعدت نقطة تحول فعالة خلال سبعينيات العقد الماضي فيما يخص تفعيل فكرة الصيرفة الإسلامية حتى أن هناك من شبهها بغرفة العمليات لنشر فكرة الصيرفة الإسلامية وتطبيقها عملياً وتسويقها عبر مركزها المالي لتمويل المؤتمرات ومراكز البحوث التي تخص المصارف الإسلامية، حيث أنه بالرجوع إلى السنوات السابقة من تاريخ الصناعة المصرفية الإسلامية وبالتحديد إلى سنة 1969م أين تجاوزت تطلعات الدول العربية والإسلامية المنضوية في منظمة المؤتمر الإسلامي بقيادة المملكة العربية السعودية باعتبارها الدولة الغنية بمواردها النفطية وذات الفوائض المالية الكبيرة إلى أبعد من التفاعل

¹ تقرير الاستقرار المالي لسنة 2016م مؤسسة النقد العربي السعودي.

السياسي حتى أصبحت تحمل طابع اقتصادي تكافلي تكاملي أكدته على أرض الواقع انعقاد مؤتمر القمة الإسلامية الأول بالرباط في 1969/9/25م الذي أثمر عام 1973م في جدة انعقاد مؤتمر وزارة مالية الدول الأعضاء بحيث شمل مختلف الجوانب النظرية الناجمة لإقامة مصارف إسلامية، ليكون التطبيق عام 1975م من خلال البنك الإسلامي للتنمية الأول في السعودية والعالم الإسلامي الذي يهدف بالأخص لدفع وتيرة التنمية الاقتصادية والاجتماعية لشعوب الدول الأعضاء والمجتمعات الإسلامية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، وانطلاقاً من هذه البداية وتكملة لذلك فقد توالى بعد ذلك تأسيس عدة مصارف وفروع للمصارف الإسلامية داخل المملكة وخارجها نتيجة للطلب المتزايد عليها¹، حيث بلغ حجم أصول التمويل الإسلامي في المملكة 338 مليار دولار أمريكي أي بنسبة 53% مقارنة بالتمويل التقليدي الذي بلغ نسبة 47% بنهاية 2014م، وبالتالي فهي تحتل المرتبة الثانية بعد ماليزيا، ومن العوامل الرئيسية التي ساهمت في التمويل الإسلامي المحلي هي: قطاع النفط و الأغلبية المسلمة في المملكة التي تجاوزت 29 مليون نسمة، وبالتالي أصبحت المملكة العربية السعودية تعد ثاني أكبر سوق في العالم لإدارة الأصول الإسلامية بعد ماليزيا بما يقارب قيمة 12 مليون دولار أمريكي من الأصول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تحت الإدارة².

أما مكونات سوق التمويل الإسلامي السعودي لسنة 2014م فيمكن توضيحها بالنسب التالية:

الشكل رقم (3-6): سوق التمويل الإسلامي في المملكة العربية السعودية



Source: Saudi Arabia, Islamic Finance Report, November 2015, Jeddah Chamber, Kingdom of Saudi Arabia

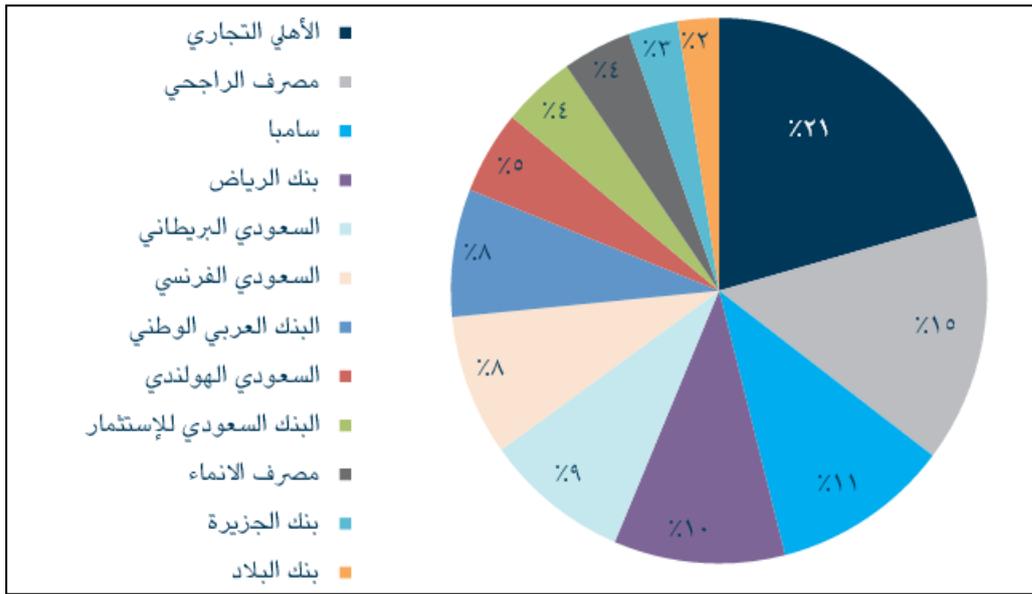
كما بلغ إجمالي عدد المصارف المدرجة في السوق المالي السعودي كما ذكرنا سابقاً 12 مصرفاً منها 4 مصارف تتوافق أعمالها كلياً مع الشريعة الإسلامية وهي: مصرف الراجحي، مصرف الإنماء، بنك البلاد، بنك الجزيرة التي تمثل مجتمعة نسبة

¹ حيدر يونس كاظم الموسوي، "أثر الأداء المال للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية - الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة (1995-2007)", أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، قسم الاقتصاد، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة - العراق، 2009م، ص(118-119).

² Saudi Arabia, Islamic Finance Report, November 2015, Jeddah Chamber, Kingdom of Saudi Arabia.

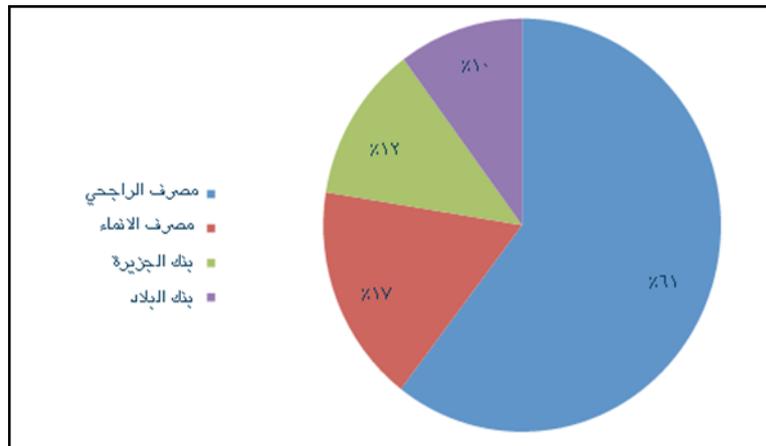
24% من إجمالي الحصة السوقية لإجمالي الأصول المصرفية للمصارف السعودية خلال الربع الأول من سنة 2016 م انظر الشكل (3-7) الذي يوضح حصص كل مصرف بالترتيب، أما الشكل رقم (3-8) فيوضح أن مصرف الراجحي يسيطر على ما يقارب 61 % من إجمالي الحصة السوقية للبنوك المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وبالتالي يعتبر أكبر مصرف إسلامي في المملكة العربية السعودية.

الشكل رقم (3-7): الحصة السوقية لإجمالي الأصول المصرفية للمصارف السعودية -الربع الأول 2016م



المصدر: التقرير الربعي للجزيرة كابيتال لقطاع المصارف السعودي (الربع الأول: ماي 2016م)

الشكل رقم (3-8): الحصة السوقية لأصول المصارف المتوافقة مع الشريعة الإسلامية - الربع الأول 2016م



المصدر: التقرير الربعي للجزيرة كابيتال لقطاع المصارف السعودي (الربع الأول: ماي 2016م)

المبحث الثاني: الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية

أردنا من خلال هذا المبحث أن نعطي صورة عامة عن نشأة وتطور الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية باعتبارها الدولة العربية السبابة لإنشاء الصناديق الاستثمارية من خلال إنشاء البنك الأهلي التجاري لأول صندوق استثماري سنة 1979م، وأردنا أيضا التعرف على أهم أنواع الصناديق الاستثمارية وكيفية توزيعها في المملكة العربية السعودية حسب لائحة الصناديق الاستثمارية الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية، وفي الأخير تعرضنا إلى الصناديق الاستثمارية المطروحة من قبل المصارف الإسلامية العاملة بالمملكة العربية السعودية من خلال الشركات الاستثمارية التابعة لها والمدرجة في السوق المالي السعودي (تداول) إلى غاية شهر نوفمبر لسنة 2016م.

المطلب الأول: إنشاء الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية وتطورها

على الصعيد العربي كانت المملكة العربية السعودية الأسبق في خوض هذه التجربة كما وضحنا في الفصول السابقة، حين أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" في ديسمبر 1979م في حين صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في المملكة في بداية عام 1993م، ثم استمرت المصارف السعودية في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية بمختلف أنواعها نتيجة لنجاح هذه التجربة¹ علما أن إدارة هذه الصناديق انتقلت حاليا إلى شركات الوساطة المرخص لها من هيئة السوق المالية²، وبالإمكان الاطلاع على قائمة الصناديق الاستثمارية بالمدير والفئة من خلال موقع السوق المالية السعودية (تداول) الإلكتروني أو من خلال موقع هيئة السوق المالية³؛

وقد حقق قطاع صناديق الاستثمار نموا متزايدا في المملكة، حيث استمر إنشاء الصناديق الاستثمارية المملكة ليصل عددها إلى 262 صندوقا استثماريا سنة 2008م ثم انخفض هذا العدد ليصل إلى 236 صندوقا بنهاية سنة 2012م نتيجة التصفية التي طالت عددا من الصناديق الاستثمارية العاملة بالمملكة بسبب التأثير بالأزمة المالية العلمية⁴، ومن ثم شهد إنشاء الصناديق الاستثمارية تزايدا مضطربا إلى أن بلغ سنة 2015م إلى 270 صندوقا منوعة بين الصناديق المفتوحة والصناديق المغلقة كما هو مبين في الشكل (3-9)، والملاحظ في هذا الأخير أن عدد الصناديق الاستثمارية المفتوحة (261 صندوق) قارب

¹ هيئة السوق المالية، صناديق الاستثمار، ص 2 على الرابط

https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_3.pdf#search=booklet

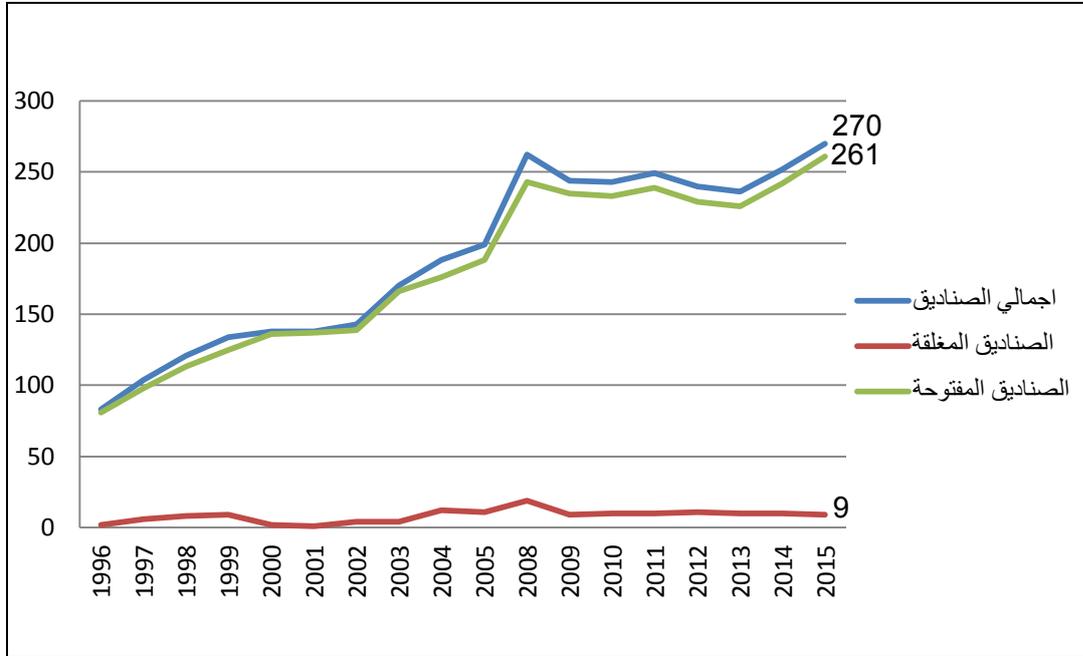
² http://www.aleqt.com/2011/05/16/article_538586.html [consulter le 25/09/2016]

³ <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/mutual-funds> & www.cma.org.sa/Market/imf/Pages/default.aspx

⁴ كحلي فتحة، "تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية - دراسة تجارب بعض الدول -"، مرجع سابق، ص 123.

إجمالي عدد الصناديق الاستثمارية في المملكة فقط بفارق 9 صناديق استثمارية والتي تمثل عدد الصناديق المغلقة، وهذا راجع إلى تفضيل المستثمرين لهذا النوع من الصناديق نظرا للمرونة والمميزات التي توفرها.

الشكل رقم (3-9): عدد الصناديق الاستثمارية (المفتوحة والمغلقة) العاملة بالمملكة



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الإحصائيات السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي لسنة 2016

أما الشكل (3-10) فيلاحظ من خلاله أن عدد المشتركين في هذه الصناديق قد شهد تزايدا مضطربا إلى غاية 2005م حيث وصل عدد المشتركين إلى 568284 مشتركا ثم أخذ هذا العدد في التناقص إلى أن بلغ 236977 مشترك بنهاية سنة 2015م بالرغم من تزايد إنشاء الصناديق الاستثمارية خلال نفس الفترة ويعود السبب في ذلك إلى انخيار السوق المالية السعودية في سنة 2006م أين راح ضحية هذا الانخيار الكثير من المستثمرين وفقدت الشركات المدرجة نحو 2 تريليون ريال (باستثناء شركة واحدة وهي شركة "جرير" التي حافظت على مستوى سهمها منذ ذلك الوقت)¹، ولقد أرجع البعض عدة أسباب في حدوث هذا الانخيار منها: أسباب هيكلية كإخفاض كفاءة وشفافية السوق منذ تأسيسها والتي لم تعالج حتى الآن حسب رأيهم²، أيضا أسباب أخرى متعلقة بتراجع أسعار النفط باعتباره أقوى العوامل التي تتحكم بالسوق خاصة عند الانخفاض وما ينجم عنه من نقص الثقة وانتشار الخوف في أوساط المستثمرين، إضافة إلى أسباب أخرى زادت من مستويات المخاطرة في السوق أهمها الإفراط

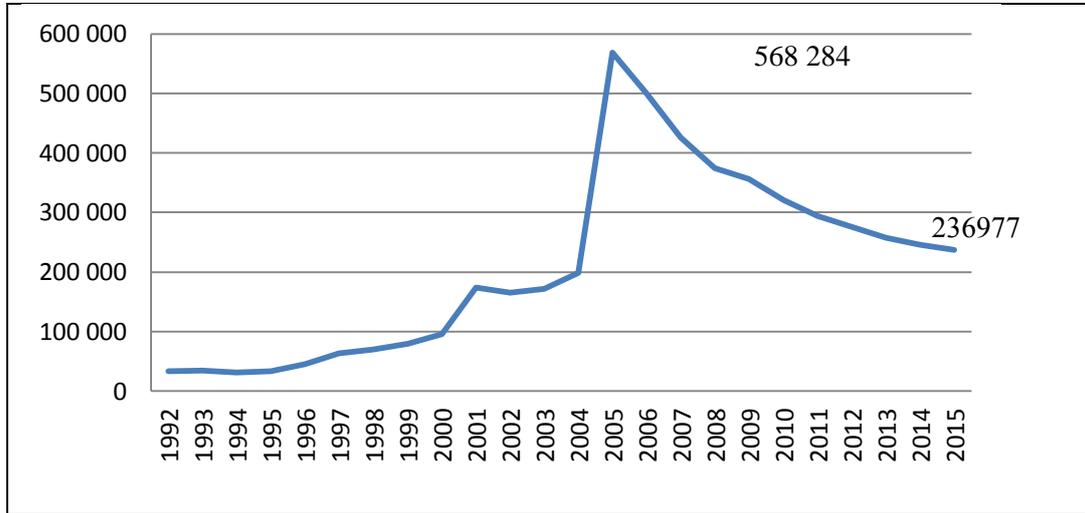
¹ سعد العنزي، مقالة بعنوان "2 تريليون ريال خسائر الانهيار الكارثي لسوق الأسهم في 2006"، متاحة على الرابط

<http://www.alyaum.com/article/3073308>

²<http://twasul.info/118798/> [consulter le 4/12/2016]

في منح القروض والتسهيلات من القطاع البنكي¹، هذا ما أسفر عنه انخفاض عدد المشتركين بداية من نهاية سنة 2005م الموضوع في ذات الشكل.

الشكل رقم (3-10): عدد المشتركين في الصناديق الاستثمارية العاملة بالمملكة

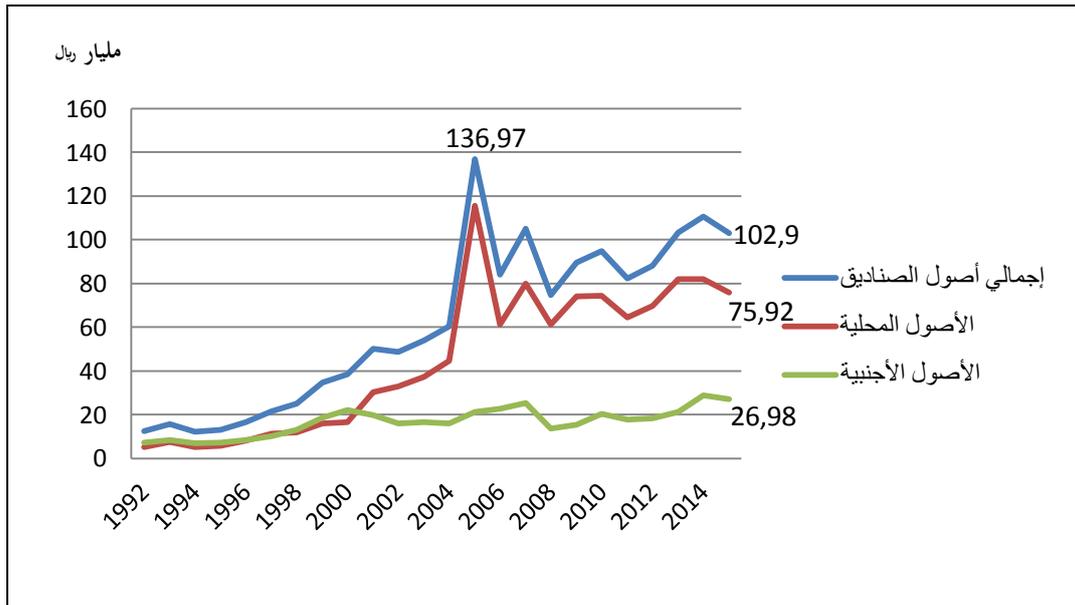


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الإحصائيات السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي لسنة 2016

أما من حيث إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية فقد وصل إلى 102,90 مليار ريال سنة 2015م، وتعتبر هذه القيمة

منخفضة مقارنة ببداية سنة 2005م أين بلغ إجمالي أصول الصناديق 136,97 مليار ريال كما يوضحه الشكل أدناه

الشكل رقم (3-11): إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية العاملة بالمملكة



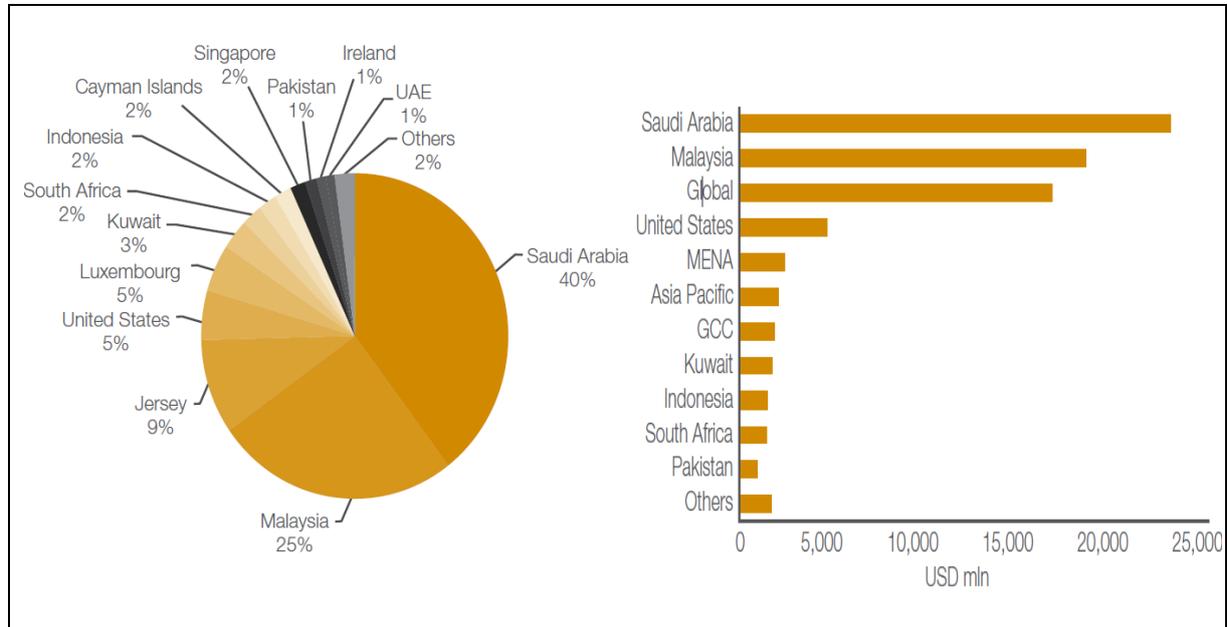
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الإحصائيات السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي لسنة 2016

¹<http://www.alriyadh.com/608565> [consulter le 4/12/2016]

وقد يرجع هذا الانخفاض إلى تراجع عدد المشتركين ابتداء من نهاية سنة 2005م للأسباب السابقة الذكر، أما عن مكونات هذه الأصول فقد قسمت إلى أصول محلية وأصول أجنبية بقيمة 75,92 مليار ريال و26,98 مليار ريال على التوالي، كما يتضح من الشكل (3-11) أن أكثر من نصف مكونات أصول الصناديق الاستثمارية العاملة بالمملكة هي أصول محلية وقد يرجع هذا التفضيل إلى تبني مفهوم "خدمة البيئة المحلية المحيطة" بمعنى أن تكون البيئة المحلية المحيطة هي الاهتمام رقم واحد والتي على أساسها يوظف فيها المستثمرون أموالهم، إذ يشعرون هذا بالراحة والاطمئنان على أن أموالهم موظفة في مشروعات تخدمهم وقريبة منهم¹، مما يدعم عناصر الثقة بينهم وبين هذه الأدوات الاستثمارية؛

أما صناعة الصناديق الاستثمارية الإسلامية في المملكة العربية السعودية وكما أشرنا في الفصل السابق أنها احتلت المركز الأول من حيث التركيز الجغرافي لأصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية حسب ما جاء في تقرير مجلس الخدمات المالية الإسلامية لسنة 2015م والموضح في الشكل أدناه (3-12)، حيث استحوذت المملكة العربية السعودية على نسبة 40% من إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية بنهاية عام 2014م متفوقة بذلك ماليزيا التي بلغت 25%.

الشكل رقم (3-12): التركيز الجغرافي لأصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية نهاية الربع الثالث من سنة 2014م



Source: Islamic Financial Services Board (IFSB), Islamic Financial Services Industry – Stability Report May 2015- Malaysia, p 23.

¹ عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية، مرجع سابق، ص 126.

المطلب الثاني: أنواع الصناديق الاستثمارية وتوزيعها في المملكة العربية السعودية

حسب لائحة الصناديق الاستثمارية الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية¹ بموجب القرار رقم 1-219-2006م وتاريخ 3-12-1427هـ الموافق لـ 24-12-2006م بناء على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 بتاريخ 2-6/1424هـ المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم 1-16-2016 الموافق لـ 23/5/2016م فقد حددت المجالات الاستثمارية التي يمكن لمدير الصندوق استثمار أصول وأموال الصندوق الاستثماري فيها وهي:

- الأوراق المالية؛
- صفقات سوق النقد المبرمة من طرف خاضع لتنظيم مؤسسة النقد أو لهيئة رقابية ماثلة للمؤسسة خارج المملكة؛
- الودائع البنكية لدى بنك محلي أو المنشآت الخاضعة لهيئة رقابية ماثلة للمؤسسة النقد خارج المملكة؛
- الأصول العقارية؛
- السلع.

ولتوضيح هذه الأنواع بلغة الأرقام قمنا بإحصاء عدد من الصناديق الاستثمارية المتوافقة وغير المتوافقة مع الشريعة

الإسلامية المدرجة في السوق المالي السعودي للتداول والمطروحة طرحا عاما من خلال الجدول الموالي:

¹ يمكن الاطلاع على لائحة صناديق الاستثمار المتاحة على الرابط :

<https://cma.org.sa/RulesRegulations/Regulations/Documents/IFRs%20Regulations-%20Final%20Arabic.pdf>

الجدول رقم (3-3): توزيع الصناديق الاستثمارية المدرجة في السوق المالي السعودي

إلى غاية 2016/11/23م

عدد الصناديق الغير متوافقة مع الشريعة	عدد الصناديق المتوافقة مع الشريعة	فئة الصندوق	
23	79	المحلية	صناديق الأسهم
09	19	عالمية/دولية	
03	01	أمريكية	
02	01	أوروبية	
05	02	آسيوية	
01	04	خليجية	
05	23	عربية	
03	04	صناديق أدوات الدين دولية	
03	02	دولية	صناديق أسواق النقد
06	06	محلية	
00	07	مراحة بعملات أجنبية	
00	20	مراحة بالريال السعودي	
00	03	صناديق قابضة	
00	04	محلية	صناديق متوازنة
11	11	دولية	
00	12	صناديق عقارية	
00	04	صناديق متعددة الأصول	
00	03	صناديق أخرى	
71	205	المجموع	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المتاحة في السوق المالي السعودي (Tadawul)

يتضح من الجدول أعلاه أن أغلبية الصناديق الاستثمارية في المملكة تستثمر في الأسهم، بحيث وصل إجمالي عدد صناديق

الأسهم المدرجة في السوق المالي السعودي بتاريخ 2016/11/23م إلى 177 صندوق أي نسبة فاقت 64% من إجمالي

الصناديق الاستثمارية المتداولة في السوق البالغ عددها في نفس التاريخ 276 صندوق (270 صندوق أنشئت بنهاية سنة 2015م و06 صناديق أنشئت قبل تاريخ 23 نوفمبر 2016م).

المطلب الثالث: الصناديق الاستثمارية التابعة للمصارف الإسلامية العاملة بالمملكة العربية السعودية

إن توسيع وتطوير الخدمات المصرفية الإسلامية وفقا لمتطلبات العصر ولاحتياجات العملاء أصبحت من أقصى اهتمامات المصارف الإسلامية (وحتى غير الإسلامية)، وباعتبار أن الصناديق الاستثمارية الإسلامية من أحدث وأهم صيغ تعبئة المدخرات في الوقت الحاضر وواحدة من أبرز الابتكارات التمويلية التي عرفت تطورا ملحوظا في العالم و قبولا كبيرا خصوصا من صغار المستثمرين (كما أشرنا في الفصول السابقة)، لذلك أنشأت المصارف الإسلامية (وحتى غير الإسلامية) العاملة بالمملكة عددا من الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وهذا لجذب عدد أكبر من المستثمرين وكذا لتوفير خدمات أكثر لعملائه لكسب رضاهم من ناحية والمحافظة عليهم من ناحية أخرى؛ و الجدول الموالي يوضح عدد الصناديق الاستثمارية المطروحة طرحا عاما والمنشأة من قبل الشركات الاستثمارية التابعة لهذه المصارف السعودية حتى تاريخ 20/11/2016م.

الجدول رقم (3-4): عدد الصناديق الاستثمارية التي طرحتها المصارف السعودية طرحا عاما والمدرجة في السوق المالي السعودي حتى نوفمبر 2016م

عدد الصناديق الاستثمارية الغير متوافقة مع الشريعة	عدد الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة	المصارف السعودية
00	31	البنك الأهلي التجاري
01	18	البنك السعودي البريطاني
04	10	البنك السعودي الفرنسي
09	07	البنك السعودي الهولندي ¹
05	04	البنك السعودي للاستثمار
07	07	البنك العربي الوطني
00	07	بنك البلاد
00	12	بنك الجزيرة
22	14	بنك الرياض
10	08	مجموعة سامبا المالية (سامبا)
00	13	مصرف الراجحي
00	05	مصرف الإنماء
58	136	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على موقع السوق المالي السعودي (Tadawul)

وفيما يلي رصد للصناديق الاستثمارية التي طرحتها المصارف الإسلامية العاملة بالمملكة إلى غاية نهاية شهر نوفمبر 2016م.

الفرع الأول: صناديق استثمار مصرف الراجحي

بدأ مصرف الراجحي أحد أكبر المصارف الإسلامية في العالم نشاطه عام 1957م، ويتمتع هذا المصرف بخبرة تمتد لأكثر من 58 عاما في مجال الأعمال المصرفية والأنشطة التجارية ومقره الرياض بالمملكة العربية السعودية، كما يتمتع بمركز مالي قوي وهو يدير أصولا بقيمة 307 مليار ريال سعودي أي ما يعادل 80 مليار دولار أمريكي أي بحصة سوقية بلغت 61% من إجمالي

¹ اعتبارا من يوم الأحد 2016/11/27م تغيرت هوية البنك ليصبح مسماه "البنك الأول" بدلا من البنك السعودي الهولندي.

أصول المصارف الإسلامية في المملكة، أما عن رأسماله فقد بلغ 16.25 مليار ريال سعودي (4.3 مليار دولار أمريكي) ويعمل فيه أكثر من 9600 موظفا، كما بلغ عدد فروعه 525 فرعا وهي الأكبر عددا، و4121 جهاز صراف آلي و 51111 أجهزة نقاط بيع ، ولقد حقق مصرف الراجحي أرباحا صافية بلغت 6,836 مليون ريال سعودي خلال العام 2014م، كما أن لديه أكبر قاعدة عملاء بين المصارف السعودية، وله دور رئيسي وأساسي في سد الفجوة بين متطلبات المصرفية الحديثة والقيم الجوهرية للشريعة الإسلامية مشكلا معايير صناعية وتنموية يتخذى بها¹.

ويمكن توضيح الصناديق التابعة لمصرف الراجحي والمطروحة طرحا عاما في الجدول الموالي:

يوم الأربعاء 2 نوفمبر 2016م

الجدول رقم (3-5): صناديق الاستثمار التابعة لمصرف الراجحي حتى سنة 2016م

اسم الصندوق	الفئة	العملة	هدف الصندوق	سعر الوحدة
صندوق الراجحي للنمو المتعدد الأصول	صناديق الأسهم - عالمية/دولية-	دولار أمريكي	تنمية رأس المال	2.2008
صندوق الراجحي المتعدد المتوازن الأصول	صناديق الأسهم - عالمية/دولية-	دولار أمريكي	تنمية رأس المال	2.2507
صندوق الراجحي لأسهم البتروكيماويات والإسمنت	صناديق الأسهم - محلية-	ريال سعودي	تنمية رأس المال	7.5603
صندوق الراجحي للطروحات الأولية	صناديق الأسهم - عالمية/دولية-	ريال سعودي	تنمية رأس المال	8.5777
صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل	صناديق الأسهم - محلية-	ريال سعودي	نمو والدخل	10.6442
الراجحي لتنمية رأس المال وتوزيع الأرباح	صناديق الأسهم - عربية-	ريال سعودي	تنمية رأس المال	77.4233
صندوق الراجحي للأسهم الخليجية	صناديق الأسهم - عربية-	ريال سعودي	تنمية رأس المال	89.8425
صندوق الراجحي للصكوك	صناديق أسواق النقد -محلية-	ريال سعودي	تنمية رأس المال	103.1298
صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول	صناديق الأسهم -عالمية/دولية-	دولار أمريكي	تنمية رأس المال	108.2219
صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالريال	صناديق أسواق النقد -مراجحة بالريال	ريال سعودي	تنمية رأس المال	147.4695
صندوق الراجحي للأسهم العالمية	صناديق الأسهم -عالمية/دولية-	دولار أمريكي	تنمية رأس المال	271.2507
صندوق الراجحي للأسهم السعودية	صناديق الأسهم -محلية-	ريال سعودي	تنمية رأس المال	332.3138
صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار	صناديق أسواق النقد -مراجحة بعملات.أ	دولار أمريكي	تنمية رأس المال	2,153.8707

المصدر: الموقع الإلكتروني للسوق المالية السعودية (تداول)، تاريخ الاطلاع 2016/11/02م

¹ بيانات مأخوذة من الموقع الإلكتروني لمصرف الراجحي www.alrajhibank.com.sa و من الإحصائيات السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي 2016م.

وما يمكن ملاحظته على هذه الصناديق والتي عددها 13 صندوقاً حتى تاريخ 2016/11/02م أن بعضها قدم النشأة مثال ذلك صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الذي يرجع تاريخ إنشائه إلى سنة 1990م والبعض الآخر يعد حديثاً ومثال ذلك صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل الذي أنشئ خلال سنة 2016م، كما تجدر الإشارة إلى أن جميع صناديق الراجحي الاستثمارية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وتدار من قبل شركة الراجحي المالية¹ كما أن أغلبها تهدف إلى تنمية رأس المال وتستثمر في الأسهم سواء العالمية أو الدولية، المحلية وحتى العربية، كما وتتم إدارة الصناديق الاستثمارية باحترافية بواسطة مدراء الصناديق الخبراء وتتم توفيرها عبر شبكة واسعة من المراكز الاستثمارية وخبراء الشركة المختصين بالاستثمار في جميع أنحاء المملكة، أما عن سعر وحدة كل صندوق فهي تختلف من صندوق لآخر ذلك أن أداء الصناديق الاستثمارية كغيرها من الأدوات الاستثمارية تتأثر بعوامل مختلفة تبعاً لتأثر الأوراق المالية المدرجة فيها، مما ينعكس على أداء الصندوق إجمالاً وقيمة وحدته حيث كلما زادت قيمة الوحدة في الصندوق زاد عائد الاستثمار في هذا الصندوق²، ومن خلال الجدول أعلاه يتضح أن سعر وحدة صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الأكبر مقارنة مع أسعار وحدات باقي الصناديق، ثم يليها صندوق الراجحي للأسهم السعودية بسعر وحدة 332.3138 ريال سعودي (بتاريخ 2016/11/02م)، وزيادة أو تراجع إقبال المستثمرين على هذه الصناديق التي يترجمها زيادة أو انخفاض عوائد هذه الصناديق؛

الفرع الثاني: صناديق استثمار مصرف الإنماء

يعد مصرف الإنماء أحد أكبر المصارف السعودية المؤسسة من حيث رأس المال، حيث تأسس مصرف الإنماء من قبل ثلاثة صناديق حكومية سعودية في 28 مارس 2006م وهي الصندوق السعودي العربي للاستثمارات العامة (GIF)، وصندوق التقاعد العام في المملكة العربية السعودية (GRF) والمؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية (GOSI) يملك كل منهم 10% من أسهم المصرف³، وفي أبريل 2008 م جمع البنك الإسلامي المدعوم من الدولة 2.8 مليار دولار أمريكي في أكبر مبيعات الأسهم الأولية في المملكة العربية السعودية لمدة خمس سنوات⁴، ليصبح حالياً أحد أهم المصارف الإسلامية للأفراد

¹ شركة الراجحي المالية هي شركة خدمات مالية رائدة توفر لعملائها نطاقاً من المنتجات المالية والخدمات المتنوعة المبتكرة والحائزة على العديد من الجوائز العالمية والمطابقة لأحكام الشريعة الإسلامية، بدأ نشاطها سنة 2008م، فهي شركة الخدمات الاستثمارية المملوكة المسيطر عليها بالكامل مصرف الراجحي، وقد حازت هذه الشركة على جائزة أفضل شركة لإدارة الأصول على مستوى الشرق الأوسط من مجلة «Banker Middle East» (موقع الشركة <http://www.alrajhi-capital.com/ar/Pages/default.aspx>)

² <http://www.cma.org.sa/Ar/awareness/Pages/IFMeasurement.aspx> [consulter le 16/11/2016]

³ معلومات مأخوذة من القوائم المالية لمصرف الإنماء.

⁴ <http://www.arabianbusiness.com/companies/alinma-bank-67044.html> [consulter le 30/11/2016]

والشركات في المملكة، وقد حرص المصرف على التواجد في كافة أنحاء المملكة من خلال إنشاء 69 فرعاً موزعة في المملكة، و1166 جهاز صراف آلي و 11704 نقطة بيع، حيث سعى مصرف الإنماء منذ بدايته على تحقيق رؤيته بأن يكون أفضل مصرف في خدمة الشركاء سواء كانوا أفراداً أو شركات، من خلال تقديمه لمنتجات وخدمات مميزة ومبتكرة بأسلوب ونهج متوافق مع أحكام وضوابط الشريعة الإسلامية، وبهذا النهج فقد حقق هذا المصرف العديد من الأهداف التي يرمي إليها¹. ويمكن توضيح الصناديق الاستثمارية التابعة لمصرف الإنماء والمطروحة طرحاً عاماً في الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-6): صناديق الاستثمار التابعة لمصرف الإنماء حتى سنة 2016م
يوم الأربعاء 2 نوفمبر 2016م

اسم الصندوق	الفئة	العملة	هدف الصندوق	سعر الوحدة
صندوق الإنماء للإصدارات الأولية	صناديق الأسهم - محلية-	ريال سعودي	تنمية رأس المال	8.5753
صندوق الإنماء للسيولة بالريال السعودي	صناديق أسواق النقد-مراجعة بالريال السعودي-	ريال سعودي	الحفاظة على رأس المال	10.5546
صندوق الإنماء المتوازن متعدد الأصول	صناديق متوازنة - محلية-	ريال سعودي	الحفاظة على رأس المال	11.0710
صندوق الإنماء المتحفظ متعدد الأصول	صناديق متوازنة - محلية-	ريال سعودي	تنمية رأس المال	11.5316
صندوق الإنماء للأسهم السعودية	صناديق الأسهم - محلية-	ريال سعودي	تنمية رأس المال	12.4011

المصدر: الموقع الإلكتروني للسوق المالية السعودية (تداول)، تاريخ الاطلاع 2016/11/02م

وما يمكن ملاحظته أيضاً على هذه الصناديق والتي عددها 5 صناديق حتى تاريخ 2016/11/02م أن جميعها حديث النشأة اختلفت تواريخ إنشائها من 2011م إلى 2015م، كما تجدر الإشارة إلى أن جميع صناديق الإنماء الاستثمارية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وتدار من قبل شركة الإنماء المالية² كما أن أغلب أصولها محلية وتهدف إلى تنمية رأس المال، ويظهر من الجدول أعلاه أن سعر وحدة صندوق الإنماء للأسهم السعودية الأكبر مقارنة مع أسعار وحدات باقي الصناديق مما يدل أن أداء هذا الصندوق كان الأفضل إلى يوم الاطلاع (2016/11/2م)، وهذه الباقية المتنوعة من الصناديق الاستثمارية تعكس كافة مستويات المخاطر، ويديرها فريق عمل متمرس يجمع بين التخصص العلمي والعارف والمتمكن بأدوات التحليل المالي وبين الخبرة

¹الموقع الإلكتروني لمصرف الإنماء www.alinma.com

²شركة الإنماء للاستثمار هي شركة مساهمة سعودية مغلقة مملوكة لمصرف الإنماء حيث بدأت ممارسة أعمالها بتاريخ 2010م، لتكون في طليعة الشركات الرائدة في تقديم منظومة متكاملة من المنتجات والخدمات الاستثمارية المتوافقة مع الأحكام والضوابط الشرعية وفق أفضل ما توصلت له التقنية الحديثة في مجال الاتصالات والأنظمة التقنية المتقدمة، ويمكن التعرف على هذه الشركة عن كثب من خلال موقعها الإلكتروني (<http://www.alinmainvestment.com>)

العملية الحافلة بالنجاحات والانجازات ، لإتاحة الفرصة للشركاء استغلال الفرص الاستثمارية في الأسواق المحلية والخليجية لتنمية ثرواتهم وتحقيق تطلعاتهم وأهدافهم الاستثمارية.

الفرع الثالث: صناديق استثمار بنك الجزيرة

تأسس بنك الجزيرة كشركة مساهمة سعودية مسجلة في المملكة العربية السعودية بموجب المرسوم الملكي رقم 46/م الصادر بتاريخ 21 يونيو 1975م، وقد بدأ البنك أعماله بتاريخ 9 أكتوبر 1976م بعد أن استحوز على فروع بنك باكستان الوطني في المملكة العربية السعودية، وما يمكن أخذه بعين الاعتبار من خلال تتبع مراحل تطور هذا المصرف هو سنة 2007م أين نجح المصرف في تحويل جميع عملياته وأنشطته بالكامل مع ما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، وفي ذات العام شهد المصرف زيادة رأسماله المدفوع ليصبح 3 ملايين ريال سعودي جاءت جميعها من الأرباح المحققة، وقد حرص المصرف على التواجد في كافة أنحاء المملكة من خلال إنشاء 76 فرعا موزعة في المملكة، و611 جهاز صراف آلي و7541 نقطة بيع، وقد أصبح بنك الجزيرة يعتبر من المؤسسات المالية القيادية السريعة النمو في السعودية بحيث تضع العميل في مركز اهتمامها، وتعمل دوما على تطوير خدمات ومنتجات مبتكرة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية¹.

ويمكن توضيح الصناديق التابعة لمصرف الجزيرة والمطروحة طرحا عاما في الجدول الموالي:

¹ بيانات مأخوذة من الموقع الإلكتروني لمصرف الجزيرة www.baj.com.sa من الإحصائيات السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي 2016م.

ليوم الأربعاء 2 نوفمبر 2016

الجدول رقم (3-7): صناديق الاستثمار التابعة لمصرف الجزيرة حتى سنة 2016م

اسم الصندوق	الفترة	العملة	هدف الصندوق	سعر الوحدة
صندوق الخير للأسهم العالمية	صناديق الأسهم - عالمية/دولية-	دولار أمريكي	تنمية رأس المال	85.0687
صندوق الجزيرة لأسهم الأسواق العالمية الناشئة	صناديق الأسهم - عالمية/دولية-	دولار أمريكي	تنمية رأس المال	85.2509
صندوق الجزيرة الخليجي للدخل	صناديق الأسهم - عربية-	ريال سعودي	نمو و الدخل	102.7137
صندوق الجزيرة للمشاريع السكنية 2	صناديق عقارية	ريال سعودي	نمو و الدخل	103.2412
صندوق الجزيرة المتنوع المتوازن	صناديق متوازنة - دولية -	ريال سعودي	نمو و الدخل	106.0284
صندوق الجزيرة المتنوع الجسور	صناديق متوازنة - دولية -	ريال سعودي	تنمية رأس المال	106.3168
صندوق الجزيرة المتنوع المتحفظ	صناديق متوازنة - دولية	ريال سعودي	نمو و الدخل	107.0869
صندوق الثريا للأسهم الأوروبية	صناديق الأسهم - عالمية/دولية-	دولار أمريكي	تنمية رأس المال	125.7518
صندوق الجزيرة للمشاريع السكنية	صناديق عقارية	ريال سعودي	نمو و الدخل	126.2768
صندوق المشارق للمتاجرة بالأسهم اليابانية	صناديق الأسهم - عالمية/دولية -	دولار أمريكي	تنمية رأس المال	135.2923
صندوق القوافل للمتاجرة بالسلع	صناديق أسواق النقد-مراجعة بالريال السعودي	ريال سعودي	الحفاظة على رأس المال	137.1628
صندوق الطيبات للأسهم السعودية	صناديق الأسهم - محلية-	ريال سعودي	تنمية رأس المال	287.1900

المصدر: الموقع الإلكتروني للسوق المالية السعودية (تداول)، تاريخ الاطلاع 2016/11/02م

إن الصناديق التي طرحها بنك الجزيرة من خلال شركة الاستثمار التابعة له "الجزيرة كابيتال (الجزيرة للأسواق المالية)¹" والتي عددها 12 صندوقاً حتى تاريخ 2016/11/02 م تعتبر حديثة النشأة نوعاً ما حيث تراوح تاريخ إنشائها بين 1998م وهو تاريخ إنشاء صندوق الخير للأسهم العالمية وبين 2014م وهو تاريخ إنشاء صندوق الجزيرة للمشاريع السكنية 2، كما يلاحظ أن أغلبها تستثمر في الأسهم سواء كانت (عالمية، عربية، محلية) وتهدف إلى تنمية رأس المال، إضافة إلى أن المبالغ المستثمرة من مدير الصناديق (والتي هي الجزيرة كابيتال) في معظم الصناديق الاستثمارية التابعة له تراوحت نسبتها بين

¹ الجزيرة كابيتال " الجزيرة للأسواق المالية" تعد الذراع الاستثماري لبنك الجزيرة، وهي شركة سعودية مغلقة مملوكة لبنك الجزيرة تعمل تحت إشراف وترخيص هيئة السوق المالية السعودية، وتخصص في أعمال الأوراق المالية، حيث تقدم خدمات التعامل في الأوراق المالية بصفة أصيل ووكيل، والتعهد بالتغطية وخدمات الإدارة والحفظ والترتيب وتقديم المشورة بإشراف ومتابعة الهيئة الشرعية حيث أن جميع خدماتها ومنتجاتها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ومن الجوائز التي حازت عليها الجزيرة كابيتال: أفضل شركة وساطة في الشرق الأوسط لعام 2015م، أفضل شركة مصرفية استثمارية في المملكة لعام 2012م.

(موقع الشركة <http://www.aljaziracapital.com.sa/arabic/about.asp>)

0.32% (في صندوق الجزيرة المتنوع الجسور) و 92.71% (في صندوق الجزيرة المتنوع المتحفظ) وهي نسب مهمة جدا قد تؤثر بالإيجاب على أسعار وحدات هذه الصناديق والتي يلاحظ أنها تتميز بأنها مرتفعة (حتى تاريخ 2016/11/2م) مقارنة مع الصناديق الاستثمارية الأخرى التي طرحتها المصارف الإسلامية في السوق المالي السعودي في نفس التاريخ.

الفرع الرابع: صناديق استثمار بنك البلاد

تأسس بنك البلاد كشركة مساهمة سعودية بموجب المرسوم الملكي 48/م بتاريخ 4 نوفمبر 2004م برأس مال 6 مليار ريال سعودي، مقره الرئيسي الرياض، ولقد سعى منذ إنشائه إلى توفير خدمات مصرفية على أسس شرعية حقيقية من خلال المبادرة والابتكار لتحقيق تطلعات شركائه من عملاء وموظفين ومساهمين لذلك كانت رؤية هذا البنك منذ إنشائه: أن يكون الخيار الأفضل في تقديم الحلول المصرفية الإسلامية، كما وأن البلاد يسعى للانتشار في جميع مدن ومناطق المملكة من خلال إنشاء 120 فرعاً مع توفير فروع للسيدات ومراكز الخدمات البنكي، و توفير 4299 نقطة بيع و 914 جهاز صراف آلي موزعين في مختلف مناطق المملكة¹، أما من حيث الحصة السوقية لأصول بنك البلاد فقد احتل المركز الرابع بنسبة 10% من إجمالي أصول المصارف الإسلامية في المملكة خلال الربع الأول من سنة 2016م.

ويمكن توضيح الصناديق التابعة لبنك البلاد والمطروحة طرحاً عاماً في الجدول الموالي:

ليوم الأربعاء 2 نوفمبر 2016

الجدول رقم (3-8): صناديق الاستثمار التابعة لبنك البلاد حتى سنة 2016م

اسم الصندوق	الفئة	العملة	هدف الصندوق	سعر الوحدة
صندوق الأسهم الكويتية (السيف)	صناديق الأسهم - عربية-	دينار كويتي	تنمية رأس المال	0.3512
صندوق الأسهم النقية (أصايل)	صناديق الأسهم - محلية-	ريال سعودي	تنمية رأس المال	0.4406
صندوق الأسهم العقارية الخليجية (عقار)	صناديق الأسهم - عربية-	ريال سعودي	تنمية رأس المال	0.6246
صندوق أسهم المصارف والمؤسسات المالية الخليجية (أموال)	صناديق الأسهم - عربية-	دولار أمريكي	تنمية رأس المال	0.6434
صندوق إثمار الخليجي	صناديق الأسهم - عربية-	ريال سعودي	نمو والدخل	0.6992
صندوق إثمار للأسهم السعودية الشرعية	صناديق الأسهم - محلية-	ريال سعودي	نمو والدخل	0.9913
صندوق المرباح بالريال السعودي	صناديق أسواق النقد - مراحة بالريال السعودي	ريال سعودي	تنمية رأس المال	1.2036

المصدر: الموقع الإلكتروني للسوق المالية السعودية (تداول)، تاريخ الاطلاع 2016/11/02م

¹ بيانات مأخوذة من الموقع الإلكتروني لبنك البلاد www.bankalbilad.com و من الإحصائيات السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي 2016م.

الصناديق السبعة الاستثمارية الموضحة في الجدول أعلاه هي صناديق طرحها بنك البلاد من خلال شركة البلاد للاستثمار¹، وهي صناديق أنشئت حديثاً أقدمها كان في سنة 2005م صندوق الأسهم النقية (أصايل) وأحدثها صندوق إثمار الخليجي سنة 2014م، و يلاحظ على هذه الصناديق أنها تستثمر بشكل رئيسي في الأسهم (عربية، محلية) وهدف أغلبها تنمية رأس المال عدا صندوق واحد هو صندوق المرباح بالريال السعودي الذي يستثمر في عمليات تمويل تجارة البضائع الدولية من خلال الشراء النقدي والبيع بأجل بأسعار أعلى، كما أن الملاحظ على أسعار وحدات هذه الصناديق أنها الأصغر قيمة حتى تاريخ (2016/11/2) مقارنة بباقي الصناديق المطروحة من قبل المصارف الإسلامية السابقة الذكر.

المبحث الثالث: دراسة تأثير بعض متغيرات صناديق الأسهم السعودية - صناديق الأسهم المحلية - على نشاط المصارف الإسلامية التابعة لها

إن مراعاة المصرف الإسلامي لمعيار خدمة البيئة المحلية المحيطة كما وضحنا سابقاً يعد حافزاً لأفراد المجتمع ومنظماته لتنمية ودائعهم لديه إذ يشعرون بالراحة والاطمئنان على أن أموالهم موظفة في مشروعات تخدمهم وقرية منهم مما يدعم عناصر الثقة بينهم وبين المصرف الإسلامي، وقد لاحظنا أن أكثر من نصف أصول الصناديق الاستثمارية العاملة بالمملكة هي أصول محلية كما أن أغلب هذه الصناديق الاستثمارية تستثمر في الأسهم خصوصاً في الأسهم المحلية، لذلك تركز اهتمامنا في هذا المبحث على الصناديق التي تستثمر فقط في الأسهم المحلية المدرجة في سوق الأسهم السعودي المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية والمؤسسة من قبل الشركات الاستثمارية التابعة تماماً لكل من مصرف الراجحي وبنك الإنماء حتى نهاية سنة 2016م، وذلك من خلال دراسة تأثير أسعار وحدات هذه الصناديق على أسعار أسهم المصارف السابقة الذكر باعتبارها من أهم المتغيرات التي تعكس نشاط كل منهما.

المطلب الأول: سوق الأسهم السعودي كهيئة عمل لصناديق الأسهم السعودية

نظراً للمكانة الهامة التي تحتلها أسواق الأسهم باعتبار أنها تقوم بعدة وظائف لخدمة الاقتصاد الوطني من خلال تشجيع الادخار للاستفادة من الفرص الاستثمارية التي يوفرها سوق الأسهم وكذا توفير رأس المال الكافي للشركات للقيام بالاستثمار ومتابعة أعمالها، كما يساعد سوق الأسهم في تخفيض خطر انخفاض السيولة من خلال إمكانية بيع الأسهم

¹ شركة البلاد للاستثمار " البلاد المالية" وهي الذراع المصرفية الاستثمارية مملوكة بالكامل لبنك البلاد، تأسست عام 2008م ومقرها الرئيسي في الرياض، تعمل بصورة متوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وهي حاصلة على مجموعة من التراخيص من هيئة السوق المالية برقم (37-08100) مما يتيح لها القيام بالعديد من الأنشطة التي تشمل: إدارة المحافظ الخاصة وصناديق الاستثمار، الخدمات الاستشارية، إدارة الأصول في أسواق المال، بالإضافة إلى ذلك فإن البلاد المالية تخضع لتعليمات ملس المديرين والهيئة الشرعية. (موقع الشركة <http://www.albilad-capital.com/Pages/Default.aspx>)

بسهولة وتسييلها عند الحاجة، إضافة إلى مساهمته في زيادة النمو الاقتصادي من خلال المساهمة في تمويل المشروعات والاستثمارات المدرجة في السوق ، ونظراً أيضاً لتفضيل المصارف الإسلامية السعودية لهذا النوع من الاستثمار الذي يترجمه إنشاء المصارف الإسلامية للعديد من الصناديق التي تستثمر في الأسهم (صناديق الأسهم) كانت سبباً وراء اختيارنا لفئة الصناديق التي تستثمر في الأسهم السعودية (المحلية) الذي يوصف بأنه قناة الاستثمار الأكثر جذباً للمستثمرين.

الفرع الأول: تاريخ سوق الأسهم السعودي

يعد سوق الأسهم السعودي أكبر الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية وأحجام التداول اليومية ومعدلاتها، كما يحتل مراتب متقدمة جداً في تصنيفه بين الأسواق الناشئة، ويمكن إرجاع بدايات هذا السوق إلى عام 1935م وهو تاريخ إنشاء أول شركة مساهمة في المملكة وهي الشركة العربية للسيارات، ثم توالى بعد ذلك إنشاء العديد من الشركات، الأمر الذي ساهم في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين المستثمرين، هذا من شأنه أدى إلى إنشاء سوق غير رسمي لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم، ونظراً لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها تلك المكاتب استمر التداول في إطار محدود إلى بداية الثمانينات أين صدر الأمر السامي رقم 8/1230 في عام 1983م بتنظيم التداول وأوكلت مهمة الإشراف على نشاط السوق وتنفيذ القواعد المنظمة لعملية التداول إلى مؤسسة النقد العربي السعودي إلى أن تم تأسيس هيئة السوق المالية بتاريخ 1424/6/2 هـ الموافق لـ 2003/7/31م بموجب "نظام السوق المالية"¹ الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق وكذا توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق وزيادة الثقة به والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، كذلك تضمن النظام إنشاء شركة السوق المالية السعودية (تداول) وهي شركة تقدم خدمات مالية شاملة ومتنوعة وتنافس على مستوى عالمي، فهي الجهة الوحيدة المصرح لها بالعمل كسوق للأوراق المالية في المملكة العربية السعودية حيث تقوم بإدراج الأوراق المالية وتداولها وتلخص رسالتها في تقديم منتجات وخدمات الأسواق المالية بكل كفاءة وفعالية وتميز بما يحقق قيمة مضافة لجميع المستفيدين والمشاركين في السوق.²

¹ يمكن تحميل نظام السوق المالية الصادر عن هيئة السوق المالية السعودية على الرابط

<https://cma.org.sa/RulesRegulations/CMALaw/Documents/CMALaw.pdf>

² <http://cma.org.sa/Ar/AboutCMA/Pages/default.aspx> [consulter le 4/12/2016]

الفرع الثاني: خصائص سوق الأسهم السعودي

- حيث يتمتع سوق الأسهم السعودي ببعض الخصائص الفريدة التي تميزه عن أسواق الأسهم الأخرى في العالم أهمها¹:
- سوق الأسهم السعودية هي سوق جديدة نسبيا إلا أنها تعتبر من الأسواق الواعدة فهي تعتبر الأكبر من بين الدول العربية و كما تعتبر قوة جاذبة للاستثمارات الأجنبية لاسيما بعد توجه الحكومة السعودية لتقليل تبعية الاقتصاد السعودي لتجارة النفط ووضع رؤية جديدة لمواجهة التحديات الكبيرة والمستقبلية؛
 - عدم وجود بورصة فعلية وصناع سوق مستقلين مثل السماسرة وتجار الأوراق المالية الذين يشترون الأسهم ويبيعونها فيما بعد لحسابهم الخاص؛
 - تنوع الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي (والتي وصل عددها 171 شركة بنهاية 2015م وتستهدف السعودية الوصول إلى 200 شركة مدرجة في سوقها المالية بحلول عام 2017م²)، وهي موزعة على 15 قطاعا: المصارف والخدمات، الصناعات البتر وكيماوية، الاستثمار الصناعي، الاستثمار المتعدد، الاتصالات وتقنية المعلومات، الطاقة والمرافق الخدمية، التأمين، التجزئة، الزراعة والصناعات الغذائية، التشييد والبناء، الإسمنت، النقل، الإعلام والنشر، الفنادق والسياحة، التطوير العقاري)، لكن يبقى عددها قليلا مقارنة بحجم السوق السعودي الكبير مما يجعل سوق الأسهم يتصف بأنه محدودا أو ضيقا؛
 - حجم المعاملات في السوق محدود نسبيا بالمقارنة بعدد الأسهم المصدرة في السوق وهو ما يعبر عنه بضيق السوق إلا أنه في 15 يونيو 2015م تم فتح باب الاستثمار الأجنبي المباشر في سوق الأسهم السعودية لأول مرة منذ تاريخ إنشائه وهذا طبعا وفق ضوابط وشروط أعلنت عنها هيئة سوق المال السعودي، وهذا يعني عولمة سوق المال السعودية وزيادة انفتاحه على الأسواق العالمية؛

¹ تم الاعتماد على :

- عبد العزيز الدخيل، سوق الأسهم السعودي - قراءة تاريخية واستشراف للمستقبل، دار الفارابي، لبنان، 2010، ص(294-295).
 - هيئة السوق المالية، الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم، ص14 على الرابط
https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_7.pdf
 - <https://www.aswaq.today/ar/sa-stocks> [consulter le 12/12/2016]

² http://archive.aawsat.com/details.asp?section=6&article=733339&issueno=12625#.WE7LALIUW_w [consulter le 12/12/2016]

- أوقات العمل في سوق الأسهم السعودي من الأحد إلى الخميس من الساعة الحادية عشر صباحاً حتى الساعة الثالثة والنصف بعد الظهر بتوقيت السعودية وعلى فترة واحدة؛

الفرع الثالث: بعض مؤشرات سوق الأسهم السعودي

يمكن توضيح أهم مؤشرات سوق الأسهم السعودي في الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-9): مؤشرات سوق الأسهم السعودي للفترة (2011-2015)

المؤشر العام لأسعار الأسهم	السهم للعائد P/E	عدد الشركات	عدد الصفقات	القيمة السوقية للأسهم (مليار ريال)	قيمة الأسهم المتداولة (مليون ريال)	معدل دوران الأسهم	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	الفترة
6418	12	150	25546933	1271	1098836	86	48545	2011
6801	13	158	42105048	1400	1929318	138	86006	2012
8536	16	163	28967694	1753	1369666	78	52306	2013
8333	14	169	35761091	1813	2146512	118	70118	2014
6912	14	171	30444203	1579	1660623	105	65920	2015

المصدر: النشرة الإحصائية الربع سنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي للربع الرابع لسنة 2015م

معدل الدوران = قيمة الأسهم المتداولة / القيمة السوقية للأسهم

ويضاف إلى ما سبق ذكره من خصائص سوق الأسهم السعودي أن أكبر عدد للأسهم المتداولة حسب القطاع خلال فترة الدراسة كان لقطاع المصارف والخدمات المالية بـ 12404756 ألف سهم من إجمالي 65920065 ألف سهم أي بنسبة 18.82% من إجمالي عدد الأسهم أي بقيمة 295376 مليون ريال سعودي من إجمالي قيم الأسهم المقدرة بـ 1660622 مليون ريال سعودي سنة 2015م وهذا ما يعادل 17.79% من القيمة الإجمالية وهي نسبة توضح أن قطاع المصارف والخدمات يشغل حيزاً معتبراً في سوق الأسهم السعودي مقارنة بباقي القطاعات¹؛

أما من خلال الجدول أعلاه يتضح أن هناك تذبذب في عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي من سنة إلى أخرى حيث في سنة 2012م وصل عدد الأسهم 86006 مليون سهماً وهي أعلى قيمة مسجلة خلال الخمس سنوات السابقة، وبالنظر إلى معدلات دوران الأسهم خلال فترة الدراسة يتضح أنها هي الأخرى متذبذبة حيث وصلت إلى 138%

¹النشرة الإحصائية الربع سنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي للربع الرابع لسنة 2015م.

سنة 2012م وهذا يعكس مدى سيولة سوق الأسهم السعودي وبالتالي تقلص عامل المخاطرة على الاستثمار في الأسهم، أما عن قيمة الأسهم المتداولة فقد بلغت أعلى قيمة لها بـ 2146512 مليون ريال سنة 2014م ثم انخفضت هذه القيمة في سنة 2015م إلى 1660623 مليون ريال وهذا راجع إلى انخفاض في عدد ومعدل دوران الأسهم المتداولة خلال نفس السنة، وبالتوازي مع ذلك انخفضت القيمة السوقية للأسهم من 1813 مليار ريال إلى 1579 مليار ريال بعدما شهدت ارتفاعاً متزايداً في السنوات السابقة، وفيما يخص عدد الشركات المدرجة فقد استمر في النمو المطرد خلال هذه السنوات حيث بلغ عددها في سنة 2015م إلى 171 شركة فقط وهو عدد صغير يجعل السوق السعودي ضيقاً أو محدوداً بالنظر إلى حجم السوق السعودي الكبير وأيضاً مقارنة مع الأسواق الناشئة المماثلة.

والمؤشر العام لأسعار الأسهم (TASI¹) هو بمثابة ترمومتر يقيس نشاط وازدهار سوق الأسهم السعودي، فهو معيار رقمي يعكس التغير في القيمة السوقية لأسهم جميع الشركات المتداولة في سوق الأسهم السعودي وبعبارة أخرى هو متوسط مرجح لأسعار أسهم الشركات العاملة في السوق، وهو بالتالي يعكس الأداء العام للاقتصاد الوطني خصوصاً في ما يتعلق بربحية الشركات المساهمة وازدياد ثقة الجمهور والجهات الاستثمارية بالمستقبل الاقتصادي للبلاد وكذلك توفير السيولة المالية لدى المستثمرين، كما ويعد هذا المؤشر محل اهتمام المحللين الماليين داخل وخارج المملكة ويتم متابعته ونشره بشكل واسع محلياً ودولياً²، ومن خلال الجدول رقم (3-9) يتضح أن هذا المؤشر أخذ في الارتفاع حتى سنة 2013م إلى أن بلغ 8536 ريال ثم انخفض بعد ذلك ليصل إلى 6912 ريال سنة 2015م، وهذا التذبذب في القيمة راجع لطبيعة الاستثمار في الأسهم التي تتحكم فيها قوى العرض والطلب.

ويتوقع أن تبقى النظرة إلى السوق السعودية للأسهم إيجابية ومتفائلة في ظل التحسن المتواصل لأداء الاقتصاد السعودي على المستوى الكلي، وتطبيق التشريعات اللازمة لضمان تنظيم عمل السوق وزيادة عدد الشركات ورأس مال السوق وتطبيق الإجراءات الحكومية الأخيرة للحفاظ على الاستقرار³.

¹ TASI هو اختصار لـ "مؤشر تداول كل الأسهم Tadawul All Share Index"

² <http://www.alriyadh.com/61146> [consulter le 30/11/2015]

³ هيئة السوق المالية، الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم، ص 15 على الرابط

https://cma.org.sa/Awareness/Publications/booklets/Booklet_7.pdf

المطلب الثاني: دراسة أثر أسعار وحدات صناديق الإنماء للأسهم المحلية على أسعار أسهم مصرف الإنماء

من أجل دراسة أثر أسعار وحدات صناديق الإنماء للأسهم المحلية على أسعار أسهم مصرف الإنماء فإننا نمر بمجموعة من

الخطوات والمراحل نبرزها في الفروع الموالية.

الفرع الأول: عينة الدراسة والتمثيل البياني للمعطيات

تم الاعتماد في هذه الدراسة على البيانات الأولية الموجودة في الموقع الرسمي للسوق المالية السعودية (تداول) والمتمثلة في

أسعار إغلاق أسهم مصرف الإنماء وأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية التابعة له والمتمثلة في صندوق الإنماء للأسهم السعودية

وصندوق الإنماء للإصدارات الأولية وهي أسعار مقيمة بالريال السعودي.

كانت فترة الدراسة من 03 جانفي 2016م إلى غاية 30 جوان 2016م، حيث قمنا بحساب المتوسط الحسابي

الأسبوعي لكل متغير على حدى وهذا للاختلاف الموجود في تواريخ تسعير الوحدات لكل صندوق خلال الأسبوع أي خلال أيام

العمل لتتوصل على 26 مشاهدة لكل متغيرات الدراسة والمتمثلة في:

- المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء (ALINMA)؛

- المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الإنماء للأسهم السعودية (ASEF)؛

- المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الإنماء للإصدارات الأولية (AIF).

الجدول رقم (3-10): قيم المتوسطات الحسابية الأسبوعية

(ALINMA, ASEF, AIF)

ALINMA	ASEF	AIF
14,27	13,65	9,42
13,15	11,91	9,23
12,46	11,07	8,93
13,15	11,22	9,05
13,35	11,55	9,20
13,02	11,48	9,23
12,77	11,06	9,09
13,06	11,54	9,19
13,21	11,83	9,27

13,48	12,14	9,34
13,41	12,07	9,35
13,73	12,27	9,35
13,18	12,01	9,42
12,82	11,93	9,42
13,18	12,37	9,52
13,25	12,62	9,52
14,20	13,21	9,79
14,00	13,30	9,78
14,01	13,19	9,73
13,87	13,36	9,80
13,20	12,97	9,60
13,10	12,67	9,47
13,25	12,78	9,53
13,40	13,28	9,55
13,41	13,05	9,56
13,09	13,05	9,52

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الموقع الرسمي

www.tadawul.com لسوق المالية السعودي

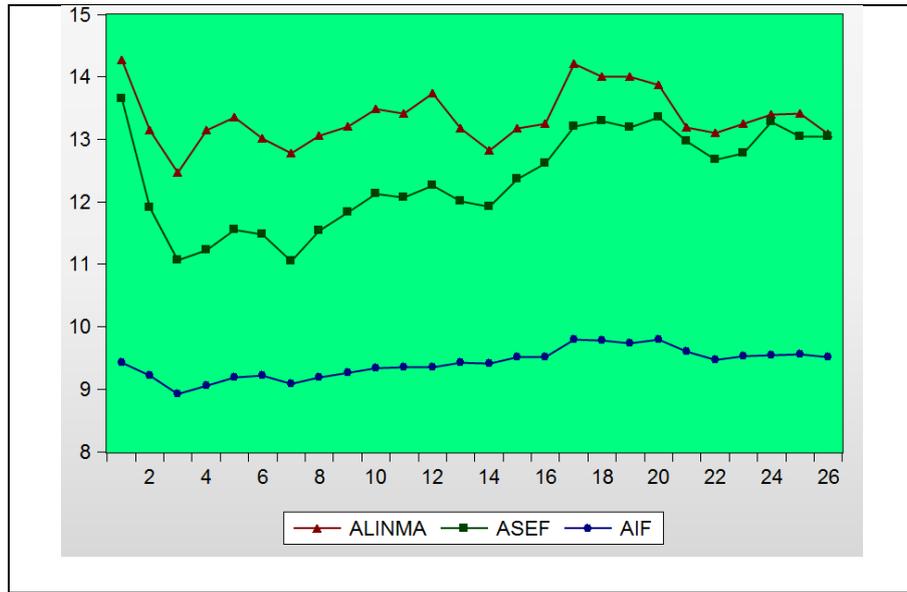
-التمثيل البياني للمعطيات:

بالاعتماد على معلومات الجدول (3-10) قمنا بالتمثيل البياني لتطور المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف

الإئتماء (ALINMA) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار الوحدات لكل من صندوق الإئتماء للأسهم السعودية (ASEF)

وصندوق الإئتماء للإصدارات الأولية (AIF) لنحصل على المنحنيات الموضحة في الشكل الموالي.

الشكل رقم (3-13): منحنى تغير ALINMA و ASEF و AIF



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

يتضح من خلال المنحنيات أعلاه أن هناك تناسق في حركة المتوسطات الحسابية الأسبوعية عبر الزمن أي أن قيم المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء وقيم المتوسطات الحسابية لأسعار الوحدات لكل من صندوق الإنماء للأسهم السعودية وصندوق الإنماء للإصدارات الأولية تأخذ نفس اتجاه التغيرات سواء بالارتفاع أو بالانخفاض والعكس صحيح، هذا ما يلمح إلى أن هناك إمكانية وجود ارتباط معنوي بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء والمتوسط الحسابي الأسبوعي لكل من صندوق الإنماء للأسهم السعودية وصندوق الإنماء للإصدارات الأولية.

الفرع الثاني: دراسة العلاقة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء والمتوسطات

الحسابية الأسبوعية لأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية التابعة لمصرف الإنماء

تهدف من خلال ما يلي إلى معرفة إن كان هناك ارتباط بين المتغيرات محل الدراسة أي كل من المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء (ALINMA) وكذا المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الإنماء للأسهم السعودية (ASEF) وصندوق الإنماء للإصدارات الأولية (AIF) وهذا بالاعتماد على معامل بيرسون (pearson) ، والجدول الموالي يوضح النتائج المتحصل عليها.

الجدول رقم (3-11): معاملات الارتباط بين ALINMA و ASEF و AIF

		ALINMA	ASEF	AIF
ALINMA	Pearson Correlation	1	.738**	.683**
	Sig. (2-tailed)		.000	.000
	N	26	26	26
ASEF	Pearson Correlation	.738**	1	.896**
	Sig. (2-tailed)	.000		.000
	N	26	26	26
AIF	Pearson Correlation	.683**	.896**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	
	N	26	26	26

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج SPSS 16

أظهرت النتائج المدونة في الجدول أن قيمة معامل الارتباط الخطي لبيرسون بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صناديق الإنماء للأسهم السعودية تساوي 0.738 وهو يعبر عن وجود علاقة قوية أي ارتباط قوي موجب بينهما أي أنه كلما تغيرت قيمة المتوسط الحسابي الأسبوعي للمصرف تغيرت معها قيمة المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات الصناديق والعكس صحيح، كما أن معامل الارتباط الخطي لبيرسون بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صناديق الإنماء للإصدارات الأولية يساوي 0.683 مما يدل على وجود ارتباط قوي بين المتغيرين أي كلما تغيرت قيمة المتوسط الحسابي الأسبوعي للمصرف تغيرت معه قيمة المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار الوحدات للصندوق وهذا بالزيادة أو النقصان.

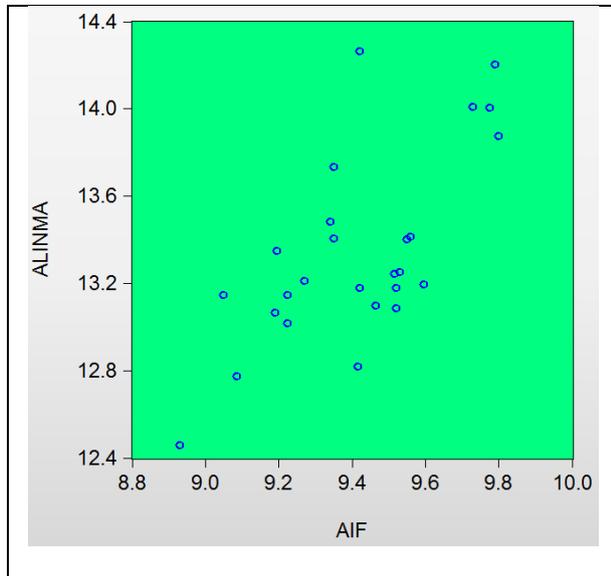
كما أنه عند ملاحظة القيمة الاحتمالية (Sig) لمعامل بيرسون المبينة في الجدول (3-11) يتضح أنها أقل من 0.01 وبالتالي يمكن القول بأن هناك ارتباط ذو دلالة احصائية بين كل من المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء (ALINMA) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات كل من صندوق الإنماء للأسهم السعودية (ASEF) وصندوق الإنماء للإصدارات الأولية (AIF) كل على حدى وهذا عند مستوى معنوية 0.01.

ومن الجدير بالذكر أيضا أن هناك ارتباط قوي موجب يساوي 0.896 بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الإنماء للأسهم السعودية والمتوسط الحسابي الأسبوعي لصندوق الإنماء للإصدارات الأولية وهو دال إحصائيا وبالتالي فإن

استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد يؤدي إلى الحصول على نتائج غير جيدة نظرا لكون احدي فرضياته غير محققة وبالتالي سنقوم بدراسة كل متغير على حدا.

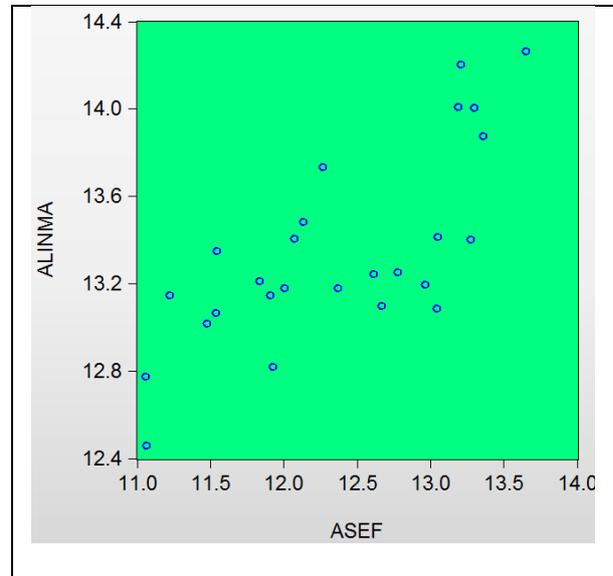
ومنه بما أن الارتباط الموجود بين المتغيرات مقبول إحصائيا فإنه يمكن القيام بالتمثيل النقطي للعلاقة الموجودة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء (ALINMA) باعتباره متغير تابع والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات كل من صندوق الإنماء للأسهم السعودية (ASEF) وصندوق الإنماء للإصدارات الأولية (AIF) باعتبارهما متغيرات مستقلة وهذا كل على حدى والشكلين المواليين يوضحان ذلك.

الشكل رقم (3-15): التمثيل النقطي للعلاقة بين المتغيرين ALINMA و AIF



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

الشكل رقم (3-14): التمثيل النقطي للعلاقة بين المتغيرين ALINMA و ASEF



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد برنامج Eviews 8

يلاحظ من خلال الشكلين أعلاه أن سحابة النقاط في كلا الحالتين يمكن أن تأخذ شكل مستقيم أي أنه يمكن تمثيل العلاقة بين المتغيرين في كل حالة في شكل خط مستقيم ذو اتجاه موجب أي هناك علاقة إيجابية، لذلك فإن نموذج الانحدار الخطي البسيط يمكن أن يكون مناسب لتفسير العلاقة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار مصرف الإنماء والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الأسهم السعودية وكذلك العلاقة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء والمتوسط الحسابي الأسبوعي لصندوق الإنماء للإصدارات الأولية وهذا طبعا باعتبار المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار

أسهم مصرف الإنماء متغير تابع والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات كل من صندوق الإنماء للأسهم السعودية وصندوق الإنماء للإصدارات الأولية متغيرات مستقلة، وبالتالي فإننا نسعى لاختبار الفرضيتين التاليتين:

الفرضية 01: هناك أثر ذو دلالة إحصائية بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء (ALINMA) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الإنماء للأسهم السعودية (ASEF) وهذا عند مستوى معنوية 0.05.

الفرضية 02: هناك تأثير ذو دلالة إحصائية بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء (ALINMA) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الإنماء للإصدارات الأولية (AIF) وهذا عند مستوى معنوية 0.05.

الفرع الثالث: تحليل الانحدار الخطي البسيط بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء

(ALINMA) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الإنماء للأسهم السعودية (ASEF)

لاختبار الفرضية 01 تصاغ العلاقة بين المتغيرين يمكن أن تصاغ وفق نموذج الانحدار الخطي البسيط كالتالي:

$$ALINMA_t = \beta_0 + \beta_1 ASEF_t + \varepsilon_t$$

حيث: $ALINMA_t$: تمثل المتغير التابع وهو يعبر عن المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء.

$ASEF_t$: وهي تمثل المتغير المستقل الذي يمثل المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الإنماء للأسهم

السعودية.

β_0, β_1 : وهي عبارة عن معاملات الانحدار حيث β_0 تمثل ثابت الانحدار و β_1 تعبر عن ميل الانحدار.

ε_t : وهو عبارة عن المتغير العشوائي، وهو يمثل جميع العوامل الأخرى التي تؤثر في المتغير التابع والتي لم تؤخذ بعين الاعتبار

أو التي لا يمكن قياسها.

ويصاغ النموذج القياسي الاقتصادي التقديري للعلاقة بين المتغيرين كما يلي:

$$\widehat{ALINMA}_t = \widehat{\beta}_0 + \widehat{\beta}_1 ASEF_t$$

وعليه فمن أجل تقدير العلاقة السالفة الذكر فإننا نعتمد على طريقة المربعات الصغرى التي تعتبر من أحسن الطرق في تقدير النماذج الخطية ذلك أنها تبحث دائما على تصغير مربعات الأخطاء إلى أقل ما يمكن كما أنها تسمح بإعطاء أفضل مقدر خطي غير متحيز¹، ومن أجل تطبيق هذه الطريقة لا بد من توفر فرضياتها في النموذج المعتمد والمتمثلة في²:

-الفرضية الأولى: الأمل الرياضي للأخطاء العشوائية معدوم: أي وسطه معدوم $E(\varepsilon_i) = 0$ يعني أن الأخطاء لا تدخل في تفسير المتغير التابع.

-الفرضية الثانية: تجانس (ثبات) تباين الأخطاء: بمعنى الأخطاء تشتتت حول وسط حسابي ثابت، أي هناك تجانس على

كل مشاهدات العينة المدروسة، ويعبر عنها رياضيا كما يلي: $VAR(\varepsilon_i) = E(\varepsilon_i^2) = \sigma_\varepsilon^2, \forall i = 1, \dots, n$

-الفرضية الثالثة: عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء: يعني أن التباينات المشتركة لأخطاء المشاهدات المختلفة تكون

معدومة أي: $COV(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = E(\varepsilon_i \varepsilon_j) = 0, \forall i \neq j, i, j = 1, 2, \dots, n$

-الفرضية الرابعة: استقلالية الأخطاء عن المتغير المستقل: وفق هذه الفرضية فإن الأخطاء تكون مستقلة عن المتغيرات

المستقلة وتكتب رياضيا: $COV(x_i, \varepsilon_i) = E(x_i \varepsilon_i) = 0, \forall i = 1, \dots, n$

-الفرضية الخامسة: تتوزع الأخطاء توزيع طبيعي بالنسبة لكل الملاحظات.

أولا: نتائج تقدير النموذج الخطي

بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى في تقدير العلاقة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء (ALINMA) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الإنماء للأسهم السعودية (ASEF)، وبالاستعانة بالبرنامج الاحصائي Eviews 8 نحصل على النتائج المدونة في الجدول الموالي.

¹ A.Tsybakov, cours destatistique appliquée, Université Pierre et Marie Curie, France, 2006/2007, 189.

² تم الاعتماد على المرجع:

-محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي (محاضرات وتطبيقات)، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص (20،21).

-تومي صالح، مدخل لنظرية القياس الاقتصادي -دراسة نظرية مدعمة بأمثلة وتمارين-، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999، ص 38.

الجدول رقم (3-12): نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين ASEF و ALINMA

Dependent Variable: ALINMA				
Method: Least Squares				
Date: 05/05/17 Time: 14:00				
Sample: 1 26				
Included observations: 26				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.210821	0.960838	8.545476	0.0000
ASEF	0.415369	0.077554	5.355873	0.0000
R-squared	0.544466	Mean dependent var		13.34715
Adjusted R-squared	0.525485	S.D. dependent var		0.438624
S.E. of regression	0.302146	Akaike info criterion		0.517992
Sum squared resid	2.191015	Schwarz criterion		0.614768
Log likelihood	-4.733893	Hannan-Quinn criter.		0.545860
F-statistic	28.68537	Durbin-Watson stat		0.999754
Prob(F-statistic)	0.000017			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

ومنه وفقا للنتائج المدونة في الجدول السابق تكون نتائج تقدير النموذج كما يلي:

$$\widehat{ALINMA}_t = 8.210821 + 0.415369 ASEF_t$$

ولدراسة مدى صلاحية النموذج المقدر سنقوم بإجراء جملة من الاختبارات والتحليلات في العنصرين المواليين.

ثانيا: اختبار فرضيات النموذج

من أجل دراسة صلاحية النموذج المقدر لابد من دراسة مدى توفر فرضيات طريقة المربعات الصغرى أولا، وبالاستعانة

ببرنامج Eviews 8 كانت نتائج اختبار الفرضيات كما يلي:

-التوقع الرياضي للأخطاء وتوزيعها:

من أجل دراسة التوزيع الطبيعي للأخطاء تم الاعتماد على اختبار Jarque-Bera الذي أظهرت القيمة الاحتمالية له

المتحصل عليها في الجدول رقم (3-13) تساوي 0.482869 أنها أكبر من 0.05 مما يؤدي إلى قبول الفرضية الصفرية عند

مستوى معنوية 0.05 أي يدل على أن الأخطاء تتبع التوزيع الطبيعي، كما أن توقعها الرياضي يظهر أنه تقريبا معدوم.

الجدول رقم (3-13): اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار الخطي بين ALINMA و ASEF

Series: Residuals	
Sample 1/03/2016 6/26/2016	
Observations 26	
Mean	2.72e-15
Median	0.015475
Maximum	0.508229
Minimum	-0.541312
Std. Dev.	0.296042
Skewness	-0.051619
Kurtosis	1.845288
Jarque-Bera	1.456020
Probability	0.482869

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

-الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

اعتمدنا على اختبار Breusch-Godfrey serial correlation LM من أجل دراسة الارتباط الذاتي بين الأخطاء، وقد أظهرت القيم الاحتمالية لهذا الاختبار والمدونة في الجدول رقم (3-14) أن القيم الاحتمالية أكبر من 0.05 مما يؤدي إلى قبول الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء أي أن هناك استقلالية بين الأخطاء عند مستوى معنوية 0.05.

الجدول رقم (3-14): اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء الناتجة عن نموذج الانحدار بين ALINMA و ASEF

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test				
F-statistic	2.722591	Prob. F(2,22)	0.0878	
Obs*R-squared	5.158455	Prob. Chi-Square(2)	0.0758	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 04/07/17 Time: 19:46				
Sample: 1/03/2016 6/26/2016				
Included observations: 26				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.098300	0.947575	-0.103739	0.9183
ISHAM	0.007383	0.076336	0.096716	0.9238
RESID(-1)	0.516771	0.224363	2.303279	0.0311
RESID(-2)	-0.128624	0.238227	-0.539922	0.5947
R-squared	0.198402	Mean dependent var	2.72E-15	
Adjusted R-squared	0.089093	S.D. dependent var	0.296042	
S.E. of regression	0.282546	Akaike info criterion	0.450690	
Sum squared resid	1.756313	Schwarz criterion	0.644243	
Log likelihood	-1.858966	Hannan-Quinn criter.	0.506426	
F-statistic	1.815061	Durbin-Watson stat	1.778425	
Prob(F-statistic)	0.173877			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

-ثبات التباين (تجانس التباين):

نعمد على اختبار ARCH لدراسة ثبات التباين وبالاستعانة ببرنامج Eviews 8 نحصل على النتائج المدونة في الجدول رقم (3-15).

الجدول رقم (3-15): اختبار تجانس التباين للأخطاء الناجمة عن ASEF و ALINMA

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.954835	Prob. F(1,23)	0.3387	
Obs*R-squared	0.996495	Prob. Chi-Square(1)	0.3182	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 04/07/17 Time: 19:48				
Sample (adjusted): 1/10/2016 6/26/2016				
Included observations: 25 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.099444	0.024149	4.117898	0.0004
RESID^2(-1)	-0.233720	0.239183	-0.977157	0.3387
R-squared	0.039860	Mean dependent var	0.081700	
Adjusted R-squared	-0.001885	S.D. dependent var	0.079524	
S.E. of regression	0.079599	Akaike info criterion	-2.147017	
Sum squared resid	0.145727	Schwarz criterion	-2.049507	
Log likelihood	28.83772	Hannan-Quinn criter.	-2.119972	
F-statistic	0.954835	Durbin-Watson stat	1.555288	
Prob(F-statistic)	0.338658			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

تظهر النتائج أن القيمة الاحتمالية أكبر من 0.05 مما يؤدي إلى قبول الفرضية الصفرية التي تنص على ثبات تباين الأخطاء وبالتالي ففرضية تجانس التباين محققة.

وعليه فمن خلال كل سبق ذكره يتضح أن كل فرضيات طريقة المربعات الصغرى محققة.

ثالثاً: الدراسة الإحصائية والاقتصادية للنموذج المقدر

تعتمد هذه الدراسة على معرفة القوة التفسيرية للنموذج وكذا اختبار المعنوية الكلية للنموذج واختبار معنوية المعالم.

✓ اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

بهدف معرفة مدى ملاءمة النموذج الخطي المختار لتمثيل العلاقة الموجودة بين المتغيرين أي بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء (ALINMA) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الإنماء للأسهم السعودية (ASEF) أي اختبار المعنوية الكلية للنموذج نعتمد على اختبار فيشر F الذي تصاغ فرضياته كما يلي:

$$\begin{cases} H_0: \beta_0 = \beta_1 = 0 \\ H_1: \beta_0 \neq 0, \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

حيث: H_0 تعبر عن عدم وجود علاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل و H_1 يوجد على الأقل معامل غير معدوم.

ومنه بالاعتماد على القيمة الاحتمالية لفيشر Prob(F-statistic) المتحصل عليها في الجدول رقم (3-12) نجد أننا

تساوي 0.000017 وهي أقل من 0.05 وبالتالي نقبل الفرضية البديلة أي أن النموذج الخطي ككل مقبول إحصائياً بمعنى آخر

ان نموذج الانحدار الخطي البسيط المستخدم ملائم لتمثيل العلاقة بين المتغيرين.

✓ القوة التفسيرية للنموذج:

تظهر القوة التفسيرية للنموذج من خلال معامل التحديد R^2 ، حيث أظهرت نتائج الجدول رقم (3-12) أن معامل التحديد يساوي 0.544 وهو يظهر جودة توفيق متوسطة لانحدار المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الإنماء للأسهم السعودية على المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء أي أن 54,40% من التباينات أي الانحرافات الكلية في المتغير التابع والذي يمثل المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء تفسرها العلاقة الخطية، بمعنى 54,40% من التغيرات في المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء سببها التغير في المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الإنماء للأسهم السعودية والباقي 45,60% ترجع إلى عوامل أخرى لم تأخذ بعين الاعتبار في النموذج وأيضاً إلى عوامل عشوائية أخرى.

✓ اختبار معنوية المعالم:

نقصد باختبار معنوية المعالم، اختبار كل معلمة من معاملات النموذج على حدى وكذا معرفة درجة التأثير بين المتغير التابع والمتغير المستقل وهذا بالاعتماد على اختبار ستودنت (t) حيث تصاغ الاختبارات كما يلي:

$$\begin{cases} H_0: \hat{\beta}_0 = 0 \\ H_1: \hat{\beta}_0 \neq 0 \end{cases} \text{- اختبار معنوية المعامل } \hat{\beta}_0 \text{ من خلال اختبار الفرضيات التالية:}$$

$$\begin{cases} H_0: \hat{\beta}_1 = 0 \\ H_1: \hat{\beta}_1 \neq 0 \end{cases} \text{- اختبار معنوية المعامل } \hat{\beta}_1 \text{ من خلال اختبار ما يلي:}$$

يتم تقييم المعنوية الاحصائية للمعالم إما بدراسة احصائية ستودنت T أو بالنظر للقيمة الاحتمالية prob عند مستوى معنوية 5%، والجدول رقم (3-12) يوضح أن معلتي الانحدار لديهما دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% ذلك أن القيمة الاحتمالية (Prob) تظهر أنها تساوي 0.000 وهي أقل تماماً من 0.05 مما يؤدي إلى قبول H_1 ورفض H_0 وهذا بالنسبة لكلا المعلمتين أي أن معالم نموذج الانحدار الخطي بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء (ALINMA) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الإنماء للأسهم السعودية (ASEF) مقبولة إحصائياً.

كما يتضح أن معامل التأثير ($\hat{\beta}_1$) للمتوسط الحسابي لأسعار وحدات صندوق الإنماء للأسهم السعودية على المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء يساوي 0.415369 وهو يدل على أنه كلما زاد المتوسط الحسابي لأسعار

وحدات صندوق الإنماء للأسهم السعودية بوحدة واحدة أي ريال سعودي واحد سيزداد المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء بـ 0.415369 وحدة أي بـ 0.415369 ريال سعودي.

أخيراً ومن خلال كل الاختبارات التي تم الاعتماد عليها يمكن القول أن هناك أثر ذو دلالة إحصائية بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء (ALINMA) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لصندوق الإنماء للأسهم السعودية (ASEF) قيمته 0.415369 وبالتالي **الفرضية 01** محققة وهذا عند مستوى معنوية 5%.

الفرع الرابع: تحليل الانحدار الخطي بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء

(ALINMA) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الإنماء للإصدارات الأولية (AIF)

نختبر الفرضية 02 باستخدام نموذج الانحدار الخطي البسيط التالي: $ALINMA_t = \beta_0 + \beta_1 AIF_t + \varepsilon_t$

حيث: $ALINMA_t$: يعبر عن المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء وهو يمثل المتغير التابع.

AIF_t : وهو المتغير المستقل الذي يمثل المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الإنماء للإصدارات الأولية.

β_0, β_1 : وهي عبارة عن معاملات الانحدار حيث β_0 تمثل ثابت الانحدار و β_1 تعبر عن ميل الانحدار.

ε_t : وهو المتغير العشوائي الذي يمثل جميع العوامل الأخرى التي تؤثر في المتغير التابع والتي لم تؤخذ بعين الاعتبار أو التي لا

يمكن قياسها.

وبالتالي يصاغ النموذج التقديري كما يلي: $\widehat{ALINMA}_t = \widehat{\beta}_0 + \widehat{\beta}_1 AIF_t$

أولاً: نتائج تقدير النموذج الخطي

باستخدام طريقة المربعات الصغرى والاستعانة ببرنامج Eviews 8 من أجل تقدير العلاقة الخطية بين المتوسط الحسابي

الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء (ALINMA) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الإنماء

لإصدارات الأولية (AIF) نتحصل على النتائج المدونة في الجدول الموالي.

الجدول رقم (3-16): نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين AIF و ALINMA

Dependent Variable: ALINMA				
Method: Least Squares				
Date: 05/06/17 Time: 15:25				
Sample: 1 26				
Included observations: 26				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.072756	2.679391	0.400373	0.6924
AIF	1.303574	0.284477	4.582352	0.0001
R-squared	0.466642	Mean dependent var		13.34715
Adjusted R-squared	0.444419	S.D. dependent var		0.438624
S.E. of regression	0.326938	Akaike info criterion		0.675713
Sum squared resid	2.565327	Schwarz criterion		0.772489
Log likelihood	-6.784265	Hannan-Quinn criter.		0.703581
F-statistic	20.99795	Durbin-Watson stat		1.068767
Prob(F-statistic)	0.000120			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

من خلال الجدول أعلاه يتضح أن الحد الثابت للنموذج ليس لديه معنوية إحصائية وهذا راجع لكون قيمة الاحتمال تساوي 0.6924 وهي أكبر من 0.05 وبالتالي نقوم بإعادة صياغة النموذج بدون ثابت فنتحصل على النتائج المدونة في

الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-17): نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين AIF و ALINMA

AIF بدون ثابت

Dependent Variable: ALINMA				
Method: Least Squares				
Date: 05/06/17 Time: 15:30				
Sample: 1 26				
Included observations: 26				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AIF	1.417438	0.006692	211.8034	0.0000
R-squared	0.463080	Mean dependent var		13.34715
Adjusted R-squared	0.463080	S.D. dependent var		0.438624
S.E. of regression	0.321401	Akaike info criterion		0.605447
Sum squared resid	2.582461	Schwarz criterion		0.653835
Log likelihood	-6.870805	Hannan-Quinn criter.		0.619381
Durbin-Watson stat	1.012972			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

ومنه وفقا للنتائج المتحصل عليها يكون تقدير النموذج كما يلي:

$$\widehat{ALINMA}_t = 1.417438 AIF_t$$

ومنه لدراسة مدى صلاحية النموذج المقدر سنقوم بإجراء جملة من الاختبارات والتحليلات الموضحة في النقاط الموالية.

ثانياً: دراسة اختبار فرضيات طريقة المربعات الصغرى

لدراسة مدى توفر فرضيات طريقة المربعات الصغرى نستخدم برنامج Eviews 8 ، لنحصل على النتائج التالية:

-التوقع الرياضي للأخطاء وتوزيعها:

تظهر نتائج الجدول رقم (3-18) أن القيمة الاحتمالية لاختبار Jarque-Bera تساوي 0.229747 وهي أكبر من 0.05 مما يؤدي إلى قبول الفرضية الصفرية عند مستوى معنوية 0.05 وبالتالي الأخطاء تتبع توزيع طبيعي، كما أن التوقع الرياضي تقريبا معدوم.

الجدول رقم (3-18): اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء الناجمة

عن نموذج الانحدار الخطي بين ALINMA و AIF

Series: Residuals	
Sample	1 26
Observations	26
Mean	0.000614
Median	-0.037377
Maximum	0.913736
Minimum	-0.525177
Std. Dev.	0.321400
Skewness	0.747452
Kurtosis	3.693213
Jarque-Bera	2.941555
Probability	0.229747

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

-الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

أظهرت نتائج الجدول المدونة في الجدول رقم (3-19) أن القيم الاحتمالية لاختبار Breusch-Godfrey serial

correlation LM أكبر من 0.05 مما يؤدي إلى قبول الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء وهذا عند مستوى معنوية 0.05 أي أن هناك استقلالية بين الأخطاء.

الجدول رقم (3-19): اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء الناجمة عن نموذج

الانحدار بين AIF و ALINMA

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test				
F-statistic	1.613849	Prob. F(2,23)	0.2209	
Obs*R-squared	3.199591	Prob. Chi-Square(2)	0.2019	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 05/06/17 Time: 16:53				
Sample: 1 26				
Included observations: 26				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AIF	-0.000249	0.006549	-0.037990	0.9700
RESID(-1)	0.373703	0.211570	1.766336	0.0906
RESID(-2)	-0.177943	0.212519	-0.837302	0.4110
R-squared	0.123061	Mean dependent var	0.000614	
Adjusted R-squared	0.046806	S.D. dependent var	0.321400	
S.E. of regression	0.313788	Akaike info criterion	0.627971	
Sum squared resid	2.264652	Schwarz criterion	0.773136	
Log likelihood	-5.163621	Hannan-Quinn criter.	0.669773	
Durbin-Watson stat	1.555180			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

-ثبات التباين (تجانس التباين):

بالاعتماد على اختبار ARCH لدراسة ثبات التباين وبالاستعانة ببرنامج Eviews 8 نحصل على النتائج المدونة في

الجدول رقم (3-20) التي تبين أن القيمة الاحتمالية أكبر من 0.05 مما يؤدي إلى قبول الفرضية الصفرية التي تنص على ثبات تباين الأخطاء وبالتالي فرضية تجانس التباين محققة.

الجدول رقم (3-20): اختبار تجانس التباين للأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار

بين AIF و ALINMA

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.879910	Prob. F(1,23)	0.3580	
Obs*R-squared	0.921182	Prob. Chi-Square(1)	0.3372	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 05/06/17 Time: 16:56				
Sample (adjusted): 2 26				
Included observations: 25 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.077959	0.017054	4.571390	0.0001
RESID^2(-1)	-0.083315	0.088819	-0.938035	0.3580
R-squared	0.036847	Mean dependent var	0.069902	
Adjusted R-squared	-0.005029	S.D. dependent var	0.073479	
S.E. of regression	0.073663	Akaike info criterion	-2.302001	
Sum squared resid	0.124805	Schwarz criterion	-2.204491	
Log likelihood	30.77501	Hannan-Quinn criter.	-2.274956	
F-statistic	0.879910	Durbin-Watson stat	1.900324	
Prob(F-statistic)	0.357973			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

وعليه فمن خلال كل سبق ذكره يتضح أن فرضيات طريقة المربعات الصغرى محققة.

ثالثاً: الدراسة الإحصائية والاقتصادية للنموذج المقدر:

تعتمد هذه الدراسة على معرفة القوة التفسيرية للنموذج وكذا اختبار المعنوية الكلية للنموذج واختبار معنوية المعامل.

✓ اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

يهدف معرفة مدى ملاءمة النموذج الخطي بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء (ALINMA) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الإنماء للإصدارات الأولية (AIF) تقوم باختبار المعنوية الكلية للنموذج بالاعتماد على اختبار فيشر F ، حيث H_0 تعبر عن عدم وجود علاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل و H_1 يوجد على الأقل معامل غير معدوم.

ومنه بالاعتماد على القيمة الاحتمالية لفيشر (Prob(F-statistic)) المتحصل عليها في الجدول رقم (3-16) نجد أنها تساوي 0.000120 وهي أقل من 0.05 وبالتالي نقبل الفرضية البديلة أي أن النموذج الخطي ككل مقبول إحصائياً بمعنى آخر ان نموذج الانحدار الخطي البسيط المستخدم ملائم لتمثيل العلاقة بين ALINMA و AIF.

✓ القوة التفسيرية للنموذج:

يعبر معامل التحديد R^2 عن القوة التفسيرية للنموذج حيث أظهرت نتائج الجدول رقم (3-17) قوة تفسيرية متوسطة للنموذج ذلك أن معامل التحديد يساوي 0.463080 وهو يمثل نسبة مساهمة المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الإنماء للإصدارات الأولية (AIF) في المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء (ALINMA) مما يعني أن 46.30% من التغيرات في المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء تفسرها (سببها) التغيرات في المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الإنماء للإصدارات الأولية والباقي يرجع إلى عوامل أخرى لم تأخذ بعين الاعتبار في النموذج.

✓ اختبار معنوية المعامل:

بما أن معلمة الثابت غير دالة إحصائياً فإننا سنكتفي باختبار معنوية المعلمة $\hat{\beta}_1$ وهذا لمعرفة درجة التأثير بين المتغير التابع والمتغير المستقل وهذا بالاعتماد على اختبار ستودنت (t) حيث يصاغ الاختبار كما يلي:

$$\begin{cases} H_0: \hat{\beta}_1 = 0 \\ H_1: \hat{\beta}_1 \neq 0 \end{cases}$$

- اختبار معنوية معامل التأثير $\hat{\beta}_1$ من خلال اختبار ما يلي:

نعمد في تقييم المعنوية الاحصائية للمعلم على القيمة الاحتمالية prob الموافقة له عند مستوى معنوية 5% والتي تساوي 0.00000 وحسب النتائج المدونة في الجدول رقم (3-17) وهي أقل تماما من 0.05 مما يؤدي إلى قبول الفرضية البديلة أي أن $\hat{\beta}_1$ لديها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي فإن معالم نموذج الانحدار الخطي بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء (ALINMA) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صناديق الإنماء للإصدارات الأولية (AIF) مقبولة إحصائيا.

كما يوضح الجدول أيضا أن معامل التأثير ($\hat{\beta}_1$) بين المتوسط الحسابي لأسعار وحدات صناديق الإنماء للإصدارات الأولية (AIF) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء (ALINMA) هو 1.417438 وهو يدل على أنه كلما زاد المتوسط الحسابي لأسعار وحدات صناديق الإنماء للإصدارات الأولية بوحدة واحدة أي بريال سعودي واحد سيصاحبه زيادة في المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء بمقدار 1.417438 وحدة أي 1.417438 ريال سعودي.

ومنه وبعد كل الاختبارات السابقة تم التأكد أن جميع فرضيات النموذج محققة وبالتالي يمكن القول أن الفرضية 02 محققة وهذا عند مستوى معنوية 5% بمعنى أن هناك أثر ذو دلالة إحصائية بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء (ALINMA) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لصندوق الإنماء للإصدارات الأولية (AIF)، ومنه فالعلاقة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صناديق الإنماء للإصدارات الأولية هي علاقة خطية ويمكن الاعتماد عليها للنمذجة والتقدير والتنبؤ.

وعليه من خلال كل ما سبق ذكره في هذا المطلب توصلنا إلى أنه يمكن صياغة العلاقة التي تربط المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء والمتوسط الحسابي لأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية التابعة له وفق نموذج الانحدار الخطي البسيط الذي يساعد في تقدير العلاقة التي تربط بينهما، كما اتضح أن المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الإنماء تتأثر بالمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية التابعة له لكن بدرجات مختلفة حيث نجد أن المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صناديق الإنماء للإصدارات الأولية يؤثر بقيمة 1.417438 وهو بذلك الأكثر تأثيرا مقارنة بالمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صناديق الإنماء للأسهم السعودية الذي بلغت درجة تأثيره

؛0.415369

المطلب الثالث: دراسة أثر أسعار وحدات صناديق الراجحي للأسهم المحلية على أسعار أسهم مصرف الراجحي

نقوم بدراسة أثر أسعار وحدات صناديق الراجحي للأسهم المحلية على أسعار أسهم مصرف الراجحي من خلال مجموعة

من المراحل نوجزها في العناصر الموالية.

الفرع الأول: عينة الدراسة والتمثيل البياني للمعطيات

تمت هذه الدراسة خلال الفترة من 31 جانفي 2016م إلى غاية 30 جوان 2016م وهذا بالاعتماد على البيانات

الموجودة على الموقع الرسمي لسوق الأسهم السعودي (تداول) أين قمنا بحساب المتوسط الحسابي الأسبوعي لكل من أسعار أسهم

مصرف الراجحي وأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية التابعة له والمتمثلة في صندوق الراجحي للأسهم السعودية، صندوق

الراجحي للأسهم السعودية للدخل وصندوق الراجحي لأسهم البتروكيماويات والاسمنت وهذا نظرا للاختلاف الموجود في تواريخ

تسعير الوحدات لكل صندوق خلال الأسبوع، لتحصل على 22 مشاهدة مبينة في الجدول رقم (3-21) حيث:

BRajhi- المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار مصرف الراجحي؛

RSEF- المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية؛

RSEIF- المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل؛

RPCEF- المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي لأسهم البتروكيماويات والاسمنت.

الجدول رقم (3-21): المتوسطات الحسابية الأسبوعية لكل من

RPCEF ، RSEIF ، RSEF ، BRajhi

BRajhi	RSEF	RSEIF	RPCEF
49.548	324.606	10.375	7.25
51.092	319.738	10.235	7.185
52.244	317.118	10.07	7.035
53.884	327.83	10.43	7.325
53.552	335.134	10.715	7.55
53.028	342.002	11.005	7.905
52.596	341.696	10.96	7.75
53.952	348.362	11.085	7.94
52.752	342.044	10.865	7.69
52.554	343.696	10.83	7.7

54.774	353.92	11.2	7.96
58.102	355.036	11.26	8.04
60.52	368.834	11.65	8.455
58.566	363.688	11.38	8.46
59.296	362.362	11.39	8.385
59.432	364.454	11.45	8.465
58.006	351.362	11.225	8.28
58.126	349.284	11.04	8.275
58.202	353.322	11.135	8.255
59.01	354.336	11.18	8.385
58.396	351.746	11.095	8.315
57.7	348.526	11.505	8.235

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات الموجودة على موقع

www.tadawul.com تداول

-التمثيل البياني للمعلومات:

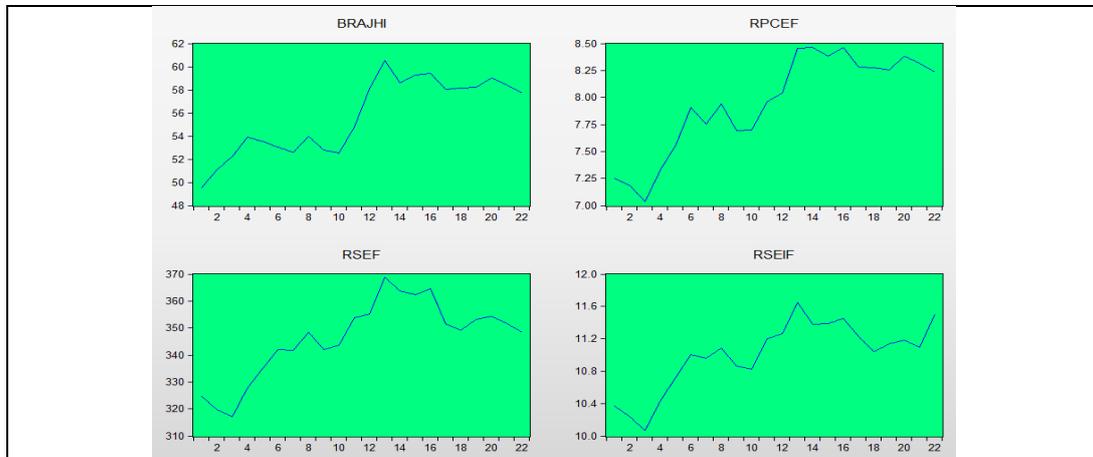
بالاعتماد على معلومات الجدول (3-21) قمنا بالتمثيل البياني لحركة المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف

الراجحي (BRajhi) و المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات كل من صندوق الراجحي للأسهم السعودية (RSEF)

وصندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل (RSEIF) وأخيرا صندوق الراجحي لأسهم البيتروكيماويات والاسمنت

(RPCEF) عبر الزمن، والشكل الموالي يوضح ذلك.

الشكل رقم (3-16): منحنيات تغير كل من RSEIF، BRajhi، RSEF و RPCEF



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

يبدو من خلال المنحنيات أعلاه أن هناك تناسق في التغيرات التي تحصل على المتوسطات الحسابية الأسبوعية أي تناسق بين قيم المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي وقيم المتوسطات الحسابية الأسبوعية لأسعار وحدات كل من صندوق الراجحي للأسهم السعودية وصندوق الراجحي للأسهم السعودية الدخل وصندوق الراجحي لأسهم البتروكيماويات والاسمنت وهذا سواء بالانخفاض أو الارتفاع، وعليه يمكننا القول أن هناك ارتباط معنوي بين المتوسطات الحسابية الأسبوعية المذكورة سابقا.

الفرع الثاني: دراسة العلاقة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي والمتوسطات

الحسابية الأسبوعية لأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية التابعة لمصرف الراجحي

دراسة العلاقة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي والمتوسطات الحسابية الأسبوعية لكل من صندوق الراجحي للأسهم السعودية، صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل وأخيرا صندوق الراجحي لأسهم البتروكيماويات والاسمنت يعني دراسة فيما إذا كان هناك ارتباط بينهم أم لا وهذا بالاعتماد على معامل بيرسون (pearson)، والجدول الموالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (3-22): معاملات الارتباط بين BRajhi، RSEF، RSEIF و RPCEF

		BRajhi	RSEF	RSEIF	RPCEF
BRajhi	Pearson Correlation	1	.859**	.827**	.910**
	Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000
	N	22	22	22	22
RSEF	Pearson Correlation	.859**	1	.961**	.952**
	Sig. (2-tailed)	.000		.000	.000
	N	22	22	22	22
RSEIF	Pearson Correlation	.827**	.961**	1	.941**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000		.000
	N	22	22	22	22
RPCEF	Pearson Correlation	.910**	.952**	.941**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	
	N	22	22	22	22

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج SPSS 16

من خلال النتائج المتحصل عليها في الجدول السابق يتضح أن القيمة الاحتمالية (Sig) لمعامل الارتباط بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم الراجحي (BRajhi) وكل من المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات كل من صندوق

الراجحي للأسهم السعودية (RSEF) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل (RSEIF) وأخيرا المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي لأسهم البتروكيماويات والاسمنت (RPCEF) هي أقل من 0.01 مما يؤدي إلى القول أن هناك ارتباط ذو دلالة إحصائية بين BRajhi و RSEF وكذلك بين BRajhi و RSEIF وأخيرا بين BRajhi و RPCEF وهذا عند مستوى معنوية 0.01. كما أن قيم معامل بيرسون (معامل الارتباط) المتحصل عليها كانت كما يلي:

- معامل الارتباط بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية (RSEF) تساوي 0.859 وهو يعبر عن وجود علاقة قوية قوية موجبة بينهما، أي أنه كلما تغيرت قيمة المتوسط الحسابي الأسبوعي للمصرف تغيرت معها قيمة المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار الوحدات للصندوق والعكس صحيح.

- معامل الارتباط الخطي لبيرسون بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل (RSEIF) يساوي 0.827 مما يدل على وجود ارتباط قوي موجب بين المتغيرين أي كلما تغيرت قيمة BRajhi تغيرت معه قيمة RSEIF وهذا بالزيادة أو النقصان.

- معامل الارتباط لبيرسون بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للبتروكيماويات والاسمنت (RPCEF) يساوي 0.910 وهو قريب جدا من الواحد مما يعبر عن قوة العلاقة الموجبة الموجودة بين المتغيرين أي أنه كلما تغيرت قيمة BRajhi سيصاحبها تغير في RPCEF والعكس صحيح.

وبالنظر أيضا إلى النتائج المدونة في الجدول (3-22) يتضح أن قيم معامل بيرسون بين RSEF و RSEIF و RPCEF قريبة جدا من الواحد أي أن هناك ارتباط قوي بين المتوسطات الحسابية لأسعار وحدات الصناديق وهي قيم ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.01 مما يؤدي بنا إلى عدم دراسة كل المتغيرات في نموذج واحد بل سنكتفي بدراسة كل متغيرة على حدى.

ومنه بما أن الارتباط الموجود بين المتغيرات مقبول إحصائياً فإنه يمكن القيام بدراسة العلاقة الموجودة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) باعتباره متغير تابع والمتوسطات الحسابية الأسبوعية لأسعار وحدات كل من: صندوق الراجحي للأسهم السعودية (RSEF) وصندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل (RSEIF) وأخيراً صندوق الراجحي لأسهم الببتروكيماويات والاسمنت (RPCEF) باعتبارها متغيرات مستقلة وهذا كل على حدى، وبالتالي فإن نموذج الانحدار الخطي البسيط يمكن أن يكون مناسب لتفسير العلاقة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار المصرف والمتوسطات الحسابية الأسبوعية لأسعار وحدات الصناديق أي أننا سنسعى لاختبار الفرضيات التالية:

الفرضية 01: هناك أثر ذو دلالة إحصائية بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية (RSEF) وهذا عند مستوى معنوية 0.05.

الفرضية 02: هناك تأثير ذو دلالة إحصائية بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل (RSEIF) وهذا عند مستوى معنوية 0.05.

الفرضية 03: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للببتروكيماويات والاسمنت (RPCEF) وهذا عند مستوى معنوية 0.05.

الفرع الثالث: تحليل الانحدار الخطي البسيط بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لصندوق الراجحي للأسهم السعودية (RSEF)

من أجل اختبار الفرضية 01 ومعرفة درجة التأثير بين BRajhi و RSEF فإننا نعتمد على نموذج الانحدار الخطي البسيط الذي يصاغ كما يلي:

$$BRajhi_t = \beta_0 + \beta_1 RSEF_t + \varepsilon_t$$

حيث: $BRajhi_t$: يمثل المتغير التابع الذي يعبر عن المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي.

$RSEF_t$: وهو المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية ويمثل المتغير المستقل.

β_0, β_1 : وهي عبارة عن معاملات الانحدار حيث β_0 تمثل ثابت الانحدار و β_1 تعبر عن ميل الانحدار.

ε_t : وهو عبارة عن المتغير العشوائي، وهو يمثل جميع العوامل الأخرى التي تؤثر في المتغير التابع والتي لم تؤخذ بعين الاعتبار

أو التي لا يمكن قياسها.

وبالتالي فالنموذج القياسي الاقتصادي التقديري للعلاقة بين المتغيرين تصاغ كما يلي:

$$\widehat{BRajhi}_t = \widehat{\beta}_0 + \widehat{\beta}_1 RSEF_t$$

أولاً: نتائج تقدير النموذج الخطي

بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى من أجل تقدير العلاقة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف

الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية (RSEF)

وبالاستعانة بالبرنامج الإحصائي Eviews 8 نحصل على النتائج المدونة في الجدول الموالي.

الجدول رقم (3-23): نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين RSEF و BRajhi

Dependent Variable: BRAJHI				
Method: Least Squares				
Date: 04/29/17 Time: 18:04				
Sample: 1 22				
Included observations: 22				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-12.09040	9.032240	-1.338582	0.1957
RSEF	0.195735	0.026059	7.511119	0.0000
R-squared	0.738278	Mean dependent var		55.69691
Adjusted R-squared	0.725192	S.D. dependent var		3.251185
S.E. of regression	1.704341	Akaike info criterion		3.990743
Sum squared resid	58.09560	Schwarz criterion		4.089928
Log likelihood	-41.89817	Hannan-Quinn criter.		4.014108
F-statistic	56.41691	Durbin-Watson stat		0.523912
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

ومنه وفقاً للنتائج المتحصل عليها من الجدول رقم (3-23) يتضح أن الثابت ليس له معنوية إحصائية مما يستدعي إعادة

صياغة النموذج والنتائج الجديدة مدونة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-24): نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و RSEF بدون ثابت

Dependent Variable: BRAJHI				
Method: Least Squares				
Date: 05/21/17 Time: 10:43				
Sample: 1 22				
Included observations: 22				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RSEF	0.160880	0.001068	150.6445	0.0000
R-squared	0.714830	Mean dependent var		55.69691
Adjusted R-squared	0.714830	S.D. dependent var		3.251185
S.E. of regression	1.736175	Akaike info criterion		3.985635
Sum squared resid	63.30039	Schwarz criterion		4.035228
Log likelihood	-42.84199	Hannan-Quinn criter.		3.997318
Durbin-Watson stat	0.430719			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

وبالتالي يمكن كتابة النموذج المقدر كما يلي:

$$\widehat{BRajhi}_t = 0.160880 RSEF_t$$

ومنه لدراسة مدى صلاحية النموذج المقدر سنجري مجموعة من الاختبارات والتحليلات في العنصرين المواليين.

ثانياً: اختبار فرضيات النموذج

نعمد على برنامج Eviews 8 ، لدراسة مدى توفر فرضيات طريقة المربعات الصغرى لنحصل على النتائج التالية:

-اختبار فرضية الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

تبين نتائج الجدول المدونة في الجدول رقم (3-25) أن القيم الاحتمالية لاختبار Breusch-Godfrey serial

LM correlation أقل من 0.05 مما يؤدي إلى رفض الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء

وهذا عند مستوى معنوية 0.05 أي أن هناك ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

الجدول رقم (3-25): اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار بين RSEF و BRajhi

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:				
F-statistic	11.11490	Prob. F(2,19)	0.0006	
Obs*R-squared	11.86035	Prob. Chi-Square(2)	0.0027	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 04/29/17 Time: 19:32				
Sample: 1 22				
Included observations: 22				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RSEF	9.88E-05	0.000767	0.128831	0.8988
RESID(-1)	0.870056	0.225768	3.853767	0.0011
RESID(-2)	-0.189975	0.233100	-0.814995	0.4252
R-squared	0.539107	Mean dependent var	-0.019568	
Adjusted R-squared	0.490592	S.D. dependent var	1.736060	
S.E. of regression	1.239075	Akaike info criterion	3.392731	
Sum squared resid	29.17082	Schwarz criterion	3.541509	
Log likelihood	-34.32004	Hannan-Quinn criter.	3.427779	
Durbin-Watson stat	1.689778			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

ومنه لتصحيح النموذج في هذه الحالة والتخلص من مشكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء لا بد من أخذ الارتباط الذاتي

بين الأخطاء بعين الاعتبار في معادلة التقدير، ونعيد صياغة النموذج كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-26): نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و RSEF بدون ثابت والمعدل

Dependent Variable: BRAJHI				
Method: Least Squares				
Date: 05/03/17 Time: 14:03				
Sample (adjusted): 2 22				
Included observations: 21 after adjustments				
Convergence achieved after 5 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RSEF	0.162653	0.002796	58.17772	0.0000
AR(1)	0.738498	0.140107	5.270939	0.0000
R-squared	0.876357	Mean dependent var	55.98971	
Adjusted R-squared	0.869850	S.D. dependent var	3.019642	
S.E. of regression	1.089375	Akaike info criterion	3.099479	
Sum squared resid	22.54804	Schwarz criterion	3.198957	
Log likelihood	-30.54453	Hannan-Quinn criter.	3.121068	
Durbin-Watson stat	1.189663			
Inverted AR Roots	.74			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

وبالتالي يعاد صياغة النموذج المعتمد في التقدير كما يلي:

$$\widehat{BRajhi}_t = 0.162653 RSEF_t + u_t$$

$$u_t = 0.738498 u_{t-1} + \varepsilon_t \text{ مع}$$

-التوزيع الطبيعي والتوقع الرياضي للأخطاء العشوائية:

من خلال النتائج المتحصل عليها في الجدول رقم (3-27) يتضح أن القيمة الاحتمالية للاختبار تساوي 0.838812 وهي أكبر من 0.05 مما يؤدي إلى قبول الفرضية الصفرية عند مستوى معنوية 0.05 وبالتالي فالأخطاء تتبع توزيع طبيعي، كما أن التوقع الرياضي يظهر أنه تقريبا معدوم.

الجدول رقم (3-27): اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء الناجمة

عن نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و RSEF

Series: Residuals	
Sample	2 22
Observations	21
Mean	0.016763
Median	0.071229
Maximum	2.416307
Minimum	-1.891783
Std. Dev.	1.061653
Skewness	0.270222
Kurtosis	2.668822
Jarque-Bera	0.351538
Probability	0.838812

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

-اختبار فرضية تجانس التباين:

القيم الاحتمالية لاختبار ARCH المتحصل عليها بالاعتماد على برنامج Eviews 8 في الجدول رقم (3-28) تبين أنها أكبر من 0.05 مما يؤدي إلى قبول الفرضية الصفرية التي تنص على ثبات تباين الأخطاء وبالتالي ففرضية تجانس التباين محققة.

الجدول رقم (3-28): اختبار تجانس التباين للأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار بين

RSEF و BRajhi

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.216884	Prob. F(1,18)	0.6470	
Obs*R-squared	0.238113	Prob. Chi-Square(1)	0.6256	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 05/21/17 Time: 11:07				
Sample (adjusted): 3 22				
Included observations: 20 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.139642	0.421540	2.703522	0.0145
RESID^2(-1)	-0.108862	0.233757	-0.465708	0.6470
R-squared	0.011906	Mean dependent var	1.017013	
Adjusted R-squared	-0.042988	S.D. dependent var	1.441481	
S.E. of regression	1.472138	Akaike info criterion	3.705948	
Sum squared resid	39.00944	Schwarz criterion	3.805522	
Log likelihood	-35.05948	Hannan-Quinn criter.	3.725386	
F-statistic	0.216884	Durbin-Watson stat	2.000578	
Prob(F-statistic)	0.647010			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

وعليه فمن خلال كل سبق ذكره يتضح أن فرضيات طريقة المربعات الصغرى محققة.

ثالثاً: الدراسة الإحصائية والاقتصادية للنموذج المقدر

تهدف من خلال هذه الدراسة إلى اختبار معنوية المعامل وكذا دراسة القدرة التفسيرية للنموذج المعتمد في التقدير.

✓ القوة التفسيرية للنموذج:

أظهرت نتائج الجدول رقم (3-26) أن معامل التحديد R^2 يساوي 0.876357 وهي تظهر قوة تفسيرية عالية للنموذج أي أن 87.63% من التغيرات في المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي تسببها وتفسرها التغيرات في المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صناديق الراجحي للأسهم السعودية والباقي 12.36% يرجع إلى عوامل عشوائية أخرى وكذا إلى متغيرات لم تأخذ بعين الاعتبار في النموذج.

✓ اختبار معنوية المعامل:

بما أننا قمنا بحذف الثابت β_0 سنكتفي بدراسة معنوية معامل ميل الانحدار β_1 بهدف معرفة درجة التأثير بين المتغير التابع والمتغير المستقل وهذا بالاعتماد على نتائج اختبار ستودنت (t) المدونة في الجدول رقم (3-26)، حيث أظهرت النتائج أن القيمة الاحتمالية (prob) تساوي الصفر وهي أقل من 0.05 مما يؤدي إلى قبول الفرضية البديلة التي تنص على أن معلمة الانحدار لديها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% أي أن معامل نموذج الانحدار الخطي البسيط بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صناديق الراجحي للأسهم السعودية (RSEF) مقبولة إحصائياً.

كما يتضح أن قيمة معامل التأثير (β_1) تساوي 0.162653 وهو يدل على أنه كلما زاد المتوسط الحسابي لأسعار وحدات صناديق الراجحي للأسهم السعودية بوحدة واحدة أي بريال سعودي واحد سيزداد المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي بـ 0.162653 وحدة أي بـ 0.162653 ريال سعودي.

وعليه فمن خلال كل الاختبارات السابقة يمكن القول أن نموذج الانحدار الخطي البسيط بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صناديق الراجحي للأسهم السعودية (RSEF) مقبول إحصائياً وبالتالي يمكن القول أن الفرضية **01** محققة أي أن هناك أثر ذو دلالة إحصائية بين المتوسط

الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية (RSEF) وهذا عند مستوى معنوية 0.05.

الفرع الرابع: تحليل الانحدار الخطي البسيط بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي

(BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لصندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل (RSEIF)

بهدف دراسة درجة التأثير بين BRajhi و RSEF واختبار الفرضية 02 نعتمد على نموذج الانحدار الخطي البسيط

الذي يصاغ كما يلي:

$$BRajhi_t = \beta_0 + \beta_1 RSEIF_t + \varepsilon_t$$

حيث: $BRajhi_t$: يمثل المتغير التابع الذي يعبر عن المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي.

$RSEIF_t$: وهو المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل الذي يمثل

المتغير المستقل.

β_0, β_1 : وهي عبارة عن معاملات الانحدار حيث β_0 تمثل ثابت الانحدار و β_1 تعبر عن ميل الانحدار.

ε_t : وهو عبارة عن المتغير العشوائي، وهو يمثل جميع العوامل الأخرى التي تؤثر في المتغير التابع والتي لم تؤخذ بعين الاعتبار

أو التي لا يمكن قياسها.

وبالتالي فالنموذج القياسي الاقتصادي التقديري للعلاقة بين المتغيرين تصاغ كما يلي:

$$\widehat{BRajhi}_t = \widehat{\beta}_0 + \widehat{\beta}_1 RSEIF_t$$

أولاً: نتائج تقدير النموذج الخطي:

نعتمد في تقدير العلاقة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي

الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل (RSEIF) على طريقة المربعات الصغرى وبلاستعانة

بالبرنامج الاحصائي Eviews 8 نحصل على النتائج المدونة في الجدول الموالي.

الجدول رقم (3-29): نموذج الانحدار الخطي بين RSEIF و BRajhi

Dependent Variable: BRAJHI				
Method: Least Squares				
Date: 04/29/17 Time: 19:51				
Sample: 1 22				
Included observations: 22				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-14.77042	10.73392	-1.376051	0.1840
RSEIF	6.404004	0.974812	6.569478	0.0000
R-squared	0.683334	Mean dependent var		55.69691
Adjusted R-squared	0.667501	S.D. dependent var		3.251185
S.E. of regression	1.874723	Akaike info criterion		4.181306
Sum squared resid	70.29169	Schwarz criterion		4.280492
Log likelihood	-43.99437	Hannan-Quinn criter.		4.204672
F-statistic	43.15805	Durbin-Watson stat		0.633340
Prob(F-statistic)	0.000002			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

تظهر النتائج المتحصل عليها من الجدول رقم (3-29) أن الثابت ليس لديه معنوية إحصائية مما يستدعي إعادة صياغة

النموذج والنتائج الجديدة مدونة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-30): نموذج الانحدار الخطي بين RSEIF و BRajhi بدون ثابت

Dependent Variable: BRAJHI				
Method: Least Squares				
Date: 04/29/17 Time: 19:55				
Sample: 1 22				
Included observations: 22				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RSEIF	5.063543	0.037063	136.6213	0.0000
R-squared	0.653353	Mean dependent var		55.69691
Adjusted R-squared	0.653353	S.D. dependent var		3.251185
S.E. of regression	1.914190	Akaike info criterion		4.180856
Sum squared resid	76.94662	Schwarz criterion		4.230448
Log likelihood	-44.98941	Hannan-Quinn criter.		4.192538
Durbin-Watson stat	0.473913			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

وبالتالي يمكن كتابة النموذج المقدر كما يلي:

$$\widehat{BRajhi}_t = 5.063543 RSEIF_t$$

ومنه لدراسة مدى صلاحية النموذج المقدر سنجري مجموعة من الاختبارات والتحليلات في العنصرين المواليين.

أولاً: اختبار فرضيات النموذج

لدراسة مدى توفر فرضيات طريقة المربعات الصغرى نعلم على برنامج Eviews 8 لنحصل على النتائج التالية:

-اختبار فرضية الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

لدراسة الارتباط الذاتي بين الأخطاء نعتمد على اختبار Breusch-Godfrey serial correlation LM

الذي أظهرت قيمه الاحتمالية المدونة في الجدول رقم (3-31) أنها أقل من 0.05 مما يؤدي إلى رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

الجدول رقم (3-31): اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء الناجمة عن نموذج

الانحدار بين RSEIF و BRajhi

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test				
F-statistic	10.65755	Prob. F(2,19)	0.0008	
Obs*R-squared	11.63043	Prob. Chi-Square(2)	0.0030	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 05/21/17 Time: 22:49				
Sample: 1 22				
Included observations: 22				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RSEIF	-0.004452	0.026842	-0.165877	0.8700
RESID(-1)	0.908800	0.237709	3.823170	0.0011
RESID(-2)	-0.280395	0.245894	-1.140311	0.2683
R-squared	0.528656	Mean dependent var	-0.020480	
Adjusted R-squared	0.479041	S.D. dependent var	1.914076	
S.E. of regression	1.381532	Akaike info criterion	3.610387	
Sum squared resid	36.26398	Schwarz criterion	3.759165	
Log likelihood	-36.71426	Hannan-Quinn criter.	3.645435	
Durbin-Watson stat	1.587033			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

ومنه لتصحيح النموذج في هذه الحالة لا بد من أخذ الارتباط الذاتي بين الأخطاء بعين الاعتبار في معادلة التقدير،

والنموذج الجديد تعاد صياغته كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-32): نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و

RSEIF بدون ثابت والمعدل

Dependent Variable: BRAJHI				
Method: Least Squares				
Date: 05/21/17 Time: 22:59				
Sample (adjusted): 2 22				
Included observations: 21 after adjustments				
Convergence achieved after 5 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RSEIF	5.090486	0.082649	61.59132	0.0000
AR(1)	0.702391	0.142611	4.925222	0.0001
R-squared	0.837302	Mean dependent var	55.98971	
Adjusted R-squared	0.828739	S.D. dependent var	3.019642	
S.E. of regression	1.249640	Akaike info criterion	3.373981	
Sum squared resid	29.67040	Schwarz criterion	3.473459	
Log likelihood	-33.42680	Hannan-Quinn criter.	3.395570	
Durbin-Watson stat	1.102611			
Inverted AR Roots	.70			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

وبالتالي يكون النموذج المعتمد في التقدير والذي يتحقق فيه شرط الاستقلالية بين الأخطاء كما يلي:

$$\widehat{BRajhi}_t = 5.090486 RSEIF_t + u_t$$

$$u_t = 0.702391 u_{t-1} + \varepsilon_t \text{ مع}$$

-التوزيع الطبيعي والتوقع الرياضي للأخطاء العشوائية:

تظهر نتائج الجدول رقم (3-33) أن القيمة الاحتمالية للاختبار تساوي 0.855884 وهي أكبر من 0.05 مما يؤدي

إلى قبول أن الأخطاء تتبع توزيع طبيعي عند مستوى معنوية 0.05 كما أن التوقع الرياضي يظهر أنه تقريبا معدوم.

الجدول رقم (3-33): اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء الناجمة

عن نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و RSEIF

Series: Residuals	
Sample	2 22
Observations	21
Mean	0.027731
Median	0.099918
Maximum	2.356094
Minimum	-2.295633
Std. Dev.	1.217667
Skewness	-0.200005
Kurtosis	2.557623
Jarque-Bera	0.311242
Probability	0.855884

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

-اختبار فرضية تجانس التباين:

تظهر النتائج المتحصل عليها في الجدول رقم (3-34) بالاستعانة ببرنامج Eviews 8 أن القيم الاحتمالية لاختبار

ARCH المتحصل عليها تبين أنها أكبر من 0.05 مما يؤدي إلى قبول الفرضية الصفرية التي تنص على ثبات تباين الأخطاء

وبالتالي فرضية تجانس التباين محققة.

الجدول رقم (3-34): اختبار تجانس التباين للأخطاء الناجمة عن نموذج

الانحدار بين BRajhi و RSEIF

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.167830	Prob. F(1,18)	0.6869	
Obs*R-squared	0.184755	Prob. Chi-Square(1)	0.6673	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 05/21/17 Time: 23:17				
Sample (adjusted): 3 22				
Included observations: 20 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.533823	0.531577	2.885419	0.0099
RESID^2(-1)	-0.107230	0.261746	-0.409671	0.6869
R-squared	0.009238	Mean dependent var	1.400992	
Adjusted R-squared	-0.045805	S.D. dependent var	1.842133	
S.E. of regression	1.883849	Akaike info criterion	4.199151	
Sum squared resid	63.87999	Schwarz criterion	4.298724	
Log likelihood	-39.99151	Hannan-Quinn criter.	4.218589	
F-statistic	0.167830	Durbin-Watson stat	1.832691	
Prob(F-statistic)	0.686882			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

وعليه فمن خلال كل سبق ذكره يتضح أن فرضيات طريقة المربعات الصغرى محققة.

ثالثاً: الدراسة الإحصائية والاقتصادية للنموذج المقدر:

تهدف من خلال هذه الدراسة إلى اختبار معنوية المعالم وكذا دراسة القدرة التفسيرية للنموذج المعتمد في التقدير.

✓ القوة التفسيرية للنموذج:

ندرس القدرة التفسيرية للنموذج من خلال قيمة معامل التحديد R^2 الذي أظهرت نتائج الجدول رقم (3-32) أنها تساوي 0.837302 وهي تدل عن قوة تفسيرية عالية للنموذج المقدر، وتبين أن 83.73% من التغيرات في المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) تسببها وتفسرها التغيرات في المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل (RSEIF) والباقي 16.27% يرجع إلى عوامل عشوائية أخرى وكذا إلى متغيرات لم تأخذ بعين الاعتبار في النموذج.

✓ اختبار معنوية المعالم:

بما أن نموذج الانحدار المعتمد في التقدير منزوع الثابت فإننا سنكتفي بدراسة معنوية المعامل β_1 الذي يوضح درجة التأثير بين المتغير التابع والمستقل، وسيتم ذلك بالاعتماد على نتائج اختبار ستيودنت (t) المدونة في الجدول رقم (3-32)، التي تظهر نتائجه أن القيمة الاحتمالية (prob) تساوي الصفر وهي أقل تماماً من 0.05 مما يؤدي إلى قبول الفرضية البديلة التي تنص على أن معلمة الانحدار لديها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، أي أن معامل نموذج الانحدار الخطي البسيط بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل (RSEIF) مقبول إحصائياً.

كما أن نتائج الجدول رقم (3-32) تبين أن قيمة معامل التأثير (β_1) تساوي 5.090486 وهو يدل على أنه كلما زاد المتوسط الحسابي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل بوحدة واحدة أي بريال سعودي واحد سيزداد المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي ب 5.090486 وحدة أي ب 5.090486 ريال سعودي.

وبالتالي فمن خلال كل ما سبق ذكره يمكن القول أن نموذج الانحدار الخطي البسيط بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل (RSEIF) مقبول إحصائياً أي أن هناك تأثير ذو دلالة إحصائية بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف

الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل (RSEIF) وهذا عند مستوى معنوية 0.05 أي أن الفرضية 02 مقبولة إحصائياً.

الفرع الخامس: تحليل الانحدار الخطي البسيط بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي

(BRAJHI) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لصندوق الراجحي لأسهم البتروكيماويات والاسمنت (RPCEF)

لاختبار الفرضية 03 ومعرفة درجة التأثير بين BRajhi و RPCEF فإننا نعتمد على نموذج الانحدار الخطي البسيط

الذي يصاغ كما يلي:

$$BRajhi_t = \beta_0 + \beta_1 RPCEF_t + \varepsilon_t$$

حيث: $BRajhi_t$: يمثل المتغير التابع الذي يعبر عن المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي.

$RPCEF_t$: وهو المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي لأسهم البتروكيماويات والاسمنت الذي

يمثل المتغير المستقل.

β_0, β_1 : وهي عبارة عن معاملات الانحدار حيث β_0 تمثل ثابت الانحدار و β_1 تعبر عن ميل الانحدار.

ε_t : وهو عبارة عن المتغير العشوائي، وهو يمثل جميع العوامل الأخرى التي تؤثر في المتغير التابع والتي لم تؤخذ بعين الاعتبار

أو التي لا يمكن قياسها.

وبالتالي فالنموذج التقديري للعلاقة بين المتغيرين يصاغ كما يلي:

$$\widehat{BRajhi}_t = \widehat{\beta}_0 + \widehat{\beta}_1 RPCEF_t$$

أولاً: نتائج تقدير النموذج الخطي

بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى وبرنامج 8 Eviews نقوم بتقدير العلاقة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي

لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي لأسهم

البتروكيماويات والاسمنت (RPCEF)، والنتائج المتحصل عليها مدونة في الجدول الموالي.

الجدول رقم (3-35): نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين RPCEF و BRajhi

Dependent Variable: BRAJHI				
Method: Least Squares				
Date: 05/22/17 Time: 00:00				
Sample: 1 22				
Included observations: 22				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.878384	5.285697	0.733751	0.4716
RPCEF	6.520290	0.664063	9.818780	0.0000
R-squared	0.828191	Mean dependent var		55.69691
Adjusted R-squared	0.819601	S.D. dependent var		3.251185
S.E. of regression	1.380890	Akaike info criterion		3.569842
Sum squared resid	38.13715	Schwarz criterion		3.669027
Log likelihood	-37.26826	Hannan-Quinn criter.		3.593207
F-statistic	96.40844	Durbin-Watson stat		0.900861
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

تظهر نتائج الجدول رقم (3-35) أن الثابت ليس لديه معنوية إحصائية مما يستدعي إعادة تقدير النموذج والنتائج

الجديدة مدونة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-36): نموذج الانحدار الخطي بين RPCEF و BRajhi بدون ثابت

Dependent Variable: BRAJHI				
Method: Least Squares				
Date: 05/22/17 Time: 00:04				
Sample: 1 22				
Included observations: 22				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RPCEF	7.006791	0.036579	191.5538	0.0000
R-squared	0.823566	Mean dependent var		55.69691
Adjusted R-squared	0.823566	S.D. dependent var		3.251185
S.E. of regression	1.365629	Akaike info criterion		3.505496
Sum squared resid	39.16378	Schwarz criterion		3.555089
Log likelihood	-37.56046	Hannan-Quinn criter.		3.517179
Durbin-Watson stat	0.930000			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

وبالتالي فالنموذج المقدر يأخذ الصيغة التالية: $\widehat{BRajhi}_t = 7.006791 RPCEF_t$

ولدراسة مدى صلاحية النموذج المقدر سنجري مجموعة من الاختبارات والتحليلات في العنصرين المواليين.

ثانياً: اختبار فرضيات النموذج

نعتمد على برنامج Eviews 8 لدراسة مدى توفر فرضيات طريقة المربعات الصغرى فنحصل على النتائج التالية:

-اختبار فرضية الارتباط الذاتي بين الأخطاء:

بالاعتماد على برنامج Eviews 8 لدراسة الارتباط الذاتي بين الأخطاء وهذا باستخدام اختبار Breusch-

Godfrey serial correlation LM نحصل على النتائج المدونة في الجدول الموالي.

الجدول رقم (3-37): اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار بين RPCEF و BRajhi

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test				
F-statistic	6.332969	Prob. F(2,19)	0.0078	
Obs*R-squared	8.798623	Prob. Chi-Square(2)	0.0123	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID				
Method: Least Squares				
Date: 05/22/17 Time: 00:09				
Sample: 1 22				
Included observations: 22				
Presample missing value lagged residuals set to zero.				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RPCEF	-0.000658	0.029790	-0.022074	0.9826
RESID(-1)	0.735652	0.207338	3.548090	0.0021
RESID(-2)	-0.428333	0.207382	-2.065426	0.0528
R-squared	0.399937	Mean dependent var	0.012032	
Adjusted R-squared	0.336773	S.D. dependent var	1.365573	
S.E. of regression	1.112106	Akaike info criterion	3.176512	
Sum squared resid	23.49881	Schwarz criterion	3.325290	
Log likelihood	-31.94163	Hannan-Quinn criter.	3.211559	
Durbin-Watson stat	1.939697			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

يتضح من خلال النتائج المتحصل عليها أن القيم الاحتمالية للاختبار أقل من 0.05 مما يؤدي إلى رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة التي تنص على وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، ولتصحيح النموذج في هذه الحالة لا بد من أخذ الارتباط الذاتي بين الأخطاء بعين الاعتبار في معادلة التقدير، وإعادة صياغة النموذج كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-38): نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و RPCEF بدون ثابت والمعدل

Dependent Variable: BRAJHI				
Method: Least Squares				
Date: 05/22/17 Time: 00:14				
Sample (adjusted): 2 22				
Included observations: 21 after adjustments				
Convergence achieved after 4 iterations				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RPCEF	7.016834	0.066769	105.0906	0.0000
AR(1)	0.513775	0.190914	2.691139	0.0145
R-squared	0.850968	Mean dependent var	55.98971	
Adjusted R-squared	0.843125	S.D. dependent var	3.019642	
S.E. of regression	1.196005	Akaike info criterion	3.286244	
Sum squared resid	27.17813	Schwarz criterion	3.385722	
Log likelihood	-32.50556	Hannan-Quinn criter.	3.307833	
Durbin-Watson stat	1.336841			
Inverted AR Roots	.51			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

وبالتالي يعاد صياغة النموذج المقدر كما يلي:

$$\widehat{BRajhi}_t = 7.016834 RPCEF_t + u_t$$

$$u_t = 0.513775 u_{t-1} + \varepsilon_t \text{ مع}$$

ومنه فرضية استقلالية الأخطاء محققة وهذا عند مستوى معنوية 0.05.

-التوزيع الطبيعي والتوقع الرياضي للأخطاء العشوائية:

تظهر نتائج الجدول رقم (3-39) أن القيمة الاحتمالية لاختبار التوزيع الطبيعي تساوي 0.747638 وهي أكبر من 0.05 مما يؤدي إلى قبول الفرضية الصفرية التي تنص على أن الأخطاء تتبع توزيع طبيعي عند مستوى معنوية 0.05 كما أن التوقع الرياضي يظهر أنه تقريبا معدوم.

الجدول رقم (3-39): اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و RPCEF

Series: Residuals	
Sample	2 22
Observations	21
Mean	0.026478
Median	-0.109842
Maximum	2.533238
Minimum	-2.735442
Std. Dev.	1.165406
Skewness	0.146231
Kurtosis	3.761075
Jarque-Bera	0.581672
Probability	0.747638

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

-اختبار فرضية تجانس التباين:

نختبر فرضية تجانس التباين (ثبات التباين) باستخدام اختبار ARCH وهذا بالاستعانة ببرنامج Eviews 8 والنتائج المتحصل عليها مدونة في الجدول الموالي.

الجدول رقم (3-40): اختبار تجانس التباين للأخطاء الناجمة عن نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و RPCEF

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	0.084978	Prob. F(1,18)	0.7740	
Obs*R-squared	0.093976	Prob. Chi-Square(1)	0.7592	
Test Equation:				
Dependent Variable: RESID^2				
Method: Least Squares				
Date: 05/22/17 Time: 00:27				
Sample (adjusted): 3 22				
Included observations: 20 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.360721	0.610250	2.229775	0.0387
RESID^2(-1)	-0.069052	0.236876	-0.291510	0.7740
R-squared	0.004699	Mean dependent var	1.266928	
Adjusted R-squared	-0.050596	S.D. dependent var	2.262448	
S.E. of regression	2.318977	Akaike info criterion	4.614769	
Sum squared resid	96.79778	Schwarz criterion	4.714342	
Log likelihood	-44.14769	Hannan-Quinn criter.	4.634207	
F-statistic	0.084978	Durbin-Watson stat	1.758591	
Prob(F-statistic)	0.773994			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

تظهر النتائج المتحصل عليها في الجدول رقم (3-40) أن القيم الاحتمالية لاختبار ARCH المتحصل عليها أكبر من 0.05 مما يؤدي إلى رفض الفرضية البديلة وقبول الفرضية الصفرية التي تنص على ثبات تباين الأخطاء وبالتالي فرضية تجانس التباين محققة.

وعليه فمن خلال كل سبق ذكره يتضح أن كل فرضيات طريقة المربعات الصغرى محققة.

ثالثاً: الدراسة الإحصائية والاقتصادية للنموذج المقدر:

تهدف من خلال هذه الدراسة إلى اختبار معنوية المعامل وكذا دراسة القدرة التفسيرية للنموذج المقدر.

✓ القوة التفسيرية للنموذج:

من أجل دراسة القوة التفسيرية للنموذج فإننا نعتمد على قيمة معامل التحديد R^2 للنموذج المقدر والمبينة في الجدول رقم (3-38) الذي أظهرت نتائجه أنها تساوي 0.850968 وهي تظهر أن للنموذج الخطي قوة تفسيرية عالية وهو مناسب لتمثيل العلاقة بين المتغيرين بمعنى أن 85.09% من التغيرات والتباينات في المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) تفسرها التغيرات في المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي لأسهم البيتروكيماويات والاسمنت (RPCEF) والباقي 14.90% ترجع إلى عوامل عشوائية أخرى لم تأخذ بعين الاعتبار في النموذج.

✓ اختبار معنوية المعامل:

سنكتفي بدراسة معنوية المعامل $\hat{\beta}_1$ الذي يوضح درجة التأثير بين المتغير التابع والمستقل، وهذا نظراً لاستبعاد الثابت في نموذج الانحدار المقدر وسيتم ذلك بالاعتماد على القيمة الاحتمالية لاختبار ستودنت (t) المدونة في الجدول رقم (3-38)، التي تظهر أنها تساوي الصفر وهي أقل تماماً من 0.05 مما يؤدي إلى قبول الفرضية البديلة التي تنص على أن معلمة الانحدار لديها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، أي أن معامل نموذج الانحدار الخطي البسيط بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي لأسهم البيتروكيماويات والاسمنت (RPCEF) مقبول إحصائياً.

وبالنظر إلى قيمة معامل التأثير $(\hat{\beta}_1)$ المتحصل عليها في الجدول رقم (3-38) نجد أنها تساوي 7.016834 وهو يدل على أنه كلما زاد المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي لأسهم البيتروكيماويات والاسمنت بوحدة واحدة

أي ريال سعودي واحد سيزداد معه المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي بـ 7.016834 وحدة أي بـ 7.016834 ريال سعودي.

وبالتالي فمن خلال كل ما سبق ذكره يمكن القول أن نموذج الانحدار الخطي بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم البيتروكيماويات والاسمنت (RPCEF) مقبول إحصائياً أي أن الفرضية 03 التي تنص على أن هناك تأثير ذو دلالة إحصائية بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم البيتروكيماويات والاسمنت (RPCEF) عند مستوى معنوية 0.05 مقبولة إحصائياً.

وعليه من خلال كل ما سبق ذكره في هذا المطلب توصلنا إلى أنه يمكن صياغة العلاقة التي تربط المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي والمتوسط الحسابي لأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية التابعة له وفق نموذج الانحدار الخطي البسيط الذي يساعد في تقدير العلاقة التي تربط بينهما، كما اتضح أن المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي تتأثر بالمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية التابعة له لكن بدرجات مختلفة حيث نجد أن المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم البيتروكيماويات والاسمنت يؤثر بقيمة 7.016834 وهو بذلك الأكثر تأثيراً مقارنة بالمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل الذي بلغت درجة تأثيره 5.090486 والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية الذي بلغت درجة تأثيره 0.162653؛

من خلال كل ما تمت دراسته في هذا المبحث يمكن التعميم بالقول أن أسعار أسهم المصارف الإسلامية السعودية محل الدراسة تتأثر بأسعار وحدات الصناديق الاستثمارية التابعة لها وهذا بدرجات مختلفة بحيث أن العلاقة التي تربط بينهم هي علاقة طردية أي أن هناك تأثير موجب بينهما.

وبالتالي فإن: الزيادة في أسعار الوحدات للصناديق الاستثمارية يقابله الزيادة في أسعار أسهم المصارف المنشئة لها (علاقة طردية) وهذه الأخيرة أي الزيادة في أسعار الأسهم سيؤثر بالضرورة على العوائد السوقية للسهم مما يوفر الفرصة للمستثمرين في المصارف لتحقيق عوائد على استثماراتهم من الأسهم الأمر الذي يؤثر على إجمالي حقوق المساهمين وكذا إجمالي ودائع العملاء في المصرف، بحيث يعتبر هذين الأخيرين الأساس الذي يعتمد عليه المصرف للقيام بنشاطاته سواء المصرفية أو الاستثمارية و

التمويلية، وبالتالي فإنه يمكن القول أن لصناديق الاستثمار الإسلامية دور فعال في نمو وتطوير نشاط المصارف الإسلامية التابعة لها، وهذا ما سنحاول التوصل إليه في المبحث الموالي أين سنقوم بتقييم الأداء المالي لإحدى المصارف الإسلامية ألا وهو مصرف الإنماء للمدة (2009-2016م) وذلك بهدف معرفة التغيرات التي حدثت في قوائمته و مؤشراتته المالية منذ تاريخ إنشائه للصناديق الاستثمارية من قبل شركة الإنماء للاستثمار.

المبحث الرابع: تقييم الأداء المالي لمصرف الإنماء للمدة (2009 - 2016م)

في هذا المبحث أردنا أن نستخلص بعض الملاحظات على أداء واحد من المصارف الإسلامية الأربعة العاملة بالمملكة العربية السعودية وذلك قبل وبعد إنشائه للصناديق الاستثمارية الإسلامية، وقد وقع اختيارنا على مصرف الإنماء لسببين رئيسيين هما:

- تاريخ إنشاء مصرف الإنماء ليس بالبعيد أي كان فقط منذ سنة 2006م ومعنى ذلك أن المصرف يعتبر الأحداث والأصغر سنًا إن صح التعبير بين المصارف الإسلامية الأخرى العاملة بالمملكة ، ورغم هذه الحداثة فقد حقق العديد من الإنجازات خلال السنوات الماضية منذ إنشائه وحصل على عدة جوائز وشهادات عالمية خلال مسيرته التي نستطيع أن نصفها بالقصيرة مقارنة بالمصارف الأخرى العاملة بالمملكة أهمها جائزة أسرع البنوك نموًا في المملكة (من مجلة بانكر الشرق الأوسط) سنة 2016م للمرة الرابعة على التوالي¹ وهذا استنادا على الأداء المالي والنمو المتسارع المحقق في أعماله وقدرته على المنافسة وتنامي الإيرادات مقارنة بالمصارف العاملة بالمملكة العربية السعودية ، كما أنه يعد الأكثر مواكبة للتقنيات الحديثة في الصناعة المصرفية الإسلامية لذلك فهي تجربة مصرفية تستحق منا البحث والدراسة؛

- تاريخ بداية إنشاء الصناديق الاستثمارية الإسلامية من قبل شركة الإنماء للاستثمار (الذراع الاستثماري لمصرف الإنماء) التابعة كليًا لمصرف الإنماء كان في سنة 2011م كما وضعنا سابقًا، الأمر الذي قد يساعدنا في متابعة التغيرات التي طرأت على أنشطة المصرف بعد تأسيسه للصناديق الاستثمارية والتي يمكن استنتاجها من التغيرات المالية التي تظهر في التقارير والقوائم المالية للمصرف.

¹ <http://www.alriyadh.com/1526073> [consulter le 29/08/2016]

وفي هذا المبحث سنقوم بإلقاء الضوء على أهم أنشطة المصرف الرئيسية وكذا أبرز الخدمات التي تقدمها شركة الإنماء للاستثمار باعتبارها الذراع الاستثماري لمصرف الإنماء ثم تقييم الوضعية المالية لمصرف الإنماء للمدة (2009-2016م) بالإضافة إلى تحليل بعض النسب المالية لمصرف الإنماء لنفس المدة والتي رأينا أنها تتناسب مع أهداف الدراسة.

المطلب الأول: لمحة مختصرة حول أنشطة مصرف الإنماء

سعى مصرف الإنماء منذ بداياته على تحقيق رؤيته بأن يكون الشريك المالي المفضل لجميع شركائه سواء كانوا أفراداً أم شركات من خلال تقديمه لمنتجات وخدمات مميزة ومبتكرة بأسلوب ونهج متوافق مع أحكام وضوابط الشريعة الإسلامية، وحرص المصرف على التواجد في كافة أنحاء المملكة العربية السعودية من خلال شبكة للفروع وأخرى لأجهزة الصراف الآلي، إضافة لتطوير الخدمات الإلكترونية المتعددة من انترنيت الإنماء وجوال الإنماء والتطبيقات الذكية للجيل الثالث والرابع من الأجهزة الذكية للتواجد وللتفاعل مع المستجدين في الساحة المصرفية¹، أما عن قيم وأهداف المصرف فيمكننا اختصارها في:

أولاً: قيم مصرف الإنماء: حيث وضع مصرف الإنماء مجموعة من القيم الأساسية يجب على جميع منسوبي ومنسوبات

مصرف الإنماء الالتزام بها وتتلخص هذه القيم في:

- السعي للقيادة،
- الإبداع؛
- المبادرة؛
- خدمة المجتمع؛
- احترام الجميع؛
- الأمانة؛
- الترابط بين الزملاء؛
- خدمة العميل.

ثانياً: أهداف مصرف الإنماء: حيث وضع المصرف مجموعة من الأهداف الاستراتيجية أبرزها:

- أن يكون أفضل مصرف في خدمة الشركاء؛

¹ معلومات مأخوذة من موقع مصرف الإنماء الإلكتروني www.alinma.com

- تقدم جميع الحلول المصرفية المتوافقة مع الأحكام والضوابط الشرعية؛
 - تحقيق عوائد مجزية للمساهمين؛
- كما يشرف على جميع معاملات مصرف الإنماء هيئة شرعية تختص بالنظر الشرعي في جميع هذه المعاملات وكذا في أنشطة المصرف والرقابة الشرعية على أدائه، سواء كان ذلك داخل المملكة العربية السعودية أم خارجها، وتضم الهيئة في عضويتها عددا من العلماء المختصين في فقه المعاملات المالية والاقتصاد، ويمكن تلخيص بعض مهام هذه الهيئة في النقاط التالية¹:
- النظر في جميع معاملات المصرف، وفي العقود والاتفاقيات والنماذج والوثائق ونحوها وإصدار ما يلزم بشأنها؛
 - مراقبة التزام المصرف بأحكام الشريعة الإسلامية في جميع أنشطته ومعاملاته والتأكد من تنفيذ قرارات الهيئة على الوجه الصحيح؛
 - إقرار معايير الرقابة الشرعية؛
 - الإسهام في ابتكار المنتجات وتطويرها في ضوء أحكام الشريعة الإسلامية؛
 - المراجعة الشرعية للقوائم المالية للمصرف قبل اعتمادها من مجلس الإدارة؛
 - وضع الضوابط الشرعية للتخلص من المبالغ المستعبدة نتيجة مخالفة شرعية، والإشراف على صرفها؛
- لقد دأب مصرف الإنماء منذ تأسيسه على تقديم أحدث الخدمات المصرفية وأكثر المنتجات المصرفية تطورا لعملائه الذين يسميهم الشركاء الأمر الذي جعله يحتل مكانة مرموقة سواء محلية وإقليمية من خلال الأعمال المصرفية المتوافقة مع الأحكام والضوابط الشرعية، ويمكن ذكر بعض هذه الخدمات في العناصر الموالية²:

1- خدمات الأفراد: وأهم هذه الخدمات هي:

- **خدمات البطاقات:** حيث حصل مصرف الإنماء على جائزة أفضل بطاقة صرف آلي في المملكة سنة 2015م من مجلة "The Bankers الشرق الأوسط" وهي مجلة مختصة في مجال المال والأعمال، ومن بين البطاقات التي قام المصرف بإصدارها: بطاقة الإنماء الائتمانية، بطاقة الإنماء مدى بالإضافة إلى خدمة التحقق بواسطة فيزا،... وغيرها؛

¹<http://www.alinma.com/wps/portal/alinma/Alinma/MenuPages/ShariahBoard/Mandate> [consulter le 19/04/2017]

²معلومات مأخوذة من موقع مصرف الإنماء الإلكتروني www.alinma.com

- **التمويل:** ومن العمليات التي يقوم المصرف بتمويلها نجد تمويل السيارات، تمويل العقار مكتمل البناء أو العقار تحت الإنشاء والتطوير، تقسيط خدمة التعليم وغيرها وذلك بصيغ متوافقة مع الأحكام والضوابط الشرعية؛

- **الحسابات:** والتي تعتبر من أهم الوسائل لحفظ الأموال وإدارتها، حيث يوفر مصرف الإنماء مجموعة متنوعة من الحسابات أهمها: الحساب الجاري، حساب الأسرة، حساب الادخار، الحساب الاستثماري، حساب التعليم،... وغيرها؛

2- خدمات الشركات: وتتمثل هذه الخدمات في:

- **نظام التحقق من الضمانات البنكية:** حيث جاءت هذه الخدمة تجاوبا مع النمو المتسارع لقطاع الأعمال بالملكة والذي يعكس نمو المشاريع والإنفاق الحكومي التنموي من جهة وما يشهده القطاع الخاص أيضا من نمو في فرص الأعمال لمواكبة المشاريع العامة والخاصة، وقد أطلق مصرف الإنماء هذه الخدمة الجديدة ضمن خدماته المصرفية الإلكترونية للاستعلام والتحقق آليا من خطابات الضمانات المصرفية الصادرة عنه عن طريق موقع المصرف على الانترنت حيث تهدف هذه الخطوة لمساعدة شركاء الإنماء والجهات المستفيدة ورفع المستوى الأمني للتحقق من هذه الخطابات ولتوفير الجهد والوقت المبذولين¹؛

- **خدمة نقاط البيع:** حيث تتيح هذه الخدمة لعملاء تجار التجزئة أو ملاك المؤسسة أو شركة ما تتميز بالتعاملات النقدية اليومية خيارات للدفع قيمة مشترياتهم إلكترونيا من خلال أجهزة نقاط البيع الخاصة بالمصرف؛

- **خدمة إدارة النقد:** أهمها:

- الاطلاع على أرصدة الحسابات ومراجعة كشوفات الحسابات؛
- إدارة النقد بين حسابات الشركة بأوامر ثابتة؛
- معرفة حركة التدفق المالي في فترة محددة؛
- دفع فواتير الخدمات المسجل في نظام سداد؛
- سداد المدفوعات الحكومية؛

¹<http://www.alriyadh.com/1027334> [consulter le 21/05/2017]

- **عمليات التجارة الدولية:** حيث تساعد هذه الخدمة في توفير المنتجات المالية والخدمات إلى الشركات المحلية والدولية والمؤسسات المالية وهيئات القطاع العام الأخرى وتشمل خدمات الاستيراد والتصدير من خلال: خطابات الضمان وضمانات الشحن وغيرها، الاعتمادات المستندية والتحصيل المستندي؛
 - **دعم المنشآت المتوسطة والصغيرة:** وذلك من خلال توفير أفضل الحلول المالية للنمو والتطوير من قبل فريق متخصص لدعم هذه الأعمال الصغيرة والمتوسطة، وتمثل هذه الحلول المالية في: المراجعة، الإجارة، المشاركة، البيع الآجل؛
 - **خدمات شركاء الشركات:** وتهدف إلى إدارة خدمة شريك الشركات من خلال فتح الحساب وتحديثه، تحديث صلاحية الحساب، طلب دفتر شيكات، طلب كشف للحساب، تحويل الأموال إما لحسابات الإنماء أو لحسابات في مصارف محلية أو خارجية؛
 - **تقديم الحلول المالية:** حيث يوفر مصرف الإنماء مجموعة من منتجات التمويل والاستثمار للشركات المتوافقة مع ضوابط الشريعة الإسلامية مثل: المراجعة، بيع الآجل، الإجارة والإجارة موصوفة بالذمة، المشاركة، التمويلات المشتركة، تمويل المشاريع بمختلف أنواعها: مشاريع البنية التحتية، المشاريع الفندقية، مشاريع الإسكان، المشاريع الصناعية، ... وغيرها.
 - **إدارة الرواتب:** حيث قدم مصرف الإنماء هذه الخدمة لتلبية احتياجات الشركات من مختلف الشرائح والأعمال لتيسير إدارة عمليات الرواتب بطريقة سريعة ومنتطورة؛
- والجدير بالذكر أن مصرف الإنماء قام منذ تأسيسه باستقطاب وتطوير الكوادر البشرية ذات الخبرة المهنية المتميزة والمتخصصة والتي أسهمت بشكل رئيس في تحقيق إنجازات المصرف خصوصا في المرحلة التأسيسية، ومن أمثلة العمليات التدريبية: إطلاق برنامج "واعد" مطلع 2015م أحد مخرجات مركز القياس والتطوير لمديري مصرف الإنماء الذي يهتم بتطوير وتنمية القدرات والمهارات المصرفية لمنسوبي المصرف، بالإضافة إلى برنامج التوجيه الشخصي لـ 60 مديرا في مصرف الإنماء بهدف تزويدهم بأهم المهارات القيادية، ويضاف إلى ذلك قيام المصرف بالعديد من الدورات التدريبية المعرفية والسلوكية والمهارية في

المجالات المصرفية والمالية والقانونية والإدارية لصالح منسوبي المصرف، وهذا كله يصب في هدف واحد هو تطوير وقياس أداء منسوبي المصرف¹؛

ولقد قام مصرف الإنماء بتأسيس الشركات التالية لغرض مواكبة التطلعات والطموحات الاستثمارية لشركاء المصرف وتنمية ثرواتهم²:

- **شركة الإنماء للاستثمار:** وتشمل أغراض الشركة التعامل بصفة أصيل ووكيل والتعهد بالتغطية والإدارة والترتيب وتقديم المشورة والحفظ في أعمال الأوراق المالية وهي مملوكة بالكامل للمصرف بنسبة 100% ويبلغ رأس مالها 1000 مليون ريال ورأس مالها المدفوع 250 مليون ريال؛

- **شركة التنوير العقارية:** وتشمل أغراض الشركة مسك وإدارة الأصول المفرغة للمصرف وللغير على سبيل الضمانات كما يحق لها بيع وشراء وإفراغ العقارات للأغراض التمويلية التي أنشئت من أجلها الشركة وهي مملوكة بالكامل للمصرف بنسبة 100% ويبلغ رأس مالها 100 ألف ريال؛

- **شركة وكالة الإنماء للتأمين التعاوني:** وتعمل هذه الشركة وفق ضوابط مؤسسة النقد العربي السعودي وتمارس نشاطها كوكيل لشركة الإنماء طوكيو مرين (شركة زميلة)، وهي مملوكة بالكامل للمصرف أي بنسبة 100% ويبلغ رأس مالها 3 مليون ريال؛

بالإضافة إلى مساهمته في العديد من الشركات الزميلة مثل شركة إرسال للحالات المالية، شركة بيان للمعلومات الائتمانية، شركة الإنماء طوكيو مارين.

المطلب الثاني: خدمات شركة الإنماء للاستثمار

لا يمكن التكلم عن النشاط الاستثماري لمصرف الإنماء دون ذكر الدور الذي تؤديه شركة الإنماء للاستثمار في تدعيم أعمال المصرف الاستثمارية، حيث تعد شركة الإنماء للاستثمار الذراع الاستثماري لمصرف الإنماء وهي شركة مساهمة سعودية مقفلة مملوكة كلياً لمصرف الإنماء، حيث بدأت ممارسة العمل بتاريخ 2010/01/17م في نشاط التعامل بصفة أصيل ووكيل والتعهد بالتغطية وإدارة صناديق الاستثمار وإدارة محافظ العملاء والترتيب وتقديم المشورة والحفظ في أعمال الأوراق المالية، كما

¹ معلومات مأخوذة من التقرير السنوي لمصرف الإنماء لسنة 2015م.

² معلومات مأخوذة من التقرير السنوي لمصرف الإنماء لسنة 2015م.

وتعتبر شركة الإنماء للاستثمار في طليعة الشركات الرائدة في تقديم منظومة متكاملة من المنتجات والخدمات الاستثمارية المتوافقة مع الأحكام الشرعية وفق أفضل ما توصلت له التقنية الحديثة في مجال الاتصالات والأنظمة التقنية المتقدمة، حيث تلتزم جميع معاملات الشركة بالأحكام والضوابط الشرعية وتتولى الأمانة الشرعية دراسة نشاط الشركة ومعاملاتها وعرضها على الهيئة الشرعية للتأكد من توافقها مع الأحكام والضوابط الشرعية، والجدير بالذكر أن الإنماء للاستثمار تركز نشاطها في المرحلة الأولى على السوق المحلي عبر تقديم خدمات الوساطة والتداول وطرح الصناديق وإدارة المحافظ وإصدار الصكوك وتقديم المشورة للمؤسسات في القطاعين العام والخاص، وعموماً يمكن تلخيص أهم الأعمال والخدمات المقدمة من قبل شركة الإنماء للاستثمار في النقاط التالية¹:

- منتجات وخدمات الوساطة: من أهمها :

- خدمة التطهير المالي للأسهم المحلية والخليجية الغير النقية حسب معايير الهيئات الشرعية المعتمدة،
- خدمة التحليل الفني التي تأتي كأساس علمي ومهني لتحليل أسواق الأسهم المحلية والخليجية يشرف عليها المختصين؛

- خدمة التداول عن طريق الرد الآلي التي تمكن شركاء الشركة من التداول عبر الهاتف أو الجوال من أجل الوصول إلى سوق الأسهم السعودية في أي وقت وفي أي مكان دون الحاجة إلى وسيط؛

- خدمات إدارة الاستثمار: وتشمل:

- إدارة المحافظ الاستثمارية وفقاً لنظرة وأهداف شركاء الإنماء الاستثمارية المتوافقة مع الأحكام والضوابط الشرعية بأقل التكاليف وبأعلى مستويات الخدمة؛
- إدارة الصناديق الاستثمارية من خلال فريق متمرس يجمع بين التخصص العلمي العارف والمتمكن بأدوات التحليل المالي وبين الخبرة العلمية الحافلة بالنجاحات والانجازات، وهذا من أجل استغلال الفرص الاستثمارية في الأسواق المحلية والخليجية لتنمية ثروات الشركاء وتحقيق تطلعاتهم وكذا أهدافهم الاستثمارية؛

- خدمات المصرفية الاستثمارية: وتشمل:

¹ معلومات مأخوذة من موقع شركة الإنماء الإلكتروني على الرابط: <http://www.alinmainvestment.com>

- تقديم المشورة فيما يخص عمليات الاندماج والاستحواذ بين الشركات حسب الاستراتيجية التي تعمل عليها إدارة تلك الشركات؛

- تقديم المشورة للشركات في ترتيب التسهيلات المصرفية بكافة أنواعها والمتوافقة مع الأحكام والضوابط الشرعية مما يتيح للعميل الوصول لقاعدة أكبر من الممولين للحصول على التسهيلات بوقت أسرع وشروط تمويل أفضل؛

- تقديم الخدمات ذات العلاقة بأسواق رأس المال كخدمة ترتيب طرح أسهم الشركات وخدمة ترتيب حقوق الأولوية وخدمة التعهد بتغطية الأسهم المطروحة (في حالة طرح العام) بما يتناسب مع احتياجات العملاء وخططهم المستقبلية، يضاف إلى ذلك خدمة ترتيب طرح الصكوك وذلك كخيار آخر لتمويل الشركات؛

- خدمات الحفظ: حيث تقدم شركة الإنماء للاستثمار خدمات الحفظ في الأسهم المحلية والدولية والصناديق الاستثمارية والعقارية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ولقد قامت الشركة بتأسيس إدارة متخصصة لذلك وعمل الإجراءات الداخلية التي تضمن جودة عمل ومهنية عالية في ظل وجود البنية الأساسية المتكاملة التي توفر التقارير اللازمة لجميع نشاطات الحفظ؛

المطلب الثالث: عرض وتحليل بعض البيانات المالية لمصرف الإنماء للمدة (2009-2016م)

إن التعرف على الوضعية المالية لأي مؤسسة يهدف بشكل عام إلى تقييم أدائها وتقديم صورة عامة حول نشاطها، وذلك يساعد متخذي القرار في اتخاذ التدابير الملائمة والناجعة لحل المشاكل والمخاطر التي قد تواجهها، كما وقد يساعد أيضا في جذب المودعين أو المستثمرين الراغبين في استثمار أموالهم فيها، لذلك فقد اعتمدنا في تقييم الوضعية المالية لمصرف الإنماء على تحليل بعض المقارنات المالية لبعض بنود القوائم المالية الموحدة لمصرف الإنماء خلال سنوات عمله أي منذ سنة 2009م إلى غاية سنة 2016م والتي رأينا أنها تتناسب مع أهداف الدراسة.

الفرع الأول: عرض و تحليل بعض المقارنات المالية لبعض بنود قوائم المركز المالي الموحدة لمصرف الإنماء

بالاعتماد على التقارير السنوية الخاصة بمصرف الإنماء المتاحة في موقع مصرف الإنماء الإلكتروني قمنا ببعض المقارنات المالية لأهم بنود قوائم المركز المالي الموحدة والمتمثلة في: إجمالي الموجودات، إجمالي ودائع العملاء، إجمالي حقوق المساهمين وكذا إجمالي التمويل والاستثمار الموضحة في الجدول والشكل أدناه:

الجدول رقم (3-41): بعض المقارنات المالية لبعض بنود قوائم المركز المالي الموحدة لمصرف الإنماء للمدة (2009-2016) القيمة بملايين الريالات

من قائمة المركز المالي الموحدة				السنوات
إجمالي التمويل والاستثمار	إجمالي حقوق المساهمين	ودائع العملاء	إجمالي الموجودات	
2,111	15,605	1,501	17,306	2009
18,219	15,620	8,316	26,549	2010
28,814	15,894	17,776	36,783	2011
39,428	16,664	32,214	54,014	2012
50,837	16,832	42,763	63,001	2013
62,331	17,939	59,428	80,862	2014
63,788	18,352	65,542	88,725	2015
77,414	19,178	80,612	104,730	2016

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: التقارير السنوية لمصرف الإنماء للسنوات 2009-2016م

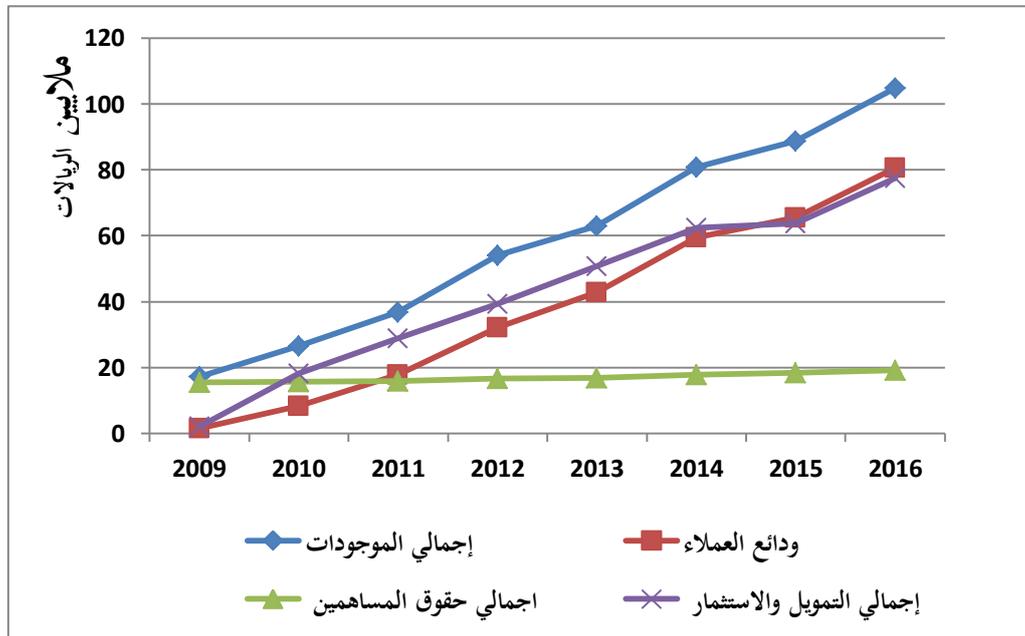
من خلال الجدول المبين أعلاه يمكن القول أن المركز المالي لمصرف الإنماء في نمو مستمر وسريع إذا ما أخذنا بعين الاعتبار تاريخ تأسيسه، ذلك أن موجودات المصرف قد نمت بشكل مضطرد خصوصاً بعد سنة 2011م إلى أن بلغت نهاية سنة 2016م إلى 104,730 مليون ريال سعودي وهذا من شأنه أن يعزز سمعة المصرف في السوق لكفاءته في زيادة أصوله، ومن جهة أخرى نلاحظ أن ودائع العملاء والتي تشمل: ودائع تحت الطلب، استثمارات عملاء لأجل، حسابات عملاء أخرى قد تضاعفت بعد سنة 2010م إلى أن بلغت 80,612 مليون ريال بنهاية 2016م والجدير بالذكر أن تركيز هذه الودائع جغرافياً كان من المملكة العربية السعودية دون الدول الغربية والخليجية الأخرى، وفي المقابل فقد ارتفع إجمالي حقوق المساهمين بشكل ملحوظ ابتداءً من سنة 2011م إلى أن بلغ نهاية عام 2016م إلى 19,178 مليون ريال مما قد يجعل مصرف الإنماء في وضع

أفضل لقيادة عمليات التوسع الإقليمي المستقبلي لهذا المصرف وكذا لزيادة كسب ثقة ورؤى المتعاملين مع المصرف أو الشركاء كما يسميهم، أما عن إجمالي التمويل والاستثمار فقد عرف هو الآخر نمواً إيجابياً خلال السنوات السابقة إلى أن وصلت قيمته سنة 2016م إلى أكثر من 77,414 مليون ريال.

ويمكن التعبير عن القيم الجدولية الموضحة في الجدول أعلاه لبعض بنود قائمة المركز المالي الموحدة لمصرف الإنماء في

الشكل الموالي:

الشكل رقم (3-17): بعض المقارنات المالية لبعض بنود قائمة المركز المالي الموحدة لمصرف الإنماء للمدة (2009-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات الموجودة في التقارير السنوية لمصرف الإنماء للسنوات 2009-2016م

الفرع الثاني: عرض و تحليل بعض المقارنات المالية لبعض بنود قائمة الدخل الموحدة لمصرف الإنماء

بالاعتماد على التقارير السنوية الخاصة بمصرف الإنماء المتاحة في موقع مصرف الإنماء الإلكتروني قمنا ببعض المقارنات

المالية لأهم بنود قائمة الدخل الموحدة والمتمثلة في: إجمالي الدخل من الاستثمار والتمويل، إجمالي دخل العمليات، وكذا صافي

الدخل المحقق في كل سنة في الجدول والشكل المواليين.

الجدول رقم (3-42): بعض المقارنات المالية لبعض بنود قوائم الدخل الموحدة لمصرف الإنماء للمدة (2009-
القيمة بملايين الريالات)
(2016م)

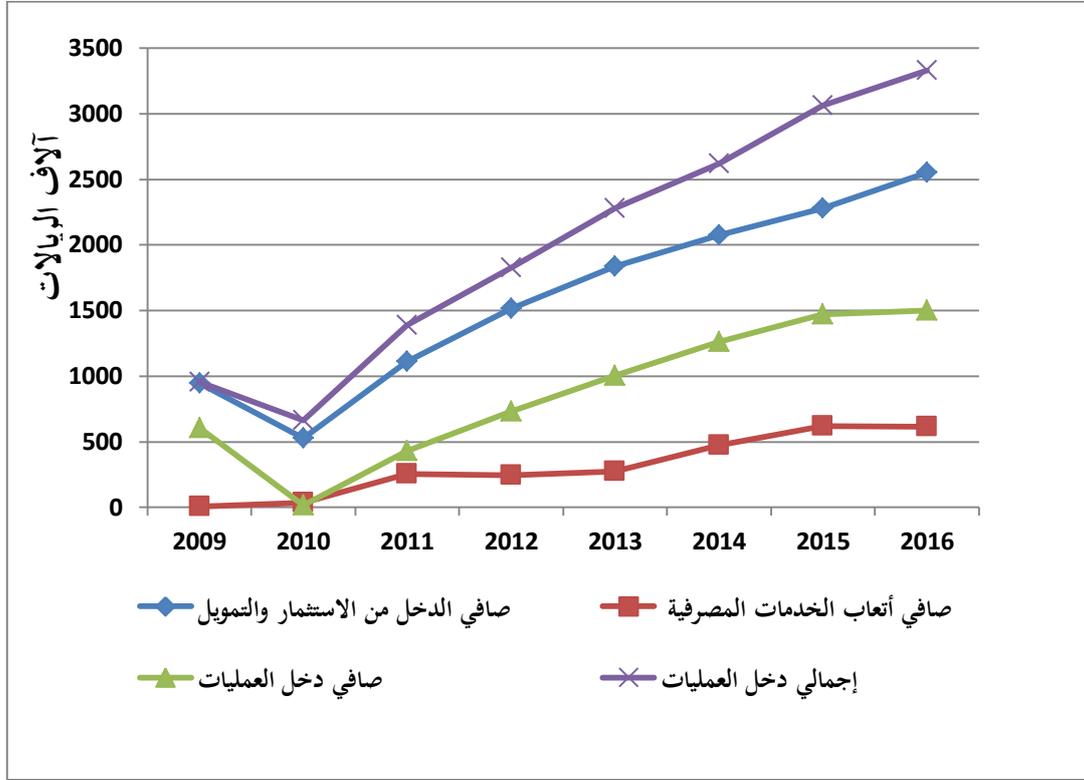
من قائمة الدخل الموحدة				السنوات
صافي دخل العمليات	إجمالي دخل العمليات	صافي أتعاب الخدمات المصرفية	صافي الدخل من الاستثمار والتمويل	
605	954	7	945	2009
15	662	34	525	2010
431	1,388	256	1,112	2011
733	1,826	243	1,517	2012
1,004	2,279	272	1,835	2013
1,264	2,620	474	2,075	2014
1,470	3,063	620	2,279	2015
1,502	3,328	615	2,551	2016

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: التقارير السنوية لمصرف الإنماء للسنوات 2009-2016م

بقراءة أرقام الجدول الموضحة أعلاه نلاحظ أن مصرف الإنماء قد حقق دخلاً صافياً من الاستثمار والتمويل لا يستهان به خلال سنوات عمله وبالتحديد في نهاية سنة 2011م أين تضاعفت قيمته مقارنة بالسنة السابقة، وقد بلغت قيمة الدخل الصافي من الاستثمار والتمويل بنهاية سنة 2016م إلى 2,551 مليون ريال سعودي وهذا مؤشر جيد على نمو النشاط الاستثماري للمصرف، وفي المقابل فقد حقق المصرف دخلاً صافياً من أتعاب الخدمات المصرفية خصوصاً منذ سنة 2011م إلى أن وصل إلى أكثر من 615 ألف ريال سعودي سنة 2016م ويشار هنا إلى أن الدخل من الأتعاب المصرفية شمل: الدخل من تمويل شركات واستشارات، الدخل من خدمات تجارية، الدخل من خدمات البطاقات والدخل من إدارة صناديق الاستثمار وخدمات بنكية أخرى، أما عن إجمالي دخل عمليات المصرف فقد عرفت تزايداً ونمو ملحوظين وذلك بدعم من نمو صافي الدخل من الاستثمار وصافي أتعاب الخدمات المصرفية المقدمة من المصرف ليصل سنة 2016م إلى 3,328 مليون ريال، وبالتالي فقد حقق مصرف الإنماء أرباحاً صافية (بعد خصم إجمالي مصاريف العمليات) متزايدة خلال سنوات عمله وصلت بنهاية سنة 2016م إلى 1,502 مليون ريال سعودي بعدما بلغ 15 مليون ريال فقط قبل سنة 2011م.

ويمكن التعبير عن القيم الجدولية الموضحة في الجدول أعلاه لبعض بنود قوائم الدخل الموحدة لمصرف الإنماء في الشكل الموالي:

الشكل رقم (3-18): بعض المقارنات المالية لبعض بنود قوائم الدخل الموحدة لمصرف الإنماء للفترة (2009-2016)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات الموجودة في التقارير السنوية لمصرف الإنماء للسنوات 2009-2016م

تحليل النتائج المتوصل إليها:

أظهرت المقارنات المالية لبعض بنود القوائم المالية الموحدة المأخوذة من التقارير السنوية لمصرف الإنماء من سنة 2009م إلى غاية سنة 2016م الموضحة في الجداول والأشكال السابقة أن حجم ونشاط المصرف ينمو ويكبر من سنة لأخرى مقاساً ب: - زيادة الأرباح الصافية أو ما يصطلح عليه بصافي دخل العمليات وهذا نتيجة لزيادة إجمالي الدخل سواء من العمليات التمويلية والاستثمارية أو من أتعاب الخدمات المصرفية خصوصاً بعد سنة 2010م وهو تاريخ تأسيس شركة الإنماء للاستثمار أين باشرت هذه الشركة أعمالها الاستثمارية (سبق شرحها) التي من أهمها طرح وإدارة الصناديق الاستثمارية الإسلامية في السوق المالي السعودي وهذا بهدف تنمية ثروات المتعاملين مع المصرف وكسب ثقتهم وتحقيق تطلعاتهم وكذا أهدافهم الاستثمارية، وبما أننا أثبتنا في المبحث السابق أن أسعار وحدات صناديق الإنماء للأسهم المحلية لها تأثير إيجابي

مباشر على أسعار أسهم مصرف الإنماء فإن ارتفاع إجمالي حقوق المساهمين دليل واضح على كسب مصرف الإنماء ثقة ورضا حملة أسهمه، وبالتالي فزيادة امتلاك المصرف لهذه الحقوق تكون الأموال المتاحة لديه أكبر وقدرته على استثمار هذه الأموال تكون أوسع بدليل زيادة النشاط التمويلي والاستثماري من سنة 2011م الذي قابله ارتفاع ملحوظ في صافي الدخل من الاستثمار والتمويل بداية من نفس السنة، ويضاف إلى ذلك أن زيادة حقوق المساهمين سيجعل المصرف في وضع أفضل لقيادة عمليات التوسع الإقليمي المستقبلي له وهذا ما يترجمه انتشار شبكة واسعة من الفروع والصرافات الآلية للمصرف في المملكة العربية السعودية في كل سنة، وبالتالي سيؤدي ذلك إلى نمو المصرف وتوسع أنشطته أكثر فأكثر وكذا إلى تحقيق عوائد ودخول معتبرة.

- تنامي إجمالي ودائع العملاء خلال سنوات عمل المصرف بوتيرة سريعة خصوصاً بعد سنة 2010م مما يشير إلى زيادة إقبال العملاء أو كما يسميهم المصرف "الشركاء" على مصرف الإنماء نتيجة لنمو المصرف وتوسعه في فروعته وإضافته لمجموعة من المنتجات والخدمات لشركائه سواء في قطاع الأفراد أو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو قطاع الشركات خصوصاً بعد تأسيسه لشركة الإنماء للاستثمار التي تعمل منذ تأسيسها على أن تكون أكبر الشركات الاستثمارية نجاحاً في الأسواق المالية، كما وتعمل على جذب أكبر عدد من الشركاء من خلال السعي لمواكبة تطلعاتهم وطموحاتهم الاستثمارية، وتجدر الإشارة إلى أن المصرف قد بدأ باستثمار أمواله في استثمارات آمنة منخفضة المخاطر مع مؤسسات مالية محلية أي أنه بدأ بخدمة البيئة المحلية لكسب ثقة وولاء شركائهم أي عملائهم، هذه الزيادة في إجمالي ودائع العملاء التي بلغت بنهاية سنة 2016م إلى 80,612 مليون ريال تعد إحدى المؤشرات الرئيسية التي تدل على كسب المصرف لثقة الجمهور كما وتدلل أيضاً على قدرته على التجاوب مع متطلبات العملاء وتلبية احتياجاتهم المتنوعة والمتجددة و تصنيف مصرف الإنماء ضمن أفضل 20 علامة تجارية في السوق السعودي بحلول عام 2017م خير دليل على ذلك.

المطلب الرابع: قراءة في بعض المؤشرات المالية لمصرف الإنماء للمدة (2009-2016م)

بالإضافة إلى تحليل بعض البيانات المالية لبعض بنود القوائم المالية الموحدة لمصرف الإنماء أردنا تقييم أدائه المالي من خلال حساب بعض المؤشرات المالية لمصرف الإنماء لمعرفة كفاءة المصرف في تحقيق أهدافه الأساسية تحت مظلة: تحقيق أكبر عائد ممكن

للشركاء (مودعين أو مساهمين) مع ضمان السيولة وسلامة المركز المالي، وفي هذا المطلب اخترنا بعض المؤشرات المالية التي رأينا أنها تتناسب مع أهداف البحث والمتمثلة في¹:

أولاً: مؤشر الرسملة أو مؤشر كفاية حقوق الملكية: الذي يقاس بـ:

كفاية حقوق الملكية للودائع = (حقوق المساهمين / إجمالي الودائع)؛

كفاية حقوق الملكية في مقابل مخاطر التمويل والاستثمار = (حقوق المساهمين / إجمالي التمويل والاستثمار)

ثانياً: مؤشرات النشاط: والتي تقاس بـ:

معدل توظيف الموارد المتاحة = (إجمالي التمويل والاستثمار / [إجمالي الودائع + حقوق المساهمين])

نسبة الإيرادات إلى إجمالي التمويل والاستثمار

ثالثاً: مؤشرات الربحية: التي تقاس بـ:

معدل العائد على الموجودات = (الأرباح الصافية / إجمالي الموجودات)

معدل العائد على حقوق المساهمين = (الأرباح الصافية / إجمالي حقوق المساهمين)

ولحساب هذه المؤشرات اعتمدنا على البيانات الموجودة في القوائم المالية الموحدة لمصرف الإنماء للفترة الممتدة ما بين

(2009-2016م) ومن بيانات السوق المالية السعودية (تداول) لنفس الفترة:

¹الطيب بولحية، عمر بوجيعة، تقييم الأداء المالي للبنوك الإسلامية دراسة تطبيقية على مجموعة من البنوك الإسلامية للفترة (2009-2013)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسينية بن بوعلي بالشلف - الجزائر، العدد الرابع عشر، السادس الأول لسنة 2016م، ص10.

الجدول رقم (3-43): بعض المؤشرات المالية المستخدمة في تقييم أداء مصرف الإنماء خلال المدة (2009-2016م) القيم مئوية %

مؤشر الربحية		مؤشر النشاط		مؤشر كفاية رأس المال		السنوات
معدل العائد على حقوق المساهمين	معدل العائد على الموجودات	نسبة الإيرادات إلى إجمالي التمويل والاستثمار	معدل توظيف الموارد المتاحة	كفاية حقوق الملكية في مقابل مخاطر التمويل والاستثمار	كفاية حقوق الملكية للودائع	
3.88	3.50	4.51	12.35	738.89	1039.64	2009
0.09	0.05	0.36	76.12	85.73	187.83	2010
2.71	1.17	4.82	85.58	55.16	89.41	2011
4.4	1.36	4.63	80.67	42.26	51.72	2012
5.97	1.59	4.48	85.30	33.11	39.36	2013
7.05	1.56	4.20	80.56	28.78	30.18	2014
8.01	1.66	4.80	76.03	28.77	28	2015
7.83	1.43	4.30	77.57	24.77	23.79	2016

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لمصرف الإنماء خلال السنوات (2009-2016 م) والسوق المالية السعودي (تداول)

أظهرت النتائج الموضحة في الجدول أعلاه أن:

أولاً: مؤشرات كفاية رأس المال

- يشير مؤشر كفاية حقوق الملكية إلى مقدرة المصرف على رد الودائع التي حصل عليها من خلال أمواله المملوكة (حقوق المساهمين) وكلما زادت هذه النسبة زاد معها أمان المودعين، ومن الجدول الموضع أعلاه يتضح أن هذه النسبة كانت مرتفعة جدا سنة 2009م (وهي السنة الأولى لعمل المصرف) نظرا لصغر حجم الودائع مقارنة بحقوق المساهمين، إلا أن هذه النسبة أخذت في الانخفاض إلى أن بلغت 23,79% وهي نسبة جيدة جدا مقارنة مع معدل كفاية رأس المال حسب مقررات لجنة بازل (3) حيث تعطي نوعا من الأمان للمودعين لكن الاستمرار في الانخفاض في السنوات القادمة قد يعطي صورة سلبية على المصرف ويؤثر على قرارات المودعين، ومن جهة أخرى تشير هذه النسبة أن اعتماد مصرف الإنماء على حقوق المساهمين في عمليات التمويل يقل من سنة لأخرى وهذا قد يؤثر أيضا على قرارات المودعين؛

- يشير مؤشر كفاية حقوق الملكية في مقابل مخاطر التمويل والاستثمار إلى قدرة مصرف الإنماء في مجابهة المخاطر التي يمكن أن تنجم عن عمليات التمويل والاستثمار، ومن خلال الجدول فقد تبين أن هذه النسبة تنخفض من سنة إلى أخرى حيث بلغت نسبة 24,77% سنة 2016م وهي نسبة تدل على أن مصرف الإنماء قادر على مقابلة المخاطر أو امتصاص الخسائر التي يمكن أن تنجم عن عمليات التمويل والاستثمار دون اللجوء للودائع بنسبة 25% تقريبا ويفضل أن ترتفع هذه النسبة مستقبلا حتى لا تؤثر على المبالغ المخصصة للاستثمار والتمويل وحتى تُكوّن صورة إيجابية على مصرف الإنماء؛

ثانيا: مؤشرات النشاط

- يشير معدل توظيف الموارد المتاحة إلى مدى توظيف مصرف الإنماء للموارد المالية المتاحة له من حقوق المساهمين وودائع العملاء في مشاريع تمويلية واستثمارية، وقد أظهر الجدول أن هذه النسب اختلفت من سنة لأخرى حيث بلغت نسبة 77.57% خلال سنة 2016م بمعنى أن مصرف الإنماء يستغل أكثر 77% من إجمالي موارده المتاحة في مجال الاستثمار والتمويل وهي نسبة جيدة وفيها دلالة واضحة على زيادة نشاط الاستثمار والتمويل في مصرف الإنماء الإسلامي؛

- أردنا من خلال نسبة الإيرادات إلى إجمالي التمويل والاستثمار أن نعرف مدى قدرة مصرف الإنماء على توليد الإيرادات من خلال نشاط التمويل والاستثمار خصوصا بعدما عرفنا أن النشاط التمويلي والاستثماري لمصرف الإنماء أخذ في التوسع من سنة إلى أخرى (معدل توظيف الموارد المتاحة)، ولقد أظهرت النتائج الجدولية أن هذه النسبة التي بدأت في الارتفاع ابتداء من السنة 2011م وهو تاريخ إنشاء شركة الإنماء للاستثمار حيث كان لها دور كبير في تعزيز النشاط المصرفي للمصرف، وقد تراوحت هذه النسبة بين 0.36% و 4.82% هي نسب جيدة بالنظر إلى صغر عمر مصرف الإنماء، لكن الأمر يتطلب إعادة النظر في السياسات الاستثمارية والتمويلية من جهة وفي إدارة التكاليف لديه من جهة أخرى من أجل رفع هذه النسبة؛

ثالثا: مؤشرات الربحية

- معدل العائد على الموجودات (ROA) أو ما يعرف بمردودية الأصول، حيث يحسب هذا المعدل بقسمة صافي ربح المصرف على إجمالي الموجودات، وقد بدأ هذا المعدل بمعدلات ضعيفة جدا 3.50% سنة 2009م ثم انخفض هذا

المعدل في السنوات اللاحقة إلى أن وصل 1.43% سنة 2016م، وهذا معناه أن كفاءة إدارة المصرف لأصوله منخفضة أي فعاليته في تحقيق الربح من الموجودات المتاحة لديه منخفضة بحيث لم تصل إلى 2% خلال السنوات (2010-2016)، لكنها تبقى نسبة جيدة إذا أخذنا بعين الاعتبار تاريخ تأسيس المصرف، ويفضل دائما أن ترتفع هذه النسبة من سنة لأخرى لأنه بزيادتها تزداد كفاءته في تحقيق الأرباح؛

- معدل العائد على حقوق المساهمين (ROE) أو ما يعرف بمردودية الأموال الخاصة، حيث يحسب هذا المعدل بقسمة صافي ربح المصرف على إجمالي حقوق المساهمين، حيث أخذ هذا المعدل في الارتفاع إلى أن بلغ 8.01% وهذا مؤشر جيد على أداء للمصرف، حيث كلما ارتفع هذا العائد كلما زادت إمكانية المصرف في توزيع المزيد من الأرباح على المساهمين وإضافة المزيد من الأرباح المحتجزة؛

من خلال تحليل القوائم المالية وتحليل المؤشرات المالية التي قمنا بها لمصرف الإنماء للفترة الممتدة من 2009م إلى 2016م نستنتج أن أداء مصرف الإنماء ينمو و يتحسن من سنة لأخرى بدليل زيادة حجم موجوداته وحجم ودائع عملائه وكذا زيادة إجمالي حقوق مساهميه الأمر الذي شجع المصرف على زيادة كل من: نشاطاته الاستثمارية والتمويلية التي أخذت في التوسع بداية من 2011م حيث بلغ إجمالي التمويل والاستثمار سنة 2016م 77 مليون ريال وكذا زيادة خدماته المصرفية بداية من نفس السنة، الأمر الذي أدى بالمصرف إلى تحقيق دخول صافية معتبرة سواء من العمليات التمويلية الاستثمارية أو من الخدمات المصرفية التي يقدمها وهذا بداية من سنة 2011م، هذا ما انعكس على مؤشرات المالية من سواء على مؤشرات كفاية رأس المال أو مؤشرات النشاط أو مؤشرات الربحية، حيث أظهرت النتائج الجدولية أن ملاءة مصرف الإنماء وقدرته على تحمل الخسائر ومخاطر الاستثمار والتمويل عالية، وأن معدل توظيف الموارد المتاحة المتمثلة أساسا في رأسمال المصرف وإجمالي ودائع العملاء وإجمالي حقوق المساهمين كانت مرتفعة حيث بلغت نسبة 77% سنة 2016م، أما عن ربحية المصرف فقد كانت كفاءة المصرف في توليد الأرباح من خلال حجم الموجودات المستثمرة خلال سنوات الدراسة عالية وكفاءته في توليد الأرباح بالنسبة لحقوق المساهمين كذلك عالية بحيث بلغت هذه الأخيرة نهاية سنة 2015م نسبة 8.01% بعدما كانت 0.09% نهاية سنة 2010م وهي نسبة جيدة إذا ما راعينا تاريخ إنشاء مصرف الإنماء كما أنها مؤشر جيد على كسب ثقة المساهمين وكذا على حسن إدارة مصرف الإنماء.

خلاصة الفصل

نستخلص مما سبق التطرق إليه أن القطاع المصرفي السعودي شهد تطورات سريعة خلال سنة 2015م هذا ما ترجمته بعض مؤشرات الأداء المالي المختارة للنشاط المصرفي في السعودية التي تم التطرق إليها والتي رأينا أنها تتناسب مع أهداف الدراسة، ولقد أظهرت هذه المؤشرات تمتع القطاع برأس مال متين وجيد يتسم بالربحية والسيولة، ويرجع ذلك في الأساس إلى كفاءة مؤسسة النقد العربي السعودي في القيام بمهامها المتمثلة أساساً في المحافظة على الاستقرار النقدي والمالي في المملكة إضافة إلى دعم النمو الاقتصادي المتوازن والمستدام. وفيما يخص حصة القطاع المصرفي الإسلامي في السوق المحلية السعودية من حيث الأصول المصرفية فقد بلغت نسبة 51.2% أي أن أكثر من 50% من أصول المملكة ناشئة عن المصارف الإسلامية هذا ما جعل المملكة العربية السعودية تعد ثاني أكبر سوق في العالم لإدارة الأصول الإسلامية بعد ماليزيا بما يقارب قيمة 12 مليون دولار أمريكي من الأصول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تحت الإدارة؛

كما تطرقنا في هذا الفصل إلى نشأة وتطور الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية باعتبارها الدولة العربية السبّاقة لإنشاء الصناديق الاستثمارية من خلال إنشاء البنك الأهلي التجاري لأول صندوق استثماري سنة 1979م، ثم تعرفنا على أهم أنواع الصناديق الاستثمارية وكيفية توزيعها في المملكة العربية السعودية حسب لائحة الصناديق الاستثمارية الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية، ووجدنا أن عدد الصناديق الاستثمارية المطروحة من قبل المصارف الإسلامية العاملة بالمملكة العربية السعودية من خلال الشركات الاستثمارية التابعة لها والمدرجة في السوق المالي السعودي (تداول) وصل إلى 270 صندوقاً نهاية سنة 2016م بإجمالي أصول فاق 102 مليار ريال سعودي، أما عدد الصناديق الاستثمارية التي طرحتها المصارف السعودية طرحة عاماً والمدرجة المدرجة في السوق المالي السعودي حتى نوفمبر 2016م المتوافقة بلغ عددها 194 صندوقاً منها 136 صندوقاً متوافقاً مع الشريعة الإسلامية؛

ولمعرفة العلاقة التي تربط الصناديق الاستثمارية الإسلامية بالمصارف الإسلامية التابعة لها اخترنا عينة للدراسة المتمثلة في: صناديق الأسهم المحلية السعودية المؤسسة من قبل الشركات الاستثمارية التابعة لكل من مصرف الراجحي ومصرف الإنماء حتى نهاية سنة 2016م، وذلك من خلال دراسة تأثير أسعار وحدات هذه الصناديق على أسعار أسهم المصارف التابعة لها، وتوصلنا إلى أن أسعار وحدات هذه الصناديق محل الدراسة تؤثر على أسعار أسهم مصارفها بنسب تختلف من صندوق لآخر ومن مصرف لآخر، كما تطرقنا في هذا الفصل إلى تقييم الأداء المالي لمصرف الإنماء باعتباره أحد أسرع المصارف السعودية نمواً في السنوات

الأخيرة السابقة وذلك بغرض معرفة التغيرات التي طرأت على قوائمه المالية ونشاطه الاستثماري منذ إنشائه للصناديق الاستثمارية الإسلامية من قبل شركة الإنماء الاستثمارية أي منذ تاريخ 2011م بعبارة أخرى أردنا أن نعرف هل حسنت صناديق الاستثمار الإسلامية من المؤشرات الدالة على نمو وتطور نشاط مصرف الإنماء أم لا، ومن خلال عرض وتحليل البيانات المالية والمؤشرات المالية المختارة توصلنا إلى نتيجة مفادها أن مصرف الإنماء قد عرف تحسنا وتطورا كبيرين في بياناته المالية وكذا في مؤشرات أدائه المالي بالخصوص منذ سنة 2011م ويرجع ذلك في الأساس إلى زيادة إقبال المودعين والمساهمين نتيجة لكسب المصرف لثقتهم وكذا لقدرته على التجاوب مع متطلباتهم وتلبية احتياجاتهم المتنوعة خلال سنوات عمله الأمر الذي عزز من موجودات المصرف وحصته السوقية وكذا تطوير نشاطه الاستثماري والتمويلي الذي يعتبر الأساس في تحقيق أهدافه التنموية والاقتصادية وحتى الاجتماعية.



الخلاصة

الختامة

هدفنا من خلال هذه الدراسة إلى الإجابة على إشكالية أساسية تتمثل في معرفة الدور الذي تؤديه صناديق الاستثمار الإسلامية في تدعيم وتطوير نشاط المصارف الإسلامية التابعة والمؤسسة لها، ذلك أن الصناعة المصرفية الإسلامية اليوم عرفت نموا وإقبالا متزايدان خصوصا في السنوات الأخيرة في مختلف دول العالم، هذا ما حدا بالدول الإسلامية وغير الإسلامية إلى زيادة إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية وبالتحديد المصارف الإسلامية التي أصبحت علامة بارزة من علامات هذا العصر بحيث أصبحت تعد من أهم الهياكل القانونية والاقتصادية الأساسية في المجتمع نظرا للدور التنموي والاجتماعي الذي تؤديه، إلا أن هذه المصارف كغيرها من المؤسسات المالية تتعرض إلى مجموعة من المعوقات والمشاكل تعوقها نوعا ما أو تؤخرها إن صح التعبير عن تحقيق أهدافها ، ويمكن إرجاع هذه المشاكل بصفة أساسية إلى الانحراف عن المسار الذي رسمه المؤسسون الأوائل للصيرفة الإسلامية المعتمدة في الأساس على صيغة المضاربة والمشاركة الشرعيتين؛

ومن بين الحلول التي يمكن أن تساهم في تخطي المصارف الإسلامية لهذه المشاكل والعقبات نجد الصناديق الاستثمارية الإسلامية التي تعتبر من أبرز الأساليب الاستثمارية الحديثة في إدارة المدخرات والأموال، فهي أوعية مالية ادخارية مستحدثة موجهة للاستثمار المشترك أو الجماعي من خلال تجميع مدخرات الأفراد و وصغار المستثمرين والقيام بإدارتها عن طريق جهات مختصة، ولقد لقيت هذه الأداة الاستثمارية ترحيبا وإقبالا كبيرين من المستثمرين نظرا لحداتها و للمميزات والخصائص التي تتمتع بها وتقدمها في نفس الوقت، لذلك حاولنا من خلال هذه الدراسة الإلمام بمختلف الجوانب المتعلقة بالمصارف الإسلامية والصناديق الاستثمارية الإسلامية محاولين بذلك إبراز الدور الذي تؤديه هذه الصناديق في تدعيم وتطوير نشاط المصارف الإسلامية التابعة لها وهذا من الناحية النظرية أين تم الاعتماد على الدراسات السابقة ذات الصلة بالموضوع وكذا من الناحية التطبيقية أين اخترنا عينة من الصناديق الاستثمارية الإسلامية العاملة في المملكة العربية السعودية المتمثلة في صناديق الأسهم المحلية المؤسسة حتى نهاية سنة 2016م التابعة لكل من مصرف الراجحي ومصرف الإنماء الإسلاميين وتوصلنا بحمد الله إلى مجموعة من النتائج النظرية والتطبيقية.

نتائج اختبار الفرضيات:

✓ **الفرضية الأولى:** "تقوم الصناديق الاستثمارية بدور هام في مجال تعبئة المدخرات وإدارتها وفقا لاستراتيجيات وأهداف محددة محققة بذلك جملة من المزايا الاقتصادية تعود على الجهات التي تتعامل معها" وهي فرضية محققة ذلك أن الصناديق

الختامة

الاستثمارية اليوم أصبحت تعتبر من أبرز الأوعية الادخارية المستحدثة الموجهة للاستثمار المشترك أو الجماعي بحيث بلغت 70000 صندوقاً استثمارياً بنهاية الربع الأول من سنة 2011 م بصافي إجمالي أصول فاق 25 تريليون دولار أمريكي محققة بذلك جملة من المزايا الاقتصادية التي تعود على المستثمر أهمها الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة التي تساهم في تقليل المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، ضمان توفر السيولة (بما في ذلك سهولة تحويل الأصل المالي إلى نقدية وبأقل خسائر)، الشفافية والإفصاح وغيرها، كما وتعود هذه المزايا أيضاً على الاقتصاد القومي من خلال حماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها إلى الخارج، مساعدة الدولة في تحقيق أهداف برامج الإصلاح الاقتصادي وغيرها؛

✓ **الفرضية الثانية:** "تساعد الصناديق الاستثمارية الإسلامية المصارف الإسلامية التابعة لها في مواجهة التحديات والمعوقات التي تقف أمام نشاطها أو في التخفيف من آثارها" وهي فرضية محققة وذلك يرجع في الأساس إلى دورها في تدعيم الاستثمار المصرفي الإسلامي في إطار المضاربة الشرعية وكذا دورها في تعزيز العلاقة بين المصارف الإسلامية والسوق المالي الإسلامي من خلال تنشيطه وزيادة طاقته الاستيعابية، كما و يضاف إلى ذلك مساهمتها في حل مشكلة السيولة الفائضة والاستثمار طويل الأجل في هذه المصارف، وكذا توطيد المنافسة بين هذه الأخيرة وبين المصارف التقليدية في مجال ابتكار الأدوات والمنتجات المالية والمصرفية؛

✓ **الفرضية الثالثة:** "هناك علاقة ذات دلالة احصائية تثبت تأثير نشاط صناديق الأسهم السعودية على نشاط المصارف السعودية الإسلامية التابعة لها" وهي فرضية محققة فمن خلال دراسة العلاقة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية التابعة لكل من مصرف الراجحي ومصرف الإنماء وبين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم كل من مصرف الراجحي ومصرف الإنماء على التوالي وهذا بالاعتماد على أسلوب الانحدار الخطي البسيط وجدنا أن هناك علاقة وأثر ذو دلالة احصائية بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات الصناديق والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم المصارف الإسلامية التابعة لها عند مستوى معنوية 0.05 مع ملاحظة أن درجة هذا التأثير تختلف من صندوق لآخر ومن مصرف لآخر وهذا ما يعكس تأثير نشاط المصارف بنشاط صناديقها الاستثمارية؛

نتائج الدراسة:

يمكن أن نوجز أهم النتائج التي توصلنا إليها من خلال هذه الدراسة في النقاط التالية:

1- النتائج النظرية

- الصيرفة الإسلامية أصبحت حقيقة يصعب تجاهلها في الصناعة المصرفية العالمية ويرجع ذلك في الأساس إلى مجموعة من العوامل السياسية، الاجتماعية والاقتصادية، بالإضافة إلى مرونتها وإمكانياتها العالية في إدارة المخاطر المصرفية وفي قدرتها على تطوير المنتجات والآليات المصرفية الإسلامية؛
- تتميز المصارف الإسلامية بمجموعة من الصفات كالصفة العقيدية، الاستثمارية، الاجتماعية والتنموية جعلتها تمارس أعمالها بأسلوب يختلف تماما عن المصارف التقليدية؛
- ساعد وجود الهيئات والمؤسسات الشرعية الداعمة للصناعة المصرفية الإسلامية كهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية والمجلس العام للبنوك الإسلامية في إرساء مجموعة من المبادئ والمعايير والضوابط التي تنظم وتدعم عمل المصارف الإسلامية لأداء رسالتها، وأيضا في إرساء مبادئ ومتطلبات الحوكمة المصرفية؛
- حتى تحقق المصارف الإسلامية أهدافها التنموية والاستثمارية تقوم بمجموعة من الأنشطة المتمثلة في: أنشطة الخدمات المصرفية، أنشطة الاستثمار والتمويل، أنشطة الخدمات الاجتماعية والدينية، بحيث تحكم هذه الأنشطة قواعد وضوابط استثمار المال في الإسلام؛
- المصارف الإسلامية بحاجة إلى استحداث أدوات مالية استثمارية تدعم نشاطها الاستثماري المعتمد في الأساس على صيغ المشاركات (المضاربة والمشاركة) نظرا لتراجع هذه الأخيرة واعتمادها على صيغ المدائبات التي قد تعرض المصارف الإسلامية في مخاطر كثيرة هي في غنى عنها؛
- تعتبر الصناديق الاستثمارية من أهم الأدوات الاستثمارية المستحدثة وأكثرها إقبالا من قبل المستثمرين نظرا للمميزات التي تحققها سواء للفرد المستثمر من خلال تقليل المخاطر، الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة، ضمان توفر السيولة، توفر الشفافية والإفصاح، وغيرها أو للاقتصاد القومي من حيث فتح مجالات وقنوات جديدة أمام المدخرين، مساعدة الدولة في تحقيق أهداف برامج الإصلاح الاقتصادي، حماية المدخرات الوطنية وغيرها؛
- تتعدد أنواع الصناديق الاستثمارية بتعدد الغرض أو الهدف الذي أنشئت من أجله والذي يتماشى وأهداف ورغبات المستثمرين، وقد نتج عن هذا التنوع وجود عدة تصنيفات للصناديق الاستثمارية أهمها: تصنيف الصناديق الاستثمارية

الخاتمة

من حيث تداول وثائقها والتي تميز فيها الصناديق ذات النهاية المفتوحة والصناديق ذات النهاية المغلقة، أيضا تصنيف الصناديق الاستثمارية من حيث مكوناتها والتي تميز فيها صناديق سوق النقد وصناديق الأسهم وصناديق السندات و... إلخ، أما من حيث أهداف الصناديق فتصنف إلى صناديق النمو وصناديق الدخل والصناديق المتوازنة، كما نجد تصنيف الصناديق الاستثمارية من حيث توافقها مع الأحكام الشرعية والتي يندرج ضمنها الصناديق الاستثمارية التقليدية والصناديق الاستثمارية الإسلامية؛

- تقوم الصناديق الاستثمارية بمجموعة من العمليات أهمها: عملية تسعير الوحدات الاستثمارية، عملية تحديد رسوم الاشتراك، عمليات الاسترداد والتداول، معتمدة بذلك على مجموعة من السياسات الاستثمارية تتمثل غالبا في السياسة الهجومية، السياسة المتحفظة والسياسة المتوازنة؛
- تتعرض الصناديق الاستثمارية إلى نوعين من المخاطر الاستثمارية هما المخاطر المباشرة التي تضم كلا من المخاطر المتعلقة بالصندوق والمخاطر المتعلقة بمدير الصندوق، والمخاطر الغير مباشرة المتمثلة في المخاطر الائتمانية والتجارية ومخاطر السيولة؛
- تعتبر عملية قياس أداء الصناديق الاستثمارية غاية في الأهمية سواء للمستثمرين فيها أو للقائمين عليها وذلك من أجل التأكد من كفاءة وقدرة الإدارة على القيام بمهمة إدارة الأموال وكذا من أجل تقييم استراتيجيات الاستثمار القائمة وإمكانيات ومواقع التعديل الكمي والكيفي اللازم ومباشرتها لمواجهة تطورات المستقبل وتوقعاته؛
- يمكن الاعتماد على أسلوبين أساسيين لقياس أداء الصناديق الاستثمارية هما الأسلوب البسيط الذي يناسب المستثمر العادي، والأسلوب المزدوج الذي يناسب المستثمر ذو المعرفة الواسعة بشؤون الاستثمار؛
- تعتبر الصناديق الاستثمارية الإسلامية حديثة النشأة لا تعود إلا إلى عدد قليل من السنوات فهي ليست مجرد وسيط مالي كما هو الحال في صناديق الاستثمار التقليدية بل إن هذه الصناديق بالإضافة إلى ذلك تعتمد على منهج الاستثمار الإسلامي الذي يمزج بين رأس المال والعمل؛
- تطورت صناعة الصناديق الاستثمارية الإسلامية عالميا إلى أن تجاوز عددها 1000 صندوق استثمار في الربع الأول من سنة 2014م بحجم أصول فاق 73 مليار دولار أمريكي، وقد تركزت أصول هذه الصناديق من الناحية الجغرافية

الختامة

في المملكة العربية السعودية، حيث استحوذت هذه الأخيرة على نسبة 40% من إجمالي الصناديق الاستثمارية الإسلامية بنهاية سنة 2014م متفوقة بذلك ماليزيا التي بلغت 25%؛

- تتعدد أنواع الصناديق الاستثمارية الإسلامية بتعدد رغبات وتفضيلات المستثمرين كما هو الحال في الصناديق الاستثمارية التقليدية بحيث نجد من يصنفها على أساس تداول وثائقها إلى الصناديق المفتوحة والصناديق المغلقة، أو من يصنفها على أساس نوع الاستثمار فنجد صناديق السلع (تضم صناديق المراجحة، صناديق التأجير، صناديق السلم)، الصناديق الاستثمارية لبيع وشراء العملات، صناديق الأسهم الإسلامية وغيرها، هذه الأخيرة أي (صناديق الأسهم) قد احتلت المركز الأول من حيث تركيز أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية عالميا بنسبة 38% سنة 2015م من إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية في مختلف أنحاء العالم بالمقارنة مع الأصول الأخرى (السلع، العملات،..)؛

- تلتقي الصناديق الاستثمارية الإسلامية والصناديق الاستثمارية التقليدية في العديد من النقاط وتختلف في نقاط أخرى أهمها: مجالات الاستثمار، صيغ التمويل (الأدوات الاستثمارية) ووجود هيئات للإفتاء والرقابة الشرعية على الصناديق؛

- بإمكان الصناديق الاستثمارية الإسلامية أن تدعم الاستثمار المصرفي الإسلامي في إطار المضاربة الشرعية من خلال جذب وتجميع مدخرات الأفراد، تمكين المصارف من الدخول في استثمارات متنوعة ومواكبة التطورات الاستثمارية في المجال المحلي والعالمي، الإعلان والترويج للمصارف ولنشاطاتها مما يساعد على زيادة الإقبال عليه كما ويتيح له فرصة الجذب والتعامل مع عدد كبير من العملاء ويحقق له عوائد ومنافع كثيرة؛

- يمكن للصناديق الاستثمارية الإسلامية أن تساهم في حل مشكلة السيولة الفائضة في المصارف الإسلامية ويتأتى ذلك من خلال استثمار السيولة الفائضة لدى هذه المصارف وتوظيفها في المجالات الاستثمارية التي يراها مدراء الصناديق الاستثمارية منتجة،

- تستطيع الصناديق الاستثمارية الإسلامية أن تعزز العلاقة بين المصارف الإسلامية والسوق المالي الإسلامي من خلال زيادة الطاقة الاستيعابية للسوق المالي الإسلامي وبالتالي تنشيط السوق المالي الإسلامي بالإضافة إلى رفع الحصة السوقية للمصارف الإسلامية؛

الخاتمة

- إن إنشاء المصارف الإسلامية للصناديق الاستثمارية الإسلامية سيساهم في توطيد المنافسة بينها وبين المصارف التقليدية لاسيما في مجال ابتكار الأدوات والمنتجات المالية والمصرفية أين تكون المنافسة أشد من أجل الاستحواذ على أكبر حجم ممكن من السوق المالي من خلال استقطاب أكبر عدد ممكن من المدخرين والمستثمرين؛

2- النتائج التطبيقية

- من خلال الدراسة التطبيقية على أجريناها على واقع القطاع المصرفي السعودي و على واقع تجربة المصارف الإسلامية في إنشاء وإدارة الصناديق الاستثمارية تحديدا وبالاعتماد على فرضيات الدراسة توصلنا إلى النتائج التطبيقية التالية:
- يتمتع القطاع المصرفي السعودي برأس مال متين وجيد يتسم بالربحية والسيولة والكفاءة في مواجهة المخاطر حيث بلغت قاعدة أصوله لنفس السنة إلى 2.2 تريليون ريال خلال سنة 2015م؛
- بلغت حصة القطاع المصرفي الإسلامي في السوق المحلية السعودية نسبة 51.2% أي أن أكثر من 50% من أصول المملكة ناشئة عن المصارف الإسلامية هذا ما جعل المملكة العربية السعودية تعد ثاني أكبر سوق في العالم لإدارة الأصول الإسلامية؛
- تعد المملكة العربية السعودية الدولة العربية الأسبق في حوض تجربة إنشاء الصناديق الاستثمارية من خلال إنشاء البنك الأهلي التجاري لأول صندوق استثماري سنة 1979م،
- حقق قطاع صناديق الاستثمار نموا متزايدا في المملكة حيث استمر إنشاء الصناديق الاستثمارية المملكة ليصل عددها إلى 270 صندوقا استثماريا سنة 2015م متنوعة بين الصناديق المفتوحة والمغلقة، أما عن إجمالي أصول هذه الصناديق فقد وصلت إلى 102,90 مليار ريال سنة 2015م أغلبها أصول محلية، والجدير بالذكر أن هذه الصناديق الاستثمارية تعمل وفق لائحة الصناديق الاستثمارية الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية؛
- تبنت المصارف الإسلامية وغير الإسلامية في المملكة العربية السعودية فكرة إنشاء الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع المبادئ الشرعية من خلال قيام الشركات الاستثمارية التابعة لها بطرح العديد من الصناديق الاستثمارية للتداول في السوق المالي السعودي تنوعت بين صناديق الأسهم، صناديق السلع، صناديق أسواق النقد، صناديق عقارية، وغيرها، ويلاحظ على هذه الصناديق أن أغلبها مطروح طرحا عاما؛

الخاتمة

- من خلال دراسة العلاقة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية التابعة لمصرف الراجحي ومصرف الإنماء وبين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم كل من مصرف الراجحي ومصرف الإنماء على التوالي وجدنا أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين الصناديق الاستثمارية الإسلامية والمصارف الإسلامية التابعة لها عند مستوى معنوية 0.05 وهذا ما يعبر عن وجود علاقة بين نشاط المصارف الإسلامية ونشاط صناديقها الاستثمارية الإسلامية؛

- توصلنا أيضا إلى أن هناك أثر ذو دلالة إحصائية للمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية على المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم المصارف الإسلامية التابعة لها عند مستوى معنوية 0.05، ذلك أنه بتطبيق أسلوب الانحدار الخطي البسيط لنمذجة وتقدير العلاقة التي تربط بين كل صندوق والمصرف التابع له وجدنا أن درجة التأثير معنوية ودالة إحصائية لكن تختلف من صندوق لآخر ومن مصرف لآخر؛

- أظهرت نتائج تقييم الأداء المالي لمصرف الإنماء خلال السنوات (2009-2016م) الذي قمنا به من خلال تحليل التغيرات في القوائم المالية الموحدة للمصرف وتحليل بعض المؤشرات المالية أن المصرف عرف تحسنا وتطورا كبيرين خلال السنوات السابقة خصوصا بعد سنة 2011م وهو تاريخ بداية إنشاء الصناديق الاستثمارية الإسلامية من قبل شركة الإنماء للاستثمار، ويرجع هذا التحسن في الأساس إلى الزيادة في عدد المودعين والمساهمين خلال سنوات عمل المصرف التي عززت من أصول المصرف و حصته السوقية، وبما أننا وصلنا إلى نتيجة مفادها أن أسعار أسهم مصرف الإنماء يتأثر بأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية التابعة له فإنه القول أن إنشاء مصرف الإنماء لصناديق الأسهم المحلية ساهم في توسع ونمو نشاطه الاستثماري والمصرفي.

توصيات واقتراحات:

في ضوء النتائج المتوصل إليها سابقا وسعيا منا لتفعيل الدور الذي تؤديه الصناديق الاستثمارية الإسلامية في زيادة نشاط المصارف الإسلامية، يمكن طرح مجموعة من الاقتراحات التي نرى أنها يمكن أن تسهم في تفعيل هذا الدور نوجزها فيما يلي:

- مواصلة تأسيس الصناديق الاستثمارية الإسلامية من قبل المصارف الإسلامية وطرحها في الأسواق المالية لما لها دور كبير في زيادة أعمال ونشاطات المصارف التابعة لها؛

الخاتمة

- الاهتمام أكثر بالأساليب القياسية التي تسمح بنمذجة العلاقات التي تربط بين متغيرات المصارف الإسلامية ومتغيرات الصناديق الاستثمارية الإسلامية التابعة لها وهذا من أجل التنبؤ بقيمتها المستقبلية وكذا دراسة مختلف التأثيرات بينهما مما يساعد على ترشيد القرارات الاستثمارية المستقبلية ورسم الخطط والاستراتيجيات المبنية على أسس سليمة؛

- حث المصارف الإسلامية على تنويع صناديقها الاستثمارية وعدم التركيز على فئة معينة وهذا من شأنه أن يوسع قاعدة العملاء والمستثمرين ويحقق دخلا إضافيا للمصرف؛

- العمل على زيادة الوعي الاستثماري بالصناديق الاستثمارية الإسلامية خصوصا لدى صغار المستثمرين من خلال وسائل الإعلام المكتوبة أو المسموعة وهذا من أجل التعرف أكثر على هذه الأداة الاستثمارية المستحدثة وكذا من أجل الاستفادة من الفرص و المزايا التي تحققها، فنجاح أي منتج أو خدمة جديدة يتوقف على حسن عرضها؛

- زيادة تنظيم المؤتمرات والندوات والملتقيات العلمية التي تهتم بموضوع إدارة الصناديق الاستثمارية الإسلامية وهذا من أجل تزويد المشاركين بالمعلومات الأساسية حول هذه الصناعة وأيضا من أجل التشارك في الأفكار وتبادل الخبرات في حل المشكلات التي تواجهها، ذلك أنه ثبت أن أكثر من 70 بالمائة من حلول المشاكل العلمية والصناعية تنبثق عبر التفاعل المباشر أثناء المؤتمرات واللقاءات العلمية؛

آفاق الدراسة:

أثناء إنجازنا لهذه الدراسة اتضح لنا مجموعة من الإشكاليات ذات العلاقة بالموضوع و التي نأمل أن تكون محل اهتمام الطلبة الباحثين في المستقبل بهدف توسيع نطاق المفاهيم و إثراء الموضوع في مجالات و فروع أخرى. و نذكر من أهم هذه المقترحات ما يلي:

- دور الكفاءات البشرية في إدارة الصناديق الاستثمارية الإسلامية؛
- أهمية الأساليب القياسية في ترشيد القرارات الاستثمارية في المصارف الإسلامية؛
- مدى مساهمة الصناديق الاستثمارية الإسلامية في التنمية الاقتصادية؛
- الصناديق الاستثمارية الإسلامية ومؤسسات التأمين التكافلي؛
- دراسة أثر نشاط الصناديق الاستثمارية الإسلامية على الأسواق المالية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

القرآن الكريم

✓ القواميس والمعاجم

- (1) أحمد الشرباصي، المعجم الاقتصادي الإسلامي، دار الجيل، 1401 هـ / 1981 م.
- (2) محمد عمارة، قاموس المصطلحات الاقتصادية في الحضارة الإسلامية، دار الشروق، بيروت، لبنان، 1993 م.
- (3) نزيه حماد، معجم المصطلحات المالية والاقتصادية في لغة الفقهاء، دار البشير، جدة-المملكة العربية السعودية-، 2008.

✓ الكتب

- (4) إبراهيم جاسم الياسري، عقد المضاربة في المصارف الإسلامية -الإشكاليات والتطبيق- ، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان-الأردن-، 2011.
- (5) ابراهيم فاضل الدبو، الاقتصاد الإسلامي دراسة وتطبيق، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- (6) أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية-مصر-، 1999.
- (7) أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية-مصر-، 2002-2003.
- (8) أحمد عبد الموجود محمد عبد اللطيف ، محددات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي دراسة تحليلية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2010.
- (9) أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية (أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- (10) أسامة عبد المجيد العاني، صناديق الوقف الاستثماري-دراسة فقهية اقتصادية-، دار البشائر الإسلامية، لبنان، 2010.
- (11) أشرف محمد دوابه، الاستثمار في الإسلام، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، الإسكندرية-مصر-، 2009.
- (12) أشرف محمد دوابه، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، مصر، 2006.

- (13) أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، مصر، 2004.
- (14) الحسن بن يوسف بن المطهر، تذكرة الفقهاء (العلامة الحلبي) الجزء السابع عشر، مؤسسة آل البيت عليهم السلام لإحياء التراث، 1423هـ (2002م).
- (15) السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية (أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، صناديق الاستثمار)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- (16) الغريب ناصر، أصول المصرفية الإسلامية وقضايا التشغيل، دار أبوللو للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة-مصر، 1996.
- (17) بريش السعيد، الاقتصاد الكلي، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2007.
- (18) تومي صالح، مدخل لنظرية القياس الاقتصادي -دراسة نظرية مدعمة بأمثلة وتمارين-، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1999.
- (19) جاسم الفارس، في الاقتصاد الإسلامي البعد المعرفي والقيمي، دار مجدلاوي للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- (20) جلال محمد البناء، دليل الاستثمار في الأوراق المالية والأسهم للجميع من الألف إلى الياء، مكتبة مدبولي، القاهرة-مصر، 1997.
- (21) حربي محمد عريقات، سعيد جمعة عقل، إدارة المصارف الإسلامية (مدخل حديث)، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- (22) حسان بن إبراهيم بن محمد السيف، أحكام الاككتاب في الشركات المساهمة ، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2006م.
- (23) حسن بن غالب بن حسن دائلة ، الصناديق الاستثمارية دراسة فقهية تطبيقية، الجزء الأول، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية ، 2012.
- (24) حسين حسين شحاتة، المصارف الإسلامية بين الفكر والتطبيق، توزيع مكتبة التقوى بالقاهرة -مصر-، 2006.
- (25) حسين حسين شحاتة، المصارف الإسلامية بين الفكر والتطبيق، دار النشر للجامعات، القاهرة-مصر-، 2009.
- (26) ديبان بن محمد الديان، المعاملات المالية أصالة ومعاصرة، ط2، المجلد 19، فهرسة مكتبة الملك فهد الوطنية أثناء النشر، الرياض-المملكة العربية السعودية، 1434هـ .
- (27) رفيق يونس المصري، المصارف الإسلامية دراسة شرعية لعدد منها، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز-2، جدة-المملكة العربية السعودية-، 1998م.
- (28) زيد بن محمد الرماني، عقد المضاربة في الفقه الإسلامي وأثره على المصارف وبيوت التمويل الإسلامية، دار الصميعي للنشر والتوزيع، الرياض-المملكة العربية السعودية، 2000.

- (29) زيد بن محمد الرماني، عقد المضاربة في الفقه الإسلامي وأثره على المصارف وبيوت التمويل الإسلامية، دار الصميعة للنشر والتوزيع، الرياض-المملكة العربية السعودية، 2000 .
- (30) سامر مظهر قنطقجي، صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية، ط2، دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، سوريا، 2015.
- (31) سامي يوسف كمال محمد، الصكوك المالية الإسلامية (الأزمة - المخرج)، دار الفكر العربي للنشر، القاهرة-مصر، 2010.
- (32) سعد بن تركي الخثلان، فقه المعاملات المالية المعاصرة، دار الصميعة للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2012.
- (33) سلمان عبد الله معلا، التمويل والمؤسسات التمويلية - مفهوم وأهداف، دار أجد للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.
- (34) سمحان حسين محمد ، موسى عمر مبارك، عبد الحميد أبو صقري، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية بحوث ودراسات، جمهورية مصر العربية، 2012.
- (35) سمحان حسين محمد ، موسى عمر مبارك، محاسبة المصارف الإسلامية- في ضوء المعايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة والضوابط و الضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية-، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان-الأردن-، 2009.
- (36) سيد سالم عرفه، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- (37) شهاب أحمد سعيد العززي، إدارة البنوك الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- (38) صادق راشد الشمري، أساسيات الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار اليازوري، الأردن، 2011.
- (39) صادق راشد الشمري، أساسيات الصناعات المصرفية الإسلامية (أنشطتها التطاعات المستقبلية)، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- (40) طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، دار البداية ناشرون وموزعون، الأردن، 2009.
- (41) عادل عبد الفضيل عيد، الاحتياط ضد مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية (دراسة مقارنة)، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2011.
- (42) عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة دراسة فقهية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية-مصر-، 2007.
- (43) عبد الحلیم عمار غربي، مصادر واستخدامات الأموال في البنوك الإسلامية على ضوء تجربتها المصرفية والمحاسبية، مجموعة دار أبي الفداء العالمية للنشر والتوزيع والترجمة، سوريا، 2013.
- (44) عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار (الضوابط الشرعية والأحكام النظامية دراسة تطبيقية مقارنة)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

- (45) عبد العزيز الدخيل، سوق الأسهم السعودي - قراءة تاريخية واستشراف للمستقبل-، دار الفارابي، لبنان، 2010.
- (46) عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، الإدارة الحديثة في البنوك التجارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004/2003م.
- (47) عدنان عبد الله محمد عويضة، نظرية المخاطرة في الاقتصاد الإسلامية (دراسة تأصيلية تطبيقية)، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الولايات المتحدة الأمريكية، 2010.
- (48) عز الدين محمد خوجة، صناديق الاستثمار الإسلامية، مجموعة دله البركة، إدارة البحوث والتطوير، جدة-المملكة العربية السعودية، 1993.
- (49) عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، 2006.
- (50) عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية- مدخل مقارنة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية-مصر-، 2010.
- (51) عماد صالح سالم، البنوك العربية والكفاءة الاستثمارية، اتحاد المصارف العربية، لبنان، 2004.
- (52) فتحي سليم، زياد غزال، حكم الشرع في البورصة، ط2، دار الوضاح للنشر والتوزيع، عمان-الأردن-، 2008.
- (53) فريد النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية-محاور التمويل الاستراتيجي، الدار الجامعية الإسكندرية-مصر-، 2009.
- (54) قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن-، 2009.
- (55) قطب مصطفى سانو، الاستثمار أحكامه وضوابطه في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2000.
- (56) مجيد جاسم الشرع، المحاسبة في المنظمات المالية (المصارف الإسلامية)، دار إثراء للنشر والتوزيع، الشارقة، 2008.
- (57) محمد البلتاجي، المصارف الإسلامية النظرية- التطبيق- التحديات، سلسلة إضاءات حول المصارف الإسلامية، مكتبة الشروق الدولية، القاهرة-مصر-، 2012.
- (58) محمد الطاهر الهاشمي، المصارف الإسلامية والمصارف التقليدية الأساس الفكري والممارسات الواقعية ودورها في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، منشورات جامعة 7 أكتوبر بمصراته، ليبيا، 2010.
- (59) محمد الكايد أحمد، الإدارة المالية الدولية والعالمية (التحليل المالي والاقتصادي)، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- (60) محمد الكايد أحمد، الإدارة المالية الدولية والعالمية (التحليل المالي والاقتصادي)، دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.

- (61) محمد بن عبد الرحمن الجنيدل، ايهاب حسين أبو دية، الاستثمار والتمويل في الاقتصاد الإسلامي، الجزء الأول، دار جرير للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- (62) محمد بن عبد الله الحاج الهاشمي، القواعد الأصولية عند ابن تيمية وتطبيقاتها في المعاملات التقليدية والاقتصاديات المعاصرة، المجلد الأول، مكتبة الرشد-ناشرون، المملكة العربية السعودية، 2009.
- (63) محمد حماد حمزة عبد الكريم، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- (64) محمد سليم وهبه، كامل حسين كلاكش، المصارف الإسلامية (نظرة تحليلية في تحديات التطبيق)، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت-لبنان-، 2011.
- (65) محمد شيخي، طرق الاقتصاد القياسي (محاضرات وتطبيقات)، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- (66) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية-مصر، 2005.
- (67) محمد طاهر نصير، حسين محمد إسماعيل، التسويق في الإسلام، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- (68) محمد عدنان بن الضيف، العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وآثارها التنموية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2017.
- (69) محمد عمر الحاجي، الربح فقهيًا واقتصاديًا، دار المكتبي للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2010.
- (70) محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة -أسهم- سندات-أوراق مالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- (71) محمد مبارك البصمان، صكوك الإجارة الإسلامية (دراسة قانونية بالشريعة الإسلامية)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- (72) محمد محمود المكاوي، الاستثمار في البنوك الإسلامية، دار الفكر والقانون، الإسكندرية-مصر-، 2011.
- (73) محمد محمود المكاوي، البنوك الإسلامية (النشأة-التمويل-التطوير)، المكتبة العصرية للنشر و التوزيع، مصر، 2009.
- (74) محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، ط5، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- (75) محمود عبد العال، المعالجة المحاسبية لأدوات التمويل الإسلامي، دار القلم للنشر والتوزيع، الإمارات العربية المتحدة، 2013.
- (76) محمود عبد الكريم إرشيد، المدخل إلى الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- (77) محي الدين يعقوب أبو الهول، تقييم أعمال البنوك الإسلامية الاستثمارية (دراسة تحليلية مقارنة)، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.

- (78) مصطفى كمال السيد طایل، البنوك الإسلامية والمنهج التمويلي، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- (79) منير ابراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف (جلال حزي وشركاؤه)، مصر، 1997.
- (80) منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية - الأسهم والسندات-، منشأة المعارف (جلال حزي وشركاؤه)، مصر، 2008.
- (81) مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- (82) ناجي جمال، مبادئ الاستثمار في أسواق التمويل، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 2012.
- (83) ناصر خليفة عبد المولى، محمد الصيرفي، البنوك الإسلامية - المفهوم الإداري والمحاسبي-، السحاب للنشر والتوزيع، 2010.
- (84) نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية-مصر-، 2007.
- (85) هشام أحمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية- دراسة تطبيقية فقهية-، منشأة المعارف، جلال حزي وشركاؤه، الإسكندرية-مصر-، 2010.
- (86) وائل عربيات، المصارف الإسلامية والمؤسسات الاقتصادية النظرية والتطبيق (أساليب الاستثمار-الاستصناع- المشاركة المتناقصة المنتهية بالتمليك)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 87) Ray Russell, **An Introduction to Mutual Funds Worldwide**, John Wiley & Sons, Ltd, England, 2007.
- 88) Tsybakov, **cours de statistique appliquée**, Université Pierre et Marie Curie, France, 2006/2007.

✓ المذكرات والأطروحات

- (89) إبراهيم جاسم جبار الياسري، إشكالية تطبيق عقد المضاربة في المصارف الإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية منشورة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة بالعراق، 2009.
- (90) الطيب مبروكي، المخصصات والاحتياطات في البنوك الإسلامية من منظور فقهي، مذكرة ماجستير في الفقه وأصوله، قسم الفقه وأصوله، كلية العلوم الإسلامية، جامعة المدينة العالمية، ماليزيا، 2011-2012.
- (91) بن إبراهيم الغالي، اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الإسلامية: من أجل معامل خصم في ظل الضوابط الشرعية (دراسة حالة بنك البركة الجزائري)، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013/2012.
- (92) بن الضيف محمد عدنان، العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وآثارها التنموية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة -الجزائر، 2016.

- (93) بهاء الدين بسام مشتقى، دور المصارف الإسلامية في دفع عجلة الاستثمارات المحلية في فلسطين للفترة ما بين 1996-2008 دراسة تحليلية، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر-غزة، فلسطين، 2011.
- (94) بوشلاغم نور الدين، دراسة مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، المدرسة الدكتورالية للاقتصاد وإدارة الأعمال، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير والعلوم الاقتصادية، جامعة وهران- الجزائر، 2012-2013.
- (95) تغريد حسن عبد الله بلخير، "مدخل مقترح لتقويم الأداء المالي للبنوك التجارية السعودية في ضوء مقررات لجنة بازل: دراسة تطبيقية"، مذكرة ماجستير في المحاسبة، كلية الاقتصاد والإدارة، جامعة الملك عبد العزيز، جدة- المملكة العربية السعودية-، جوان 2011م.
- (96) جميل أحمد، الدور التنموي للبنوك الإسلامية دراسة نظرية تطبيقية (1980م-2000م)، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية فرع التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير بالخرطوم، جامعة الجزائر، 2006/2005م.
- (97) حسني عبد العزيز يحيى، الصيغ الإسلامية للاستثمار في رأس المال العامل، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الفلسفة، تخصص المصارف الإسلامية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2009.
- (98) حمادة أحمد الطلاع، دور الوعي الاستثماري في تفعيل سوق فلسطين للأوراق المالية كمحرك لعملية النمو الاقتصادي، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة-فلسطين-، 2010م.
- (99) حيدر يونس كاظم الموسوي، "أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية - الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة (1995-2007)", أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، قسم الاقتصاد، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة- العراق-، عام 2009م.
- (100) زهية حوري، تقييم المشروعات في البلدان النامية باستخدام طريقة الآثار، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الدولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، سبتمبر 2007.
- (101) سليمان ناصر، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005/2004.
- (102) شوقي بوقبة، الكفاءة التشغيلية للمصارف الإسلامية (دراسة مقارنة) ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة سطيف، 2011/2010.

- 103) صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية - مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر(3)، 2011-2012.
- 104) عبد القادر بن عزوز، فقه استثمار الوقف وتمويله في الإسلام (دراسة تطبيقية عن الوقف الجزائري) ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإسلامية تخصص فقه وأصوله، قسم الشريعة، كلية العلوم الإسلامية، جامعة الجزائر، 2003-2004م.
- 105) عمر محمد فهد شيخ عثمان، إدارة الموجودات/المطلوبات لدى المصارف التقليدية والمصارف الإسلامية (دراسة تحليلية تطبيقية مقارنة)، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الفلسفة في العلوم المالية والمصرفية، تخصص مصارف، جامعة دمشق، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، دمشق، الجمهورية العربية السورية، 2009.
- 106) عيسى بن سند بن غنام السحيمي المطيري ، الرقابة الداخلية في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية وأثرها في الوقاية من الجرائم المالية، مذكرة ماجستير في العدالة الجنائية تخصص التشريع الجنائي الإسلامي، قسم العدالة الجنائية، كلية الدراسات العليا، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية ، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2010م.
- 107) فتيحة كحلي، تقييم أداء صناديق استثمار الإسلامية (دراسة تجارب بعض الدول العربية) ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 2010-2011.
- 108) محمد عبد الرؤوف حمزة، البيع في الفقه الإسلامي (مشروعيته وأنواعه)دراسة عن المربحة كأهم الأساليب المستخدمة في المصارف الإسلامية، مذكرة ماجستير في الاقتصاد والمصارف الإسلامية، قسم الاقتصاد الإسلامي، الشارقة للاستشارات الأكاديمية والجامعية، جامعة سانت كليمنتس، 2006-2007م.
- 109) مشري فريد، علاقة البنوك الإسلامية بالسوق المالي الإسلامي، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة ، 2007/2008.
- 110) ملاذ خلف الله حسن إبراهيم، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الخرطوم للأوراق المالية - تجربة بنك الاستثمار المالي 2004-2013م، مذكرة ماجستير في الاقتصاد التطبيقي، كلية الدراسات العليا، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، السودان، 2014م.
- 111) موسى عمر مبارك أبو محميد، مخاطر صيغ التمويل الإسلامي وعلاقتها بمعيار كفاية رأس المال للمصارف الإسلامية من خلال معيار بازل2، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الفلسفة في تخصص المصارف الإسلامية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 2008م.

112) هنادي بنت محمد عمر سراج قمره، دراسة استراتيجية الاستثمار في سوق المال للأسرة السعودية، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه فلسفة في الاقتصاد المنزلي منشورة، قسم السكن وإدارة المنزل، كلية التربية للاقتصاد المنزلي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2008م.

113) Bahri Oum El Kheir, "La finance islamique compartiment de la finance d'aujourd'hui", Mémoire de Magister, faculté de droit, université d'Oran- Algérie, 2011-2012.

✓ المؤتمرات والملتقيات العلمية

114) أشرف محمد دوابه، "شهادات الإيداع القابلة للتداول رؤية إسلامية"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول: المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15-17 ماي 2005م.

115) الشيخ علاء الدين زعتري، "الحوكمة الشرعية في المصارف الإسلامية العاملة في سورية"، ورقة مقدمة للمؤتمر الدولي الأول حول: مستجدات العمل المصرفي الإسلامي والتقليدي: الواقع والمشكلات والآفاق المستقبلية، عمان-الأردن، يومي 14-16 أيار (مايو) 2012م.

116) براق محمد، قمان مصطفى، " أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي: الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية- الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2011.

117) بن ثابت علال، عبدي نعيمة، "الحوكمة في المصارف الإسلامية"، ورقة مقدمة لليوم الدراسي حول: التمويل الإسلامي واقع وتحديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تليجي بالأغواط-الجزائر، يوم 09/12/2010.

118) بودية فاطمة، كحلي فتيحة، "طبيعة البعد الاقتصادي والاجتماعي لصناديق الاستثمار الإسلامية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني حول: المالية الإسلامية، صفاقس -الجمهورية التونسية، يومي 27-29 جوان 2013.

119) جلال محمد عبد الغنى عبد ربه، "الاتجاهات الحديثة للمعايير المحاسبية الإسلامية للخدمات المصرفية وتفعيلها لتتواءم مع الواقع الاقتصادي الحالي"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الثاني حول: الخدمات المصرفية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، جامعة عجلوان الوطنية - الأردن، يومي 15-16/5/2013م.

120) حسين حسين شحاتة، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى بمكة-المملكة العربية السعودية، 2005م.

- (121) دار المراجعة الشرعية، "الحوكمة في المؤسسات المالية والمصرفية العاملة وفق الشريعة الإسلامية"، ورقة مقدمة لمؤتمر حوكمة الشركات المالية والمصرفية (البنوك . شركات التأمين . شركات الوساطة)، مركز القانون السعودي للتدريب بالتعاون مع هيئة السوق المالية، مدينة الرياض-المملكة العربية السعودية، يومي 17-18 أبريل 2007م.
- (122) سليمان ناصر، "المغارة صيغة مثلى لإعمار الأراضي البور في البلدان العربية والإسلامية"، ورقة مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي التاسع حول: تحديات قطاع الزراعة في الدول العربية والإسلامية وسبل مواجهتها، الجمعية الوطنية للاقتصاديين الجزائريين، الجزائر العاصمة-الجزائر-، يومي 27 و28 فيفري 2011.
- (123) سليمان ناصر، "جوانب القوة والضعف للبنوك الإسلامية وأثر ذلك على مواجهة الأزمات"، ورقة مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية -النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً-، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بخميس مليانة-الجزائر-، يومي 5-6 ماي 2009.
- (124) شريط صلاح الدين، بن وارث حجيلة، "دور وتقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية مع دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8-9 ديسمبر 2013.
- (125) صفوت عبد السلام عوض الله، "صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15-17 مايو 2005.
- (126) صفية أحمد أبو بكر، "صناديق الاستثمار الإسلامية، خصائصها وأنواعها"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15-17 مايو 2005.
- (127) طاهر بعداش، محمد السعيد جوال، "السيطرة الرقابية على مخاطر صيغ التمويل التجارية الإسلامية ومبرراتها الاقتصادية"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية-الجزائر-، أيام 23/24/ فيفري 2011.
- (128) عادل سالم محمد الصغير، "المضاربة المشتركة من أهم صيغ التمويل المصرفي الإسلامي"، ورقة مقدمة إلى مؤتمر الخدمات المالية الإسلامية الثاني، المركز العالي للمهن المالية والإدارية وأكاديمية الدراسات العليا، طرابلس، ليبيا، يومي 27 - 28 أبريل 2010م.
- (129) عبد الستار أبو غدة، "خصوصية ومتطلبات رقابة المصرف المركزي على المؤسسات المالية والإسلامية"، ورقة مقدمة للمؤتمر الثامن للهيئات الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، يومي 18-19 ماي 2009.

- 130) عبد الستار الخويلدي، "المركز الإسلامي الدولي للمصالحة والتحكيم بدبي رؤية شرعية معاصرة لفض النزاعات في مجال الصناعة المالية الإسلامية"، ورقة مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي-03 جوان 2009م.
- 131) عبد اللطيف البشير عبد القادر التونسي، "المعايير الشرعية والاقتصادية للتمويل في المصارف الإسلامية"، ورقة مقدمة للمؤتمر الثاني: الخدمات المالية الإسلامية، المركز العالي للمهن المالية والإدارية وأكاديمية الدراسات العليا، طرابلس-ليبيا، يومي 28 - 27 أبريل 2010 م.
- 132) عبد الله براهيم، "الفاعلون في دائرة التمويل الإسلامي"، ورقة مقدمة لليوم الدراسي حول: التمويل الإسلامي واقع وتحديات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تليجي بالأغواط-الجزائر، يوم 03 محرم 1432 هـ الموافق لـ 2010/12/09.
- 133) عبد الحميد الصلاحين، "صناديق الاستثمار الإسلامية مفهومها، خصائصها وأحكامها"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 6-8 مارس 2007.
- 134) عبد الملك يوسف الحمر، "المصارف الإسلامية وما له من دور مأمول وعملي في التنمية الشاملة"، ورقة مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة، جامعة أم القرى، مكة المكرمة-المملكة العربية السعودية، 1424هـ-2003م.
- 135) عز الدين محمد حوجة، "تطوير المنتجات المالية الإسلامية منهجيته وآلياته"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العالمي الرابع لعلماء الشريعة حول: التمويل الإسلامي (ISSF)، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية في المالية الإسلامية إسرا (ISRA) بماليزيا، كوالالمبور-ماليزيا، 18-20 نوفمبر 2009م.
- 136) عقبة عبد اللاوي، نوال بن عمارة، صالح ناحية، "التمويل بالمشاركة وأثره على التوازن الآني في سوقي النقد والسلع والخدمات"، ورقة مقدمة إلى مؤتمر الشارقة الدولي الأول في: التمويل الإسلامي، مركز الشارقة الإسلامي للدراسات والبحوث المالية الإسلامية، الشارقة، الإمارات العربية المتحدة، يومي 6-5 نوفمبر 2014م.
- 137) عمر مصطفى الشريف، "الصناديق الاستثمارية الإسلامية في الأردن... التقنين والرقابة"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية، عمان-الأردن، يومي 6-7 / 08 / 2014م.
- 138) عيسى مرازقة، محمد الشريف شخشاخ، "البنوك الإسلامية وعلاقتها بالسوق المالي الإسلامي دراسة حالة مصرف أبو ظبي"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المركز الجامعي بغرداية-الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2011.

139) غالب عوض الرفاعي، فيصل صادق عارضه، "إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الدولي السنوي بعنوان: إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة الأردنية، يومي 16-18 نيسان (أفريل) 2007.

140) كتاف شافية، بن دعاس زهير، "آلية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية وأهميتها بالنسبة للأسواق المالية- دراسة حالة السوق المالية السعودية"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس بسطيف-الجزائر، يومي 5/6 ماي 2014م.

141) مادوغي بن سيدي سيلا، "ضوابط استثمار الأموال في الشريعة الإسلامية ومقاصده"، ورقة مقدمة لمنتدى فقه الاقتصاد الإسلامي 2015، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بديي، الإمارات العربية المتحدة، 2015.

142) محمد البتاجي، "نموذج لقياس مخاطر في المصرفية الإسلامية بغرض الحد منها"، ورقة مقدمة إلى ملتقى الخرطوم للمنتجات المالية الإسلامية النسخة الرابعة حول: التحوط وإدارة المخاطر في المؤسسات المالية الإسلامية، يومي 5-6 أبريل 2012.

143) محمد الفاتح محمود بشير المغربي، "الإجارة المنتهية بالتمليك بين النظرية والتطبيق"، ورقة مقدمة إلى مؤتمر: الخدمات المصرفية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، جامعة عجلون الوطنية، الأردن، يومي 6-5 رجب 1434 هـ الموافق لـ 15-16 أيار 2013م.

144) محمد بن بوزيان، بن حدو فؤاد، عبد الحق بن عمر، "البنوك الإسلامية والنظم والمعايير الاحترازية الجديدة: واقع وآفاق تطبيق لمقررات بازل(3)"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العالمي الثامن للاقتصاد والتمويل الإسلامي: النمو المستدام والتنمية الإسلامية الشاملة من منظور إسلامي، الدوحة-دولة قطر-، يومي 19-21 ديسمبر 2011.

145) محمد علي سميران، "وجهة نظر حول المصارف الإسلامية (المشاكل والمعوقات والطموحات والرؤية المستقبلية)"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر الدولي للمصارف الإسلامية، المعهد العالي للدراسات الإسلامية، جامعة آل البيت - الأردن-، يومي 5-6 أفريل 2011م.

146) محمد عمر جاسر، "نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة"، ورقة مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية المقام تحت عنوان: الواقع.. وتحديات المستقبل، صنعاء - الجمهورية العربية اليمنية، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين في الفترة 20-21 مارس 2010.

147) محمد كريم قروف، "الهندسة المالية كمدخل علمي لتطوير صناعة المنتجات المالية الإسلامية"، الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع... ورهانات المستقبل، المركز الجامعي بغرداية-الجزائر-، يومي 23-24 فيفري 2011.

148) محمد هشام جبر، "عمليات السلم والمعالجة المحاسبية لها"، ورقة مقدمة إلى ملتقى الخرطوم للصناعة المالية الإسلامية تحت عنوان: السلم وتطبيقاته المعاصرة، مركز بيان للهندسة المالية الإسلامية، السودان، يومي 10-11 نوفمبر 2014.

149) مداني أحمد، حريري عبد الغني، "نحو تطبيق عملي مبتكر لتعزيز منافسة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بصيغة "الإستصناع" في الجزائر"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي الرابع حول: المنافسة والاستراتيجيات التنافسية للمؤسسات الصناعية خارج قطاع المحروقات في الدول العربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة حسبية بن بوعلي بالشلف-الجزائر، يومي 09-10 نوفمبر 2010.

150) مقدم ليلي، طعيبة محمد سمير، "معايير اتخاذ قرار الاستثمار من منظور الاقتصاد الإسلامي"، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي: الاقتصاد الإسلامي: الواقع ورهانات المستقبل، جامعة غرداية-الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2011.

151) محمد هشام جبر، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي الأول حول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، يومي 8-9 ماي 2005م.

152) وليد هويمل عوجان، "صناديق الاستثمار، دراسة تحليل"، ورقة مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر حول: أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 6-8 مارس 2007.

153) Bouyahiaoui Ouendi et Nasser Lynda, "**Les fonds d'investissement islamiques : Un modèle réussi de l'innovation de financement**", Conférence internationale sur :les produits et l'applications d'innovation et l'ingénierie financière Entre l'industrie financière traditionnelle et de l'industrie de la finance islamique, l'université de Sétif-Algérie, le 5-6 Mai 2014.

154) Ernest & Young, "**Islamic Funds & Investments Report 2011**", 7th Annual World Islamic Funds and Financial Markets Conference (WIFFMC 2011)

155) Yusuf Talal DeLorenzo, "**Shari`ah Supervision of Islamic Mutual Funds**", 4th Annual Harvard Forum on Islamic Finance, Science Center, Harvard University , Cambridge, Massachusetts, 6/4/2000.

✓ الندوات

156) سالم محمد، "إدارة المخاطر في صناديق الاستثمار الإسلامية"، بحث مقدم للندوة السادسة عشرة لدلة البركة، 24 صفر 1420هـ، بيروت، متاحة على الرابط: <http://www.kantakji.com/risk-management.aspx>

157) سامي حطاب، "المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار"، بحث مقدم لندوة إرشادية بعنوان "إدارة الاستثمارات في الأسهم بين العوائد والمخاطر... وأسس تكوين وإدارة المحافظ الاستثمارية"، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، آذار 2007. على الرابط :

http://www.sca.gov.ae/Arabic/Investors/Seminars/SCASeminars/Mutual_Funds_and_Stock_Indices.pdf

- 158) عبد الرؤوف رابعة، سامي خطاب، "الاستثمار في الأسهم"، بحث مقدم لندوة إرشادية حول: "أسس التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، هيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، فيفري/مارس 2006.
- 159) عبد الله بن سلمان المنيع، "الفائض الاستثماري في الصكوك الإسلامية"، بحث مقدم لندوة: "مستقبل العمل المصرفي الإسلامي الرابعة"، تنظيم البنك الأهلي، بجدة، المملكة العربية السعودية، 13-14/12/2011م.
- 160) عصام عبد الهادي أبو النصر، "نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في ضوء الفكر الإسلامي"، بحث مقدم لندوة حول: "صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل"، تنظيم مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، مصر، 22/3/1997.
- 161) لقمان محمد مرزوق، البنوك الإسلامية ودورها في تنمية اقتصاديات المغرب العربي، بحث مقدم للندوة رقم 34 للمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، مدينة المحمدية بالمملكة المغربية، 2001.
- 162) محمد بن سليمان الجاسر، "تطور القطاع المالي لتحقيق نمو اقتصادي أفضل"، بحث مقدم لندوة الرؤية المستقبلية للاقتصاد السعودي حتى عام 1440هـ (2020م)، وزارة التخطيط، الرياض، المملكة العربية السعودية، أيام 13-17 شعبان 1423هـ الموافق لـ 19-23 أكتوبر 2002م.
- 163) محمد شاكر، "المحافظ والصناديق الاستثمارية، تكوينها وإدارتها"، بحث مقدم لندوة حول: "المحافظ الاستثمارية واستخدام مؤشرات الأسواق والتحليل الفني للأسهم كأدوات للاستثمار فيها، هيئة الأوراق المالية والسلع"، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، أيام 17-21 سبتمبر 2005.
- 164) يوسف بن عبد الله الشبيلي، "إصدار وتداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية المشتملة على النقود أو الديون وضوابطها الشرعية"، بحث مقدم لندوة: "الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم"، تنظيم جامعة الملك عبد العزيز، بجدة، المملكة العربية السعودية، 24-26/05/2010م.

✓ المجالات العلمية

- 165) أحمد ياسين عبد، عزيز إسماعيل محمد، التمويل الاستثماري في المصارف الإسلامية وأهميته الاقتصادية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013.
- 166) أشرف شعبان أبو أحمد، الأموال والاستثمارات العربية خارج الدول العربية، مجلة الداعي الشهرية الصادرة عن دار العلوم ديوبند، الجامعة الإسلامية، الهند، العدد 12، أكتوبر-نوفمبر 2013 م.
- 167) افتخار محمد مناحي الرفيعة، خميس محمد حسن، أحمد ياسين عبد، المصارف الإسلامية ودورها في عملية التنمية الاقتصادية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، العدد الحادي والثلاثون، 2012.

- (168) بجيت حسان، لخديمي عبد الحميد، قراءة تاريخية في تطور العمل بالصيرفة الإسلامية في دول المغرب العربي، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف-الجزائر-، العدد 11، جانفي 2014.
- (169) تمجدين نور الدين، دراسة الجدوى الاقتصادية بين المتطلبات النظرية والإشكالات العلمية، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرياح ورقلة-الجزائر، العدد 07، 2009-2010.
- (170) حسين محمد سمحان، أساليب خلط مال المضاربة وآثارها في قياس الربح وتوزيعه في المصارف الإسلامية، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، جامعة آل البيت-الأردن-، المجلد الرابع، العدد 04، 2008.
- (171) رائد جبر، بيع المرابحة للأمر بالشراء وضوابطه الرقابية في المصارف الإسلامية، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، مجلة دورية تصدر عن الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية (مركز البحوث المالية والمصرفية)، المجلد التاسع عشر، العدد الثاني، عمان-الأردن-، السنة التاسعة عشرة، يوليو (جوان) 2011.
- (172) سانح بوثنين، التطبيقات العملية للمرابحة في المصارف الإسلامية (الواقع والآفاق)، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 50، شوال 1437 هـ الموافق ل يوليو 2016م.
- (173) ساهرة محمد حسن، المضاربة في الشريعة الإسلامية، مجلة كلية المأمون، كلية المأمون الجامعة، بغداد-العراق-، العدد السادس عشر، 2010.
- (174) سراج الدين عثمان مصطفى، عقد المشاركة وتطبيقاته في المصارف الإسلامية، مجلة اتحاد المصارف العربية، مجلة شهرية متخصصة، لبنان، العدد 415، حيزران (جوان) 2015.
- (175) سلمان زيدان، دور الإدارة المصرفية الإسلامية في رفع كفاءة الأدوات المالية، مجلة مجمع (مجلة جامعة المدينة العالمية المحكمة)، ماليزيا، العدد 03، مايو 2012.
- (176) الطيب بولحية، عمر بوجمعة، تقييم الأداء المالي للبنوك الإسلامية دراسة تطبيقية على مجموعة من البنوك الإسلامية للفترة (2009-2013)، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف- الجزائر-، العدد الرابع عشر، السادس الأول لسنة 2016م.
- (177) عبد الرحمن مرعي، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية في سورية (دراسة ميدانية)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، دمشق، سوريا، المجلد 29، العدد 03، 2013.
- (178) عبد الرزاق بلعباس، صفحات من تاريخ المصرفية الإسلامية: مبادرة مبكرة لإنشاء مصرف إسلامي في الجزائر في أواخر عشرينيات القرن الماضي، مجلة دراسات اقتصادية إسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب و البنك الإسلامي للتنمية، المملكة العربية السعودية، المجلد التاسع عشر، العدد الثاني، 1434هـ/2013م.
- (179) مروان محمد أبو فضة، عقد الوكالة وتطبيقاته في المصارف الإسلامية، مجلة الجامعة الإسلامية (سلسلة الدراسات الإنسانية)، غزة-فلسطين، المجلد السابع عشر، العدد الثاني، يونيو 2009.

- (180) مصطفى ناطق صالح مطلوب، معوقات عمل المصارف الإسلامية وسبل المعالجة لتطويرها، مجلة البحوث والدراسات الإسلامية، الهيئة العلمية الاستشارية/ديوان الوقف السني، العراق، العدد 29، سنة 2012.
- (181) منى لطفي بيطار، منى خالد فرحات، آلية التمويل العقاري في المصارف الإسلامية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، سوريا، المجلد - 25 ، العدد الثاني. 2009.
- (182) منير سليمان الحكيم، صناديق الاستثمار: عملياتها، أسس إدارتها، مخاطرها وقياس أدائها، والعوامل المؤثرة على أدائها (الجزء الثاني)، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية (مركز البحوث المالية المصرفية)، الأردن، المجلد التاسع عشر، العدد الأول، يناير 2011م.
- (183) نهاد عبد الكريم أحمد، الصناعة المصرفية الإسلامية المفهوم والفلسفة، التحديات التي تواجهها والآفاق المستقبلية، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد- العراق-، المجلد 14، العدد 51، سنة 2008.
- (184) بجات مليكة، الإطار المفهومي لصناديق الاستثمار في الفكر الإسلامي رؤية اقتصادية معاصرة، مجلة البحوث والدراسات العلمية، جامعة الدكتور يحيى فارس-الجزائر-، المجلد 02، العدد 08، نوفمبر 2014م.
- (185) يونس صوالحي، محمد صبري بن هارون، فلاق محمد، المضاربة الإسلامية والمضاربة الربوية في البورصة وأثرها الاقتصادي، مجلة العدل، المملكة العربية السعودية، العدد 65، رمضان 1435هـ.

186) Amine Mokhefi, **Les Banques Islamiques : "Fondements Theoriques**, revue **Elwihat de recherches et d'études**, Université de Ghardaia-Algerie-, N12, 28/01/2011.

187) Chatti Mohamed Ali, article intitulé, **L'Impact de l'Application d'une Ethique Bancaire sur La Diversification des Banques Islamique**, revue **Etudes en Economie Islamique**, L'Institut Islamique de Recherche et de Formation, la Banque Islamique de Développement, Djeddah, Royaume d'Arabie Saoudite, Vol .6, No.1&2, Novembre 2012 et Mai 2013.

188) Elmelki Anes, **Le principe De Partage Des Profits Ou Des Pertes Dans Le Cadre Des Banques Islamiques: illustration Modélisée Des Contrats De Financement Participatifs Moudaraba Et Moucharaka** , **Global Journal Of Management And Business Research** , Global Journals Inc (USA), volume 11, Issue 11, Version 1.0 Novembre 2011.

189) Hesham Merdad, Kabir Hassan, Yasser Alhenawi, **Islamic Versus Conventional Mutual Funds Performance in Saudi Arabia: A Case Study**, **The Journal of King Abdulaziz University (JKAU), Islamic Econ.**, Jeddah, Saudi Arabia, Vol. 23 No: 2, 2010.

190) Khouttem Ben Jedidia Daoud, **L'intermédiation financiers participative des banques islamiques- Islamic Participative Financial Intermédiation-**, les cahiers de la **finance islamique**, Ecole de Management Strasbourg, Université de Strasbourg, N:03, 06 /2013.

191) Mohd Zulkifli Muhammada ,Rosita Chonga, **The contract of bay' AL-SALAM and ISTISNA' in Islamic commercial law: A comparative analysis**, **Labuan e-Journal of Muamalat and Society (LGMS)**, University Malaysia Sabah, Vol. 1, 2007.

✓ المحاضرات

- 192) خالد حسين على المرزوك، محاضرة بعنوان: "الصرف الأجنبي"، منشورة على نظام التعليم الالكتروني لقسم العلوم المالية والنقدية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة جامعة بابل، العراق، 2013.
- 193) رايس حدة، محاضرات في "مقياس الأسواق المالية للسنة الرابعة: مالية، نقود وبنوك"، قسم الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر، 2007-2008.
- 194) سليمان ناصر، محاضرة بعنوان "التحديات الراهنة للمصرفية الإسلامية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، هيرندن، فيرجينيا، الولايات المتحدة الأمريكية، أقيمت بتاريخ 2015/05/15م.
- 195) محمد علي القري، محاضرة بعنوان "البنك الإسلامي بين فكر المؤسسين والواقع المعاصر"، مجمع الفقه الإسلامي بجدة، منتدى الفكر الإسلامي، 2005، على الرابط <http://www.elgari.com/?p=870>

✓ المقالات المنشورة على الانترنت

- 196) بو عبد الله علي، بوقصبة الشريف، مقالة بعنوان "أهمية الصكوك المالية الإسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا"، على الرابط www.kantakji.com/media/175465/vskok.docx
- 197) حسين حسين شحاتة، مقالة بعنوان "الأسس والمعالجات المحاسبية للإجارة والإجارة المنتهية بالتملك كما تقوم بها المصارف الإسلامية"، سلسلة بحوث ودراسات في الفكر الاقتصادي الإسلامي، القاهرة، 2000، على الرابط www.darelmashora.com/download.ashx?docid=1290
- 198) حسين حسين شحاتة، مقالة بعنوان "الفرق بين صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار التقليدية"، منشورة على الرابط www.darelmashora.com/download.ashx?docid=2158
- 199) سامر مظهر قنطقجي، مقالة بعنوان "مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية"، 2006، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية على الرابط <http://www.kantakji.org>
- 200) سعد العنزي، مقالة بعنوان: "2 تريليون ريال خسائر الانهيار الكارثي لسوق الأسهم في 2006"، متاحة على الرابط <http://www.alyaum.com/article/3073308>
- 201) سلمان بطي الدوسري، مقالة بعنوان "تحديات قانونية تواجه صناعة المصرفية الإسلامية والتمويل الإسلامي"، جريدة الرياض، المملكة العربية السعودية، العدد 15299، ليوم الجمعة 14 مايو 2010م، على الرابط <http://www.alriyadh.com/525451>
- 202) شوقي بورقبة، مقالة بعنوان "إدارة السيولة في المصارف الإسلامية"، حوار الأربعاء لعام 2010-2011م (لقاء علمي في معهد الاقتصاد الإسلامي)، جامعة الملك عبد العزيز، على الرابط <http://iei.kau.edu.sa/Pages-Hiwarat-32-03.aspx>

- (203) عامر بن عيسى اللهو، مقالة بعنوان: الودائع البنكية في المصارف الإسلامية دراسة تطبيقية، 1429هـ، على الرابط <http://iefpedia.com/arab/a-6175>
- (204) عصام محمد، مقالة بعنوان " معايير التمويل والمصارف الإسلامية في السودان"، على الرابط : http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2571322
- (205) محمد القري، مقالة بعنوان " الصناديق الاستثمارية الإسلامية"، متاحة على الرابط <http://www.beltagi.com/ar/?p=24>
- (206) منير سلمان الحكيم، يزن سالم العطيّات، مقالة بعنوان " دور مؤسسات البنية التحتية الداعمة للجهاز المصرفي الإسلامي في منع المساهمة بالأزمة والتخفيف من آثارها"، على الرابط: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/11/45.pdf>

✓ الهيئات واللوائح

- (207) لائحة صناديق الاستثمار الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب قرار رقم 1-219-2006 وتاريخ 1427/12/3هـ الموافق لـ 2006/12/24م بناء على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 بتاريخ 1424/6/2هـ المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم 1-61-2016م وتاريخ 1437/8/16هـ الموافق لـ 2016/5/23م.
- (208) هيئة السوق المالية السعودية على الرابط: www.cma.org.sa
- (209) مؤسسة النقد العربي السعودي على الرابط: www.sama.gov.sa
- (210) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية على الرابط: www.aaofii.com
- (211) المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية على الرابط: www.cibafi.org
- (212) مجلس الخدمات المالية الإسلامية على الرابط: www.ifsb.org
- (213) مركز إدارة السيولة المالية على الرابط: www.lmcbahrain.com
- (214) الوكالة الإسلامية الدولية للتصنيف على الرابط: www.iirating.com

✓ التقارير والبحوث

- (215) التقرير الربعي للجزيرة كابيتال لقطاع المصارف السعودي (الربع الأول: ماي 2016م).
- (216) تقرير الاستقرار المالي لسنة 2016م لمؤسسة النقد العربي السعودي.
- (217) التقارير السنوية لمصرف الإنماء للسنوات 2009-2016م.
- (218) أحمد محمد علي، دور البنوك الإسلامية في مجال التنمية، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث و التدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 2001.
- (219) حسن الأمين، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 2000.

- (220) سامي بن ابراهيم السويلم، **التحوط في التمويل الإسلامي**، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة-المملكة العربية السعودية-، 2007م.
- (221) طارق الله خان، **الرقابة و الإشراف على المصارف الإسلامية**، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 2000.
- (222) -طارق الله خان، حبيب أحمد، **إدارة المخاطر (تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية)**، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة-المملكة العربية السعودية-، 2003.
- (223) عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، **الإدارة الاستراتيجية في البنوك الإسلامية** ، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 2004.
- (224) لقمان محمد مرزوق، **البنوك الإسلامية ودورها في تنمية اقتصاديات المغرب العربي**، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 1996م.
- (225) عبد الكريم أحمد قندوز، **التحوط في التمويل الإسلامي: حماية للمال ودافع لتنميته**، بحث مقدم إلى منتدى فقه الاقتصاد الإسلامي، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، يومي 22-24 مارس 2015م.

- 226) European Fund and Asset Management Association(efama), Annual Report 2015, Brussels, Belgium.
- 227) **Islamic Finance Directory -2012 GCC-**, General Council For Islamic Banks and Financial Institution (CIBAFI), Kingdom of Bahrain, 2012.
- 228) Islamic Financial Services Board (IFSB), **Islamic Financial Services Industry – Stability Report May 2015-**, Malaysia.
- 229) Islamic Financial Services Board (IFSB), **Islamic Financial Services Industry – Stability Report May 2015-** Malaysia.
- 230) Islamic Financial Services Industry, **Stability Report 2016**, Islamic Financial Services Board (IFSB), May 2016.
- 231) Saudi Arabia, **Islamic Finance Report**, November 2015, Jeddah Chamber, Kingdom of Saudi Arabia.
- 232) www.aljaziracapital.com.sa/report_file/ess/SPE-273.pdf

✓ القوائم المالية والنشرات الإحصائية

- (233) النشرة الإحصائية الربع سنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي للربع الرابع لسنة 2015م.
- (234) الإحصائيات السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي لسنة 2016
- (235) القوائم المالية لمصرف الإنماء للسنوات 2009-2016.
- (236) نشرة مجموعة إرنست و يونغ (EY) المحدودة حول: "القدرة التنافسية للمصارف الإسلامية العالمية لعام 2016- وقائع جديدة، فرص جديدة-" ، 2016.

- 237) <http://albaraka-bank.com>
- 238) <http://archive.aawsat.com>
- 239) <http://islamselect.net>
- 240) <http://twasul.info>
- 241) <https://chronicle.fanack.com>
- 242) www.aoifi.com
- 243) www.albilad-capital.com
- 244) www.aleqt.com
- 245) www.alinma.com
- 246) www.alinmainvestment.com
- 247) www.aljaziracapital.com.sa
- 248) www.al-jazirahonline.com
- 249) www.alrajhibank.com.sa
- 250) www.alrajhi-capital.com
- 251) www.alriyadh.com
- 252) www.ammanxchange.com
- 253) www.arabianbusiness.com
- 254) www.argaam.com
- 255) www.aswaq.today/ar/sa-stocks
- 256) www.baj.com.sa
- 257) www.bankalbilad.com
- 258) www.bankalbilad-capital.com
- 259) www.derayah.com
- 260) www.egx.com.eg
- 261) www.iicra.com
- 262) www.iifm.net
- 263) www.imf.org
- 264) www.isdb.org
- 265) www.isegs.com
- 266) www.saudi-banks.info
- 267) www.tadawul.com.sa
- 268) www.uabonline.org

الملاحق

الملحق رقم (01)

صكوك الاستثمار			أحكام الصكوك		
أنواع صكوك الاستثمار	تعريفها	مصدر الصك	المكتتبون	تداول الصكوك	استرداد الصكوك
صكوك ملكية الموجودات المؤجرة	وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين مؤجرة أو عين موعود باستجارتها، أو يصدرها وسيط مالي يتوب عن المالك، بغرض بيعها واستيفاء ثمنها من حصة الاكتتاب، وتصبح العين مملوكة لحملة الصكوك.	بائع عين مؤجرة أو عين موعود باستجارتها	مشترون للعين	يجوز تداولها من إصدارها وحتى نهاية أجلها.	يجوز استردادها من مصدرها قبل أجلها بسعر السوق أو بالسعر الذي يتراضى عليه حامل الصك ومصدره حين الاسترداد.
					مشترون للمنفعة
صكوك ملكية المنافع الموصوفة في الذمة	وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة عين موجودة أو من حصة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة العين مملوكة لحملة الصكوك.	بائع منفعة العين الموصوفة في الذمة	مشترون لمنفعة العين الموصوفة	لا يجوز تداولها قبل تعيين العين التي تستوفى منها المنفعة إلا بمراجعة ضوابط التصرف في الدينون. فإذا تعينت جاز تداول الصكوك.	يجوز للمصدر أن يستردها بعد التخصيص وفتح ضمن الاكتتاب، سواء بسعر السوق أو بالثمن الذي يتراضى عليه حين الاسترداد، على أن لا يكون مبلغ الاكتتاب أو مبلغ الاسترداد مؤجلاً.
					مشترون للخدمة
صكوك ملكية الخدمات من طرف معين	وثائق متساوية القيمة يصدرها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة)، واستيفاء الأجرة من حصة الاكتتاب فيها، وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك	بائع الخدمة	مشترون للخدمة	لا يجوز تداولها قبل تعيين الطرف الذي تستوفى منه الخدمة إلا بمراجعة ضوابط التصرف في الدينون. فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك.	
صكوك ملكية الخدمات من طرف معين	وثائق متساوية القيمة يصدرها بغرض تقديم الخدمة من طرف معين (كمنفعة التعليم من جامعة مسماة)، واستيفاء الأجرة من حصة الاكتتاب فيها، وتصبح الخدمات مملوكة لحملة الصكوك	بائع الخدمة	مشترون للخدمة	لا يجوز تداولها قبل تعيين الطرف الذي تستوفى منه الخدمة إلا بمراجعة ضوابط التصرف في الدينون. فإذا تعين الطرف جاز تداول الصكوك.	

صكوك السلم	وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحويل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك.	بائع سلعة السلم	مشترون لسلعة السلم	لا يجوز تداول صكوك السلم.
صكوك الاستصناع	وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب في تصنيع سلعة، ويصبح المنتج مملوكة لحملة الصكوك.	الصانع (البائع)	المشترون للعين المراد تصنيعها	يجوز تداول أو استرداد صكوك الاستصناع إذا تحولت النقود إلى أعيان مملوكة لحملة الصكوك في مدة الاستصناع.
صكوك المراجعة	وثائق متساوية القيمة تُصدّر لتحويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك.	البائع لبضاعة المراجعة	المشترون لبضاعة المراجعة	لا يجوز تداولها بعد تسليم بضاعة المراجعة للمشتري، أما بعد شراء البضاعة وقبل بيعها للمشتري فيجوز التداول.
صكوك المشاركة	وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها.	طالب المشاركة معه في مشروع معين	الشركاء في عقد المشاركة	يجوز تداول صكوك المشاركة وصكوك المضاربة وصكوك الوكالة بالاستثمار بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط في الأعيان والمنافع.
	وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس الوكالة بالاستثمار بتعيين وكيل عن حملة الصكوك لإدارتها.	الوكيل بالاستثمار	الموكلون	
	وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها.	المضارب	أرباب المال	
صكوك المزارعة	حصة في المحصول وفق ما حدده العقد.	ب. المزارع صاحب العمل	أصحاب الأرض المستثمرون، ويستحقون الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأرض	1. يجوز تداول صكوك المزارعة والمساواة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط إذا كان حملة الصكوك مالكي الأرض. 2. أما إذا كانوا المتزمنين بالعمل (الزراعة أو السقي) فلا يجوز تداول الصكوك إلا إذا كان التداول بعد بدو صلاح الزرع أو الثمر.
	حصة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد	أ. مالك الأرض أو منافعها	المساقون في عقد المساواة	
صكوك المساقاة	وثائق متساوية القيمة تُصدّر لاستخدام حصيلتها في سقي أشجار مثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المساقاة، ويصبح لحملة الصكوك حصة من الثمرة وفق ما حدده العقد	ب. المساقى صاحب العمل	أصحاب الأرض المستثمرون، ويستحقون الحصة المتفق عليها مما تنتجه الأشجار	يجوز تداول صكوك المساقاة بعد قفل باب الاكتتاب وتخصيص الصكوك وبدء النشاط سواء كان حملة الصكوك مالكي الأرض أم المتزمنين بالغرس.
صكوك المغارسة	وثائق متساوية القيمة تُصدّر لاستخدام حصيلتها في غرس أشجار وفيما يتطلبه هذا الغرس من أعمال ونفقات على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الأرض والغرس.	أ. ملك أرض صالحة لغرس الأشجار ب. المغارس صاحب العمل	المغارسون في عقد المغارسة أصحاب الأرض المستثمرون، ويستحقون الحصة المتفق عليها من الأرض والشجر	

الملحق رقم (02)

محتويات طلب تأسيس وطرح وحدات صندوق عام

يوضح هذا الملحق المستندات المطلوب إرفاقها، بالطريقة التي تحددها الهيئة، في الطلب المقدم إلى هيئة السوق المالية.

يجب أن يتضمن الطلب الآتي:

- أ) النموذج رقم (١) المرافق لهذا الملحق بعد تعبئته.
- ب) قائمة مراجعة المستندات المقدمة.
- ج) مسودة شروط وأحكام الصندوق (مع قائمة مراجعة لشروط وأحكام الصندوق بحسب الملحق رقم ١).
- د) مسودة مذكرة المعلومات (مع قائمة مراجعة الإفصاح لمذكرة المعلومات بحسب الملحق رقم ٢).
- هـ) مسودة ملخص المعلومات الرئيسية بحسب الملحق رقم ٣.
- و) صورة من إثبات الهوية الشخصية لأعضاء مجلس إدارة الصندوق.
- ز) نماذج الاشتراك والاسترداد (حيثما ينطبق).
- ح) تفاصيل آلية اتخاذ القرارات الاستثمارية، مع تحديد أسماء أي أشخاص مسجلين مشتركين.
- ط) سياسات وإجراءات إدارة المخاطر للصندوق ذي العلاقة.
- ي) إقرار من مدير الصندوق بوجود النظم الإدارية التي سيتم تبنيها فيما يتعلق بالجوانب التشغيلية المرتبطة بصناديق الاستثمار، بما في ذلك برنامج مراقبة المطابقة والالتزام لصندوق الاستثمار ذي العلاقة.

ك) إقرار من مدير الصندوق يفيد بأن جميع أعضاء مجلس إدارة الصندوق المرشحين تنطبق عليهم متطلبات التأهيل الواردة في لائحة صناديق الاستثمار، وأن أعضاء المجلس المستقلين ينطبق عليهم تعريف عضو مجلس إدارة صندوق مستقل الوارد في قائمة المصطلحات المستخدمة في لوائح هيئة السوق المالية وقواعدها.

ل) أي مستندات أخرى مؤيدة للطلب.

م) المقابل المالي.

ن) نسخ إلكترونية من المستندات المطلوبة بموجب جميع الفقرات أعلاه.

نموذج الطلب متاح، ويمكن الحصول عليه من الموقع الرسمي لهيئة السوق المالية:

www.cma.org.sa



النموذج رقم (١)
طلب تأسيس صندوق عام

تعليمات ملء النموذج:

يمكن ملء هذا النموذج إلكترونياً.

في حال وجود مستندات مؤيدة مطلوبة وفقاً لهذا النموذج، يرجى إرفاقها.

يرجى وضع علامة (✓) في الخانات ذات الصلة إذا كان ذلك مناسباً.

إذا كان السؤال غير منطبق، يرجى كتابة عبارة "غير منطبق" في الخانة المخصصة للإجابة.

إذا كانت الخانة غير كافية، يرجى مواصلة الكتابة في ورقة منفصلة، ويرجى إيضاح السؤال المرتبط بالمعلومات الإضافية.

يجب ملء نموذج واحد لكل صندوق.

يتعين الاحتفاظ بنسخة من النموذج وأي مستندات مؤيدة للطلب تقدّم إلى هيئة السوق المالية.

صندوق الاستثمار

معلومات عن صندوق الاستثمار الذي سيتم تأسيسه



١- اسم الصندوق

٢- فئة ونوع الصندوق

٣- أهداف الاستثمار

٤- سياسات الاستثمار وممارساته

٥- السمات الخاصة / المميزة (إن وجدت)

٦- تاريخ بداية فترة الطرح الأولي المقترحة

٧- تاريخ نهاية فترة الطرح الأولي المقترحة

٨- المدة / تاريخ استحقاق صندوق الاستثمار (إن وجد)

٩- أسباب تأسيس صندوق الاستثمار

--

١٠- إستراتيجية الصندوق التسويقية (خطة مدتها ٣-٥ سنوات)

--

١١- أسماء أعضاء مجلس إدارة الصندوق المقترحين.

١٢- بالنسبة إلى الصندوق المغذي، يرجى ملء ما يلي:

أ)	اسم الصندوق المستهدف
ب)	اسم مدير الصندوق
ج)	اسم أمين الحفظ
د)	تاريخ التأسيس
هـ)	مكان تأسيس الصندوق
و)	اسم الهيئة الإشرافية
ز)	الأهداف الاستثمارية للصندوق المستهدف
ح)	السياسات الاستثمارية للصندوق المستهدف وممارساته
ط)	السمات الخاصة/المميزة للصندوق المستهدف (إن وجدت)

مدير الصندوق

٢

معلومات حول الشخص المرخص له الذي يدير صندوق الاستثمار

١- اسم الشخص المرخص له (مدير الصندوق)

٢- رقم الترخيص الصادر عن هيئة السوق المالية

٣- الهيكل التنظيمي (للشركة كاملة وقسم إدارة الأصول)

يرجى استخدام ورقة منفصلة إذا كانت الخانة غير كافية.

٤- اسم (أسماء) مدير المحفظة المسجل المسؤول عن الصندوق.

(بما في ذلك بيانات الاتصال)

٥- اسم (أسماء) مسؤول المطابقة والالتزام ولجنة المطابقة والالتزام

(بما في ذلك بيانات الاتصال)

٦- هل سيعين مدير صندوق من الباطن؟

لا

نعم

إذا كانت إجابتك نعم، يرجى إرفاق نسخة من عقد الخدمات.

٧- إذا كانت إجابتك نعم، يرجى ذكر اسم مدير (مديري) الصندوق من الباطن

٨- اسم مدير المحافظة المسؤول عن الصندوق لدى مدير الصندوق من الباطن

٩- رقم الترخيص الصادر عن هيئة السوق المالية الخاص بمدير الصندوق من الباطن (حيثما ينطبق ذلك)

١٠- إذا كان مدير الصندوق من الباطن أجنبياً، يرجى تقديم المعلومات الآتية:

(أ) مكان التأسيس

(ب) الهيئة الإشرافية

(ج) العنوان وبيانات الاتصال الخاصة بمدير الصندوق من الباطن

العنوان	
رقم الهاتف	
البريد الإلكتروني	

(د) هل مدير الصندوق من الباطن خاضع لإشراف جهة رقابية وفق معايير وشروط تنظيمية مماثلة على الأقل لتلك التي تطبقها الهيئة؟

إذا كان هناك أكثر من مدير واحد للصندوق من الباطن، يرجى تقديم المعلومات المطلوبة وفقاً للفقرات من ٧ إلى ١٠ أعلاه لكل مدير صندوق من الباطن.

١١- هل سيكون هناك مهام أخرى لمدير الصندوق يُكَلَّفُ بها مقدمو الخدمة؟

نعم لا

إذا كانت إجابتك نعم، يرجى إرفاق نسخ من عقود الخدمات.

١٢- إذا كانت إجابتك نعم، يرجى بيان المهام التي سيُكَلَّفُ بها مع ذكر تفاصيل مقدم (مقدمي) الخدمات.

يرجى استخدام ورقة منفصلة إذا كانت الخانة غير كافية.

أمين الحفظ

٣

معلومات حول الشخص المرخص له في القيام بنشاط الحفظ

١. اسم الشخص المرخص له (أمين الحفظ)

٢. رقم الترخيص الصادر عن هيئة السوق المالية

٣. العلاقة مع مدير الصندوق

طرف ذو علاقة مستقل

يرجى تقديم نسخة من عقد الخدمات / اتفاقية مستوى الخدمة.

٤. الهيكل التنظيمي (قسم الحفظ)

--

يرجى استخدام ورقة منفصلة إذا كانت الخانة غير كافية.

٥. هل سيعين أمين حفظ من الباطن؟

لا

نعم

إذا كانت إجابتك نعم، يرجى إرفاق نسخة من عقد الخدمات.

٦. إذا كانت إجابتك نعم، يرجى ذكر اسم أمين الحفظ من الباطن

--

٧. رقم الترخيص الصادر عن هيئة السوق المالية الخاص بأمين الحفظ من الباطن (حيثما ينطبق ذلك)

--

٨. إذا كان أمين الحفظ من الباطن أجنبياً، يرجى تقديم المعلومات الآتية:

(أ) مكان التأسيس

--

(ب) الهيئة الإشرافية

--

(ج) العنوان وبيانات الاتصال الخاصة بأمين الحفظ من الباطن

	العنوان
	رقم الهاتف
	البريد الإلكتروني

د) هل أمين الحفظ من الباطن خاضع لإشراف جهة رقابية وفق معايير وشروط تنظيمية مماثلة على الأقل لتلك التي تطبقها الهيئة؟

إذا كان هناك أكثر من أمين حفظ واحد من الباطن، يرجى تقديم المعلومات المطلوبة وفقاً للفقرات من ٥ إلى ٨ أعلاه لكل أمين حفظ من الباطن.

٩. هل سيكون هناك مهام أخرى لأمين الحفظ يُكَلَّفُ بها مقدمو الخدمة؟

لا

نعم

إذا كانت إجابتك نعم، يرجى إرفاق نسخ من عقود الخدمات .

١٠. إذا كانت إجابتك نعم، يرجى سرد المهام التي سيُكَلَّفُ بها مع ذكر تفاصيل مقدم الخدمة والترتيبات.

يرجى استخدام ورقة منفصلة إذا كانت الخانة غير كافية.

٤

إقرار

إقرار مدير الصندوق وأمين الحفظ

عن الشخص المرخص له (مدير الصندوق)

أقر أنا الموقع أدناه على حد علمي واعتقادي (وبعد الحرص التام والمعقول للتأكد من ذلك) بأن المعلومات التي قدمتها في هذا الطلب كاملة وواضحة وصحيحة وغير مضللة وقت تقديمها. وأقر، إضافة إلى ذلك، بأن صندوق الاستثمار المقترح، ومحتويات شروط وأحكام الصندوق، ومذكرة المعلومات، لا تتعارض مع نظام السوق المالية ولائحة صناديق الاستثمار.

الاسم

المنصب

التوقيع

التاريخ

اسم الشخص المسؤول عن الطلب لدى مدير الصندوق

المنصب

رقم الهاتف

البريد الإلكتروني

عن الشخص المرخص له (أمين الحفظ)

أنا [اسم الشخص المرخص له] أعمل أمين حفظ لصندوق الاستثمار المقترح، أقر وأؤكد أنني سأقوم بالمسؤوليات المنوطة بي بحسب لائحة صناديق الاستثمار وشروط وأحكام الصندوق، ومذكرة المعلومات، ونظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية .

الاسم

المنصب

التوقيع

التاريخ

اسم الشخص المسؤول عن الطلب لدى أمين الحفظ

المنصب

رقم الهاتف

البريد الإلكتروني

- 1- اسم صندوق الاستثمار: صندوق الإنماء للأسهم السعودية.
- 2- عنوان مدير الصندوق: الرياض حي العليا، برج العنود، طريق الملك فهد، ص.ب. 66333 الرياض 11576 المملكة العربية السعودية.
هاتف: 8004413333
فاكس: 966+ 11 218 5900
الموقع الإلكتروني www.alinmainvestment.com
- 3- تاريخ بداية قبول الاشتراكات في الصندوق:
سيبدأ قبول الاشتراكات في الصندوق بتاريخ 2010-12-18م
- 4- الهيئة المنظمة: تم إعداد هذه الشروط والأحكام وفقاً لائحة صناديق الاستثمار الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية. إن شركة «الإنماء للاستثمار» مرخص لها من قبل هيئة السوق المالية في المملكة العربية السعودية بممارسة أنشطة التعامل في الأوراق المالية أصالة عن نفسها ووكالة عن غيرها؛ وبالتعهد بالتغطية، والإدارة والترتيب وتقديم المشورة والحفظ في أعمال الأوراق المالية بموجب ترخيص رقم (37-09134) وتاريخ 1430/4/17هـ.
- 5- تاريخ إصدار شروط الصندوق وأحكامه: صدرت شروط وأحكام الصندوق بتاريخ 1431/09/19هـ - 2010/08/29م وتم آخر تحديث لها بتاريخ 1437/6/21هـ. الموافق لـ 2016/03/30م
- 6- الاشتراك: سعر الوحدة الواحدة عند الاشتراك في مرحلة تأسيس الصندوق: عشرة (10) ريالاً سعودية، والحد الأدنى للاشتراك هو خمسة آلاف (5,000) ريال سعودي؛ علماً بأنه لا يوجد حد أعلى للاشتراك. الحد الأدنى للاشتراك الإضافي أو الاسترداد هو ألف (1,000) ريال سعودي؛ علماً بأنه يجب على مالك الوحدات الاحتفاظ بالحد الأدنى للرصيد وهو خمسة آلاف (5,000) ريال سعودي ما لم تخفض قيمة الوحدات المملوكة له عن هذا الحد نتيجة لأداء الصندوق.
- 7- عملة الصندوق: عملة الصندوق هي الريال السعودي، وبها تقيم استثماراته ووحداته، وتقبل اشتراكات المستثمرين بأي عملة أخرى من العملات العالمية الرئيسية ويتم تحويلها إلى عملة الصندوق على أساس سعر الصرف السائد عند قبول الاشتراك في ذلك التاريخ، ويتحمل ملاك الوحدات الذين يرغبون في تحويل استحقاقاتهم بعملة غير عملة الصندوق؛ مخاطر تذبذب سعر الصرف لتلك العملات عند تاريخ التحويل.
- 8- أهداف الصندوق:
الصندوق عبارة عن صندوق استثمار مفتوح (غير محدد المدة) ويهدف إلى ما يأتي:
1.8 تنمية رأس مال ملاك الوحدات على المدى الطويل من خلال الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي والمجازة من قبل الهيئة الشرعية لدى مدير الصندوق.
2.8 توفير قناة استثمارية ملتزمة بالضوابط الشرعية.
3.8 تحقيق أداء أفضل من أداء المؤشر الإرشادي المستقل (Al-Inma Saudi Islamic Index, by Ideal Ratings)، والذي تقوم بإعداده شركة متخصصة مستقلة. ويمكن للمستثمر متابعة أداء المؤشر الإرشادي من خلال الموقع الإلكتروني لمدير الصندوق. يتم احتساب أداء المؤشر الإرشادي باحتساب وزن كل شركة كما في بداية عمل المؤشر، ومن ثم يتم احتساب أداء كل شركة استناداً إلى قيمتها في بداية عمل المؤشر، ويكون تأثيرها على الأداء العام للمؤشر بحسب وزنها القيمي. بشكل ربع سنوي، يتم إعادة احتساب أوزان الشركات وإدخال أكبر أربعين شركة موافقة للشريعة من حيث القيمة السوقية إلى حاسبة المؤشر. يتم التعامل مع جميع إجراءات الشركات التي تؤدي إلى تغيرات جوهرية في الوزن القيمي مثل توزيعات الأسهم وزيادة رأس المال.
- 9- استراتيجيات استثمار الصندوق الرئيسية:
1.9 يستثمر الصندوق أصوله بشكل أساسي في جميع أسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية بناءً على التحليلات الأساسية لهذه الشركات -على أن تكون مجازة من الهيئة الشرعية- بغية تحقيق أهداف الصندوق الاستثمارية طويلة الأجل، وذلك من خلال الاستراتيجيات الآتية:
1.1.9 يبدأ اختيار الفرصة الاستثمارية تدريجياً من حراسة وبحث الاقتصاد والقطاع نزولاً إلى الشركات الفعلية.
2.1.9 في بعض الحالات يتم اختيار الشركات بشكل انتقائي معين بالاعتماد على مجموعة من المعايير المالية التي يمكن أن تشمل (ربحية السهم، التدفقات النقدية، مكرر الربحية، القيمة الدفترية).
3.1.9 يحق لمدير الصندوق استثمار بعض أصول الصندوق في أدوات استثمارية متوافقة مع الضوابط الشرعية، قليلة المخاطر؛ مثل المرابحات لأجل إدارة السيولة لمصلحة الصندوق.

2.9 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، وفي الوقت ذاته قياس الأداء باستخدام المؤشر الإرشادي المستقل. وجميع المكاسب المالية المتحققة من المراكز التي يتخذها الصندوق سيعاد استثمارها في الصندوق.

3.9 يلتزم مدير الصندوق في جميع استثمارات الصندوق بالضوابط الشرعية الصادرة عن الهيئة الشرعية لمدير الصندوق.

4.9 يحق للصندوق الحصول على تمويل بقدر 10% من أصول الصندوق كحد أقصى في الحالات الضرورية ووفق الضوابط الشرعية، على سبيل المثال لا الحصر، إذا كانت طلبات الاسترداد أكثر من 10% من قيمة أصول الصندوق. لن تتجاوز نسبة استثمار الصندوق في أي صندوق استثماري آخر، سواء كان مداراً من قبل مدير الصندوق أم مديريين آخرين؛ 10% من أصول الصندوق، وكذلك لن تتجاوز الاستثمارات ما نسبته 10% من صافي قيمة أصول الصندوق الأخر المستثمر فيه.

6.9 لن يستثمر الصندوق أكثر من 10% من صافي قيمة أصوله في استثمارات غير قابلة للتسبيل.

7.9 في جميع الظروف، لا يجوز أن يمتلك الصندوق أكثر من 5% من الأوراق المالية الصادرة عن أي مصدر.

8.9 يجب ألا تزيد استثمارات الصندوق في أوراق مالية لمصدر واحد عن 15% من صافي قيمة أصول الصندوق.

9.9 يجب ألا تزيد استثمارات الصندوق في أي فئة من الأوراق المالية لمصدر واحد عن 10% من صافي قيمة أصوله؛ باستثناء تلك الصادرة من حكومة المملكة، وحكومات الدول الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، والدول الأعضاء في مجلس التعاون لدول الخليج العربية.

10.9 ليس للصندوق الاستثمار في شركة واحدة بنسبة تتجاوز 10% من صافي أصول الصندوق، وقت الاستثمار، إلا إذا كانت نسبة القيمة السوقية لأسهم هذه الشركة وفق المؤشر الإرشادي أعلى من 10% على ألا تتجاوز نسبة ما يستثمره الصندوق نسبة هذه الشركة في المؤشر الإرشادي.

11.9 يقوم مدير الصندوق بتحديث مجال استثمار الصندوق بشكل ربع سنوي، بهدف إعادة تقييم الشركات المدرجة من حيث التوافق مع معايير اللجنة الشرعية.

12.9 يحق لمدير الصندوق الاستثمار في أية ورقة مالية مصدرها من قبل مدير الصندوق أو من قبل أي من تابعيه مع ما يتوافق مع استراتيجيات الاستثمار في الصندوق.

10 - المخاطر الرئيسية للاستثمار في الصندوق:

1.10 مخاطر أسعار الأسهم: تعد تعاملات الصندوق ذات أجل طويل، وعليه فإنها تتضمن درجة عالية من المخاطر لتأثرها بتقلبات أسعار الأسهم في سوق الأسهم السعوية ارتفاعاً وهبوطاً نتيجة لعوامل خارجة عن إرادة مدير الصندوق، ومن ذلك على سبيل المثال لا الحصر، الأحداث السياسية والاقتصادية، وبالتالي يؤثر ذلك في سعر الوحدة ارتفاعاً وهبوطاً؛ لاقتربها بمخاطر أسعار الأسهم.

2.10 مخاطر السيولة: قد يواجه الصندوق مخاطر انخفاض السيولة في يوم التقييم، إذا كانت طلبات الاسترداد المطلوب تنفيذها في أي يوم تعامل 10% أو أكثر من صافي قيمة أصول الصندوق، أو إذا كان هناك حجم هائل للعرض (بيع) للأسهم في السوق مما تتأثر معه القيمة السوقية للأسهم، أو كان هناك تعليق للتعامل في سوق الأسهم السعودية.

3.10 مخاطر عدم الاتوافق الشرعي: نتيجة لاستبعاد أسهم بعض الشركات من المجال الاستثماري للصندوق؛ نظراً لأن الهيئة الشرعية لمدير الصندوق ترى أنها غير متوافقة مع الضوابط الشرعية المعدة من قبلها، فإن استثمارات الصندوق ستتركز في عدد أقل من الشركات، وبالتالي يكون لتقلبات أسعارها الأثر الكبير على أداء الصندوق، فقد يضطر مدير الصندوق إلى التخلص من أسهم بعض الشركات التي يملك فيها أسهماً إذا قررت الهيئة الشرعية لدى مدير الصندوق أن هذه الشركات لم تعد تتوافر فيها الضوابط التي بموجبها أجازت الهيئة الشرعية تملك أسهمها، وفي حال تحقق هذا الأمر واضطرار الصندوق إلى التصرف في الأسهم في وقت تشهد فيه أسعارها انخفاضاً؛ فإن الصندوق قد يكون عرضة للخسارة.

4.10 مخاطر تضارب المصالح: قد يتعرض الصندوق للمخاطرة نتيجة تضارب المصالح بين الصناديق أو المنتجات المالية التي يديرها أو سيجريها مدير الصندوق، وللتقليل من ذلك يقوم مجلس إدارة الصندوق بالإشراف على أي تضارب في مصالح الصندوق، كما يسعى مدير الصندوق جاهداً لاتباع سياسة تضمن المحافظة على مصالح ملاك الوحدات ومعاملتهم بصورة صحيحة وعادلة.

5.10 مخاطر الائتمان: يحق للصندوق الاستثمار في معاملات آجلة، أو أي أداة تجزيها الهيئة الشرعية، وفي حال عدم التزام الطرف الآخر الذي يتعامل معه الصندوق بالادفع للصندوق في تاريخ الاستحقاق؛ فإن الصندوق قد يكون عرضة للخسارة.

6.10 مخاطر الاستثمار في صناديق استثمارية: هي جميع المخاطر المماثلة لهذه المخاطر الموضحة في الفقرة (10) المخاطر الرئيسية للاستثمار في الصندوق والتي قد تتعرض لها صناديق الاستثمار الأخرى التي قد يستثمر فيها الصندوق مما قد يؤثر في أداء الصندوق وبالتالي انخفاض قيمة الوحدة.

7.10 يتحمل مالك الوحدات المخاطر الناتجة عن أي خسارة مالية يمكن أن تنتج عن الاستثمار في وحدات الصندوق.
8.10 لا يضمن مدير الصندوق قيام الصندوق بتحقيق أرباح ولا يضمن أي نوع من حماية رأس المال.
9.10 الاستثمار في هذا الصندوق ليس بمثابة إيداع بنكي لدى بنك محلي يسوق أو يبيع أوراق مالية أو تابع لصندوق الاستثمار.

11 - الرسوم والمصاريف:

11.1 المصاريف:

11.1.1 يتحمل الصندوق كل المصاريف التشغيلية، ويدخل في هذه المصروفات، على سبيل المثال لا الحصر، أتعاب المحاسب والمراجع القانوني، وأتعاب أعضاء مجلس الإدارة، ورسوم المؤشر الإرشادي، وأي تكاليف تتعلق بإدارة الصندوق (ولن تتعدى هذه المصاريف مائتي ألف (200,000) ريال سنوياً، وفي حال تعديها المبلغ المذكور؛ سيتحمل مدير الصندوق جميع قيمة الزيادة).

2.1.1.1 لن يتم حساب الأتعاب الآتية ضمن المصروفات التشغيلية وبالتالي لن تخصم من أصول الصندوق:

1. أجور العاملين في الصندوق ومخصصاتهم.
2. أتعاب الهيئة الشرعية.
3. أتعاب المستشار القانوني.

3.1.1.1 مصاريف طباعة نشرة التقارير الدورية والتوزيع خمسون ألف (50,000) ريال سنوياً، إن وجدت، يتم اعتبارها من المصروفات التشغيلية للصندوق وبالتالي ستخصم من أصول الصندوق وذلك بشكل سنوي عند كل تقييم لأصول الصندوق. يتم حساب مصاريف التشغيل عند كل يوم تقويم، وتُدفع من أصول الصندوق شهرياً.

ولمزيد من التفاصيل حول أنواع المصاريف ومقدارها؛ ينظر: ملخص الإفصاح المالي (فقرة رقم 35).

2.1.1 الرسوم:

رسوم إدارة الصندوق السنوية 1.75% من صافي أصول الصندوق، ويتم حسابها عند كل يوم تقييم، وخصمها من أصول الصندوق بنهاية كل شهر ميلادي.

12 - مصاريف التعامل:

يتحمل الصندوق جميع مصاريف التعامل المتعلقة بالبيع والشراء في الصندوق أو أي رسوم تفرضها هيئة السوق المالية.

13 - تصفية الصندوق وتعيين مصف:

1.1.3 يجوز لمدير الصندوق تصفية الصندوق وإنهائه كاملاً إذا رأى أن حجم أصوله لا يسمح بالاستمرار في تشغيله، أو كان ذلك بسبب تغير في الأنظمة التي تحكم عمل الصندوق، أو لأي سبب آخر طارئاً بعد الحصول على موافقة هيئة السوق المالية، يلتزم مدير الصندوق بإخطار ملاك الوحدات بقرار التصفية قبل (60) ستين يوماً من نفاذ قرار تصفية الصندوق. في حال تحقق التصفية يتم تصفية أصول الصندوق وتأدية التزاماته وتوزيع ما يتبقى من حصيلة هذه التصفية على المشتركين بنسبة ما تمثله وحداتهم إلى إجمالي عدد وحدات الصندوق.

2.1.3 لهيئة السوق المالية صلاحية تعيين مدير بديل للصندوق أو مصف أو اتخاذ أي تدابير تراها مناسبة، وذلك وفقاً للائحة صناديق الاستثمار.

14 - مجلس إدارة الصندوق:

1.1.4 مدة عقد أعضاء مجلس الإدارة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وتشمل مسؤوليات مجلس إدارة الصندوق، على سبيل المثال لا الحصر، ما يأتي:

1. الموافقة على جميع العقود الجوهرية التي يكون الصندوق طرفاً فيها.
2. الإشراف على الصندوق.
3. معالجة أي تضارب مصالح، يفصح عنه مدير الصندوق، وفقاً للائحة صناديق الاستثمار، وذلك متى ما استدعت الحاجة لذلك.
4. الاجتماع مرتين سنوياً على الأقل مع مسئول المطابقة والالتزام لدى مدير الصندوق و/أو لجنة المطابقة والالتزام ومسئول التبليغ عن غسل الأموال لديه، لتقييم مدى التزام مدير الصندوق بجميع اللوائح والأنظمة المتبعة.
5. إقرار أي توصية يرفعها المصنف في حال تعيينه.
6. التأكد من اكتمال شروط وأحكام الصندوق والالتزام باللائحة صناديق الاستثمار.
7. التأكد من قيام مدير الصندوق بمسؤولياته بما يحقق مصلحة ملاك الوحدات وفقاً لشروط وأحكام الصندوق، وأحكام لائحة صناديق الاستثمار.
8. العمل بأمانة ولمصلحة صندوق الاستثمار وملاك الوحدات فيه.

2.1.4 مجلس إدارة الصندوق يتكون من:

- الأستاذ / خالد بن عبد الله الرميح (رئيس مجلس إدارة الصندوق وعضو مستقل)
- هو رئيس مجلس إدارة الصندوق ويحمل درجة الإكالوريوس من جامعة الملك سعود في الرياض، خبرة تزيد عن 30 عاملاً في المجالات الإدارية والفنية والقيادية، تدرج في العديد من المناصب القيادية في شركة أرامكو منذ التحاقه بها في عام 1976 وحتى الآن، يشغل حالياً منصب مدير شؤون شركة أرامكو السعودية في منطقة الرياض، وقد مثل شركة أرامكو لدى العديد من الجهات الحكومية، ومجلس الشورى وهيئة الخبراء.

• الدكتور / محمد إبراهيم السحيباني (عضو مستقل)
يحمل درجة الدكتوراه في الاقتصاد من جامعة كونكورديا في كندا، خبرة تزيد عن 29 سنة في المجال الأكاديمي، كما يشغل حالياً منصب رئيس لقسم التمويل والاستثمار في جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، وقد عمل على كثير من النشاطات الأكاديمية والأوراق العلمية والأعمال الاستشارية في المجال الاقتصادي، ويحمل الدكتور السحيباني عضوية جمعية الاقتصاد السعودية وعضوية العديد من المجالس واللجان والهيئات العلمية.

• الدكتور/ محمد بسام السيد (عضو غير مستقل)
يحمل درجة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي من جامعة ويلز في المملكة المتحدة. و يشغل حالياً منصب رئيس إدارة الأصول في شركة الإنماء للاستثمار. وتدرج الدكتور السيد في عدة مناصب إدارية وبخبرة تزيد عن 28 سنة، حيث كان يشغل قبل انضمامه للإنماء للاستثمار منصب نائب الرئيس، رئيس قسم الصناديق الاستثمارية في مجموعة التوفيق المالية. وكان الدكتور السيد يشغل منصب متخصص الاستثمارات في شركة دلة البركة بالإضافة إلى منصب مدير الاستشارات والتدريب في نفس الشركة. كما ساهم الدكتور السيد في تأسيس استراتيجيات وهيكل أكثر من 35 صندوقاً استثمارياً في مختلف فئات الأصول طوال خبرته الاستثمارية.

• الأستاذ / تركي عبدالعزيز بن مرشود (عضو غير مستقل)
يحمل درجة البكالوريوس في الإدارة المالية من جامعة الملك سعود، خبرة تزيد عن 9 سنوات في مجال الاستثمار و المطابقة والالتزام ومكافحة غسل الأموال بالإضافة إلى الخبرة في الأنظمة والتشريعات للصناديق الاستثمارية، كما يشغل حالياً منصب رئيس عمليات المسانحة لشركة الإنماء للاستثمار، وقد عمل على كثير من الأعمال الاستشارية في المجال الاستثماري.

• الأستاذ / محمد بن عبدالعزيز الفتوح (عضو غير مستقل)
يحمل درجة الماجستير في الإدارة المالية من جامعة ويلايمت في الولايات المتحدة، ويتمتع بخبرة تزيد عن 10 سنوات في مجال صناديق الاستثمار والمحافظة الاستثمارية الخاصة، كما يشغل حالياً منصب مدير إدارة تطوير المنتجات الاستثمارية في شركة الإنماء للاستثمار، عمل الأستاذ محمد الفتوح قبل انضمامه للإنماء للاستثمار في إدارة صناديق الاستثمار بهيئة السوق المالية ولدية إطلاع واسع بأنظمة وتشريعات الأوراق المالية. أعضاء مجلس إدارة هذا الصندوق هم أيضاً أعضاء مجلس إدارة الصندوق الآتية:

- صندوق الإنماء المتوازن متعدد الأصول.
- صندوق الإنماء المتحفظ متعدد الأصول.
- صندوق الإنماء للسيولة بالريال السعودي.

15 - مدير الصندوق:

1.15 شركة « الإنماء للاستثمار » مرخص لها من قبل هيئة السوق المالية في المملكة العربية السعودية، ترخيص رقم 09134-37 وتاريخ 14 / 04 / 2009 بممارسة أنشطة التعامل في الأوراق المالية أصالة عن نفسها ووكالة عن غيرها؛ وبالتعهد بالتغطية والإدارة والترتيب وتقديم المشورة والحفظ في أعمال الأوراق المالية.

العنوان: الرياض، حي العليا، برج العنود، طريق الملك فهد.

ص.ب. 66333 الرياض 11576 المملكة العربية السعودية.

هاتف: 8004413333

فاكس: +966 11 218 5900

الموقع الإلكتروني www.alinmainvestment.com

2.15 يقر أعضاء مجلس إدارة الصندوق، ومدير الصندوق؛ بأنه لا يوجد أي عمل أو مصلحة خاصة بهم يُحتمل تعارضها مع مصالح الصندوق.

3. 15 يقر مدير الصندوق بأنه لا يوجد تضارب مصالح جوهري من طرفه قد يؤثر على تأديته لالتزاماته تجاه الصندوق.

16 - أمين الحفظ:

شركة الإنماء للاستثمار

العنوان: الرياض، حي العليا، برج العنود، طريق الملك فهد.

ص.ب. 66333 الرياض 11576 المملكة العربية السعودية.

هاتف: 8004413333

فاكس: +966 11 218 5900

الموقع الإلكتروني www.alinmainvestment.com

17 - مراجع الحسابات:

PricewaterhouseCoopers

المملكة العربية السعودية.

ص.ب. 8282 الرياض (11482).

هاتف + 9 66 11 4654240

فاكس + 966 11465 1663

الموقع الإلكتروني www.pwc.com/middle-east

18 - القوائم المالية:

1.18 سيقوم مدير الصندوق بإعداد القوائم المالية المراجعة للصندوق خلال تسعين (90) يوماً من نهاية كل سنة ميلادية والقوائم نصف السنوية الأولية المفحوصة خلال خمسة وأربعين (45) يوماً من تاريخ نهاية الفترة، وسيتم نشرها على موقع مدير الصندوق، وموقع شركة السوق المالية السعودية (تداول)، ويمكن لملاك الوحدات أو المستثمرين الحصول على نسخة من القوائم المالية عند طلبها بدون رسوم، وذلك من خلال زيارة مدير الصندوق على عنوانه الموضح في هه الشروط والأحكام. أول قوائم مالية سنوية مراجعة ستكون بنهاية 2011.

2.18 سيقوم مدير الصندوق بتزويد هيئة السوق المالية بنسخة من القوائم المالية المراجعة والقوائم النصف سنوية الأولية في المواعيد المحددة في لائحة صناديق الاستثمار.

19 - خصائص وحدات الصندوق:

ينقسم الصندوق إلى وحدات لها القيمة والمميزات والحقوق ذاتها، ولا يوجد توزيع دوري للأرباح بل يعاد استثمار الأرباح في الصندوق بما ينعكس إيجابياً على سعر الوحدة.

20 - الهيئة الشرعية للصندوق:

1.20 المستشار الشرعي للصندوق: هم أعضاء الهيئة الشرعية المعتمدون لدى شركة الإئماء للاستثمار وهم:

1. د.عبدالرحمن بن صالح الأطرم رئيساً للهيئة؛ عضو مجلس الشورى سابقاً، ويشغل عضوية عدد من الهيئات والمجالس الشرعية، منها: عضوية المجلس الشرعي لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في البحرين، وعضوية مجلس إدارة الجمعية الفقهية السعودية، وعضوية مجلس إدارة الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل وهو كذلك أمينها العام، وخبيراً في مجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، كما كان فضيلته عضو هيئة التدريس بقسم الفقه في كلية الشريعة بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، وعضواً وأميناً للهيئة الشرعية لمصرف الراجحي.

2. د.عبدالله بن وكيل الشيخ نائباً للرئيس؛ عضو هيئة التدريس بكلية أصول الدين في جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، وهو عضو في عدد من الجمعيات والهيئات العلمية.

3. د. سليمان بن تركي التركي؛ عضو هيئة التدريس بالمعهد العالي للقضاء في جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية، دكتوراه في الفقه من كلية الشريعة، وماجستير في قانون التجارة الدولي من جامعة إسكس بالمملكة المتحدة، وهو مرشح طالباً للحصول على درجة الدكتوراه في القانون من جامعة لندن بالمملكة المتحدة، وله أبحاث ومشاركات في مجال المعاملات المالية.

2.20 يلتزم مدير الصندوق بالضوابط والأحكام الصادرة من الهيئة الشرعية في جميع تعاملات الصندوق، وأبرزها ما يأتي:

1.2.20 لا يجوز لمدير الصندوق الاستثمار والتعامل في أسهم الشركات المساهمة ذات الأغراض والأنشطة المحرمة.
2.2.20 بالنسبة للشركات المساهمة ذات الأغراض والأنشطة المباحة التي قد تتعامل بالإيداع أو الاقتراض بالفائدة الربوية، فإن الاستثمار فيها يخضع للضوابط الآتية:

1. ألا يتجاوز مقدار الإيراد الناتج من الإيداع المحرم (5%) من إجمالي إيراد الشركة -بعد حسم الإيراد المحرم-؛ بحيث يكون المنسوب إليه مباحاً. على ألا يتجاوز إجمالي المبالغ المودعة بالربا 30% من إجمالي موجودات الشركة.

2. ألا يتجاوز إجمالي المبلغ المقرض بالربا -سواء أكان قرصاً طويلاً أو قصيراً - نسبة (30%) من إجمالي موجودات الشركة.

وتحديد هذه النسب لا يعني جواز التعامل بالربا؛ فإنه محرم أخذاً وإعطاءً، قليله وكثيره. ولذا فإن أي إيراد محرم لا يجوز أن يتنفع به المستثمرون في الصندوق ويجب التخلص منه.

3.2.20 في حال وجود إيرادات محرمة في الشركات التي جرى الاستثمار فيها؛ فإن مدير الصندوق يلتزم بالتخلص من الإيراد المحرم حسب ما تقرره الهيئة الشرعية للصندوق في مقدار ما يجب التخلص منه والجهة التي يصرف فيها.

4.2.20 ما ورد ذكره من الضوابط مبني على الاجتهاد وذاضع لإعادة النظر حسب الاقتضاء، ودينئذ فإنه في حال تغير اجتهاد الهيئة الشرعية في ضوابط الاستثمار في الأسهم، فإن مدير الصندوق يلتزم بتلك الضوابط في ما يجد من استثمارات الصندوق.

21 - الرقابة الدورية على الصندوق: تتم دراسة الشركات السعودية المساهمة المدرجة في سوق الأسهم السعودية بشكل دوري للتأكد من توافقها مع الضوابط الشرعية، وفي حال خروج أي من الشركات التي يملك الصندوق أسهماً فيها عن هذه الضوابط الشرعية فسيقوم مدير الصندوق بالتوقف فوراً عن شراء أي أسهم جديدة فيها، وبيع ما يملكه من أسهمها في أقرب وقتٍ لمحاولة تفادي إلحاق أي خسارة بالصندوق.

22 - الطرح الأولي: لا يوجد حد أدنى لبدء أعمال الصندوق.

23 - استثمار مدير الصندوق في الصندوق:

يمكن لمدير الصندوق، وفقاً لتقديره المطلق، المشاركة في الصندوق كمستثمر، ويحتفظ مدير الصندوق بحقه في تخفيض مشاركته كلياً أو جزئياً، متى رأى ذلك مناسباً، وسيقوم مدير الصندوق بالإفصاح في نهاية كل سنة عن أي استثمار له في الصندوق.

24 - إجراءات الاشتراك والاسترداد:

1.24 يقوم المستثمر عند الرغبة في الاشتراك بالصندوق بما يأتي:

فتح حساب استثماري لدى مدير الصندوق تتم من خلاله جميع عمليات الاشتراك والاسترداد (الكلي والجزئي).

1.1.24 التوقيع على نسخة من هذه النشرة.

2.1.24 تعبئة بيانات طلب الاشتراك والتوقيع عليه.

3.1.24 تزويد مدير الصندوق بصورة من السجل المدني بالنسبة للمستثمرين من حاملي الجنسية السعودية والخليجية، وصورة من جواز السفر والإقامة سارية المفعول بالنسبة لغير السعوديين من المقيمين في المملكة العربية السعودية، وبالنسبة للشركات والمؤسسات؛ يجب تقديم صورة من السجل التجاري للشركة أو المؤسسة.

2.24 إيداع مبلغ الاشتراك في الحساب الاستثماري، على أن يكون الحد الأدنى للاشتراك قدره خمسة آلاف (5,000) ريال سعودي.

3.24 يتم الاسترداد من الصندوق بتعبئة نموذج طلب استرداد أو طلب تحويل من الصندوق، وتوقيعه وتقديم الطلبات في ساعات العمل في فروع مدير الصندوق المعتمدة أو من خلال القنوات الإلكترونية، أو خدمات الهاتف.

4.24 تقييم قيمة الوحدات في الصندوق عند الاشتراك الإضافي أو الاسترداد سيكون وفق التفصيل الآتي:

1.4.24 أيام التعامل هي أيام الأحد والثلاثاء من كل أسبوع. الموعد النهائي لتقديم طلبات الاشتراك والاسترداد هو بنهاية يوم التعامل الساعة الرابعة مساءً بشرط تقديم طلب الاشتراك أو الاسترداد مكتملاً أما في حالة استلام طلب الاشتراك أو الاسترداد بعد نهاية يوم التعامل الساعة الرابعة مساءً فسيتم معاملته كطلب في يوم التعامل التالي.

2.4.24 يتم دفع قيمة الاسترداد في نهاية يوم العمل الثاني بعد كل يوم تقييم.

5.24 في حال رغبة مالك الوحدات التحويل من صندوق إلى صندوق آخر لدى مدير الصندوق فعليه تعبئة بيانات طلب تحويل بين صناديق مدير الصندوق، وتقديم ما يثبت هويته وسوف يتم تحويل الوحدات أو جزء منها (حسب طلب مالك الوحدات) إلى الصندوق المراد التحويل إليه، وستعامل هذه العملية كعملية استرداد من الصندوق المراد التحويل منه وعملية اشتراك جديدة في الصندوق المراد التحويل إليه.

6.24 يتم تحديد قيمة الوحدات المستردة بناءً على سعر التقييم اللاحق لتاريخ تسليم طلب الاسترداد أو طلب التحويل، ويحق لمدير الصندوق إذا كانت طلبات الاسترداد تمثل نسبة 10% أو أكثر من قيمة أصول الصندوق؛ تأجيلها إلى يوم التقييم التالي وذلك بنسبة عدد الوحدات المستردة لكل عميل لإجمالي عدد الوحدات المستردة.

25 - تقييم أصول الصندوق:

1.25 يتم تقييم أصول الصندوق يومي الأحد والثلاثاء.

2.25 تحسب قيمة الوحدة باستخراج إجمالي أصول الصندوق ناقصاً الالتزامات المستحقة، ثم يقسم الناتج على عدد الوحدات القائمة في يوم التقييم.

3.25 أصول الصندوق تتضمن قيمة الأسهم المملوكة للصندوق حسب سعر إغلاق يوم العمل السابق ليوم التقييم، وقيمة أي توزيعات أسهم أو توزيعات نقدية مستحقة للصندوق، بالإضافة إلى قيمة صفقات المرابحة مضافاً إليها أرباحها المتراكمة، بالإضافة إلى قيمة النقد الموجود بالصندوق.

4.25 يتم الإعلان عن سعر الوحدة على موقع مدير الصندوق وموقع شركة السوق المالية السعودية (تداول) في يوم العمل الذي يلي يوم التقييم.

26 - رسوم الاسترداد: لا يوجد رسوم على الاسترداد أو على الاسترداد المبكر.

27 - إنهاء الصندوق:

في حال إنهاء الصندوق؛ سيقوم مدير الصندوق بإشعار ملاك الوحدات بقرار الإنهاء أو التصفية بمدّة لا تقل عن 60 يوماً من تاريخ نفاذ القرار، وفي حال تحقق ذلك؛ سيتم تصفية أصول الصندوق وتأدية التزاماته وتوزيع ما يتبقى من حصيلة هذه التصفية على المشتركين بنسبة ما تمثله وحداتهم إلى إجمالي عدد وحدات الصندوق.

28 - رفع التقارير لملاك الوحدات:

1.28 سيعدّ مدير الصندوق، بنفسه أو عن طريق طرف آخر يتعاقد معه، سجلاً لملاك الوحدات ويلتزم بحفظه وتحديثه، ويُعدّ سجل ملاك الوحدات دليلاً قاطعاً على ملكية الأشخاص للوحدات المثبتة فيه.

2.28 يُسلّم المستثمرون خلال 30 يوماً من نهاية كل ربع سنة تقريراً بالبريد؛ يوضح عمليات المستثمر خلال تلك الفترة، بالإضافة إلى عدد الوحدات التي تملكها "شركة الإنماء للاستثمار" وقيمتها في نهاية الفترة.

3.28 تُرسل الإشعارات والتقارير إلى العنوان البريدي لمالك الوحدات، كما هو مبين في هذه النشرة، ويجب على مالك الوحدات إبلاغ مدير الصندوق بأي خطأ أو اعتراض على الإشعار أو التقرير خلال خمسة عشر (15) يوماً من تاريخ الإرسال، وبعد انقضاء تلك المدة بمثابة موافقة وتأكيد من مالك الوحدات على صحة ما تضمنه الإشعار أو التقرير.

4.28 في حال عدم وجود عنوان بريدي لمالك الوحدات فعليه الحضور شخصياً لمدير الصندوق لتسلم الإشعار والتقارير، وبذلك يخلي مدير الصندوق مسؤوليته التي تنتج عن عدم تسليم مالك الوحدات له هذه الوثائق، ويتحمل مالك الوحدات المسؤولية كاملة في حال تغيير عنوانه البريدي دون إبلاغ مدير الصندوق.

5.28 ينشر مدير الصندوق معلومات أسبوعية تتضمن ملخصاً لأداء الصندوق بشكل عام من خلال موقع شركة السوق المالية السعودية (تداول).

6.28 تستند جميع الإشارات إلى الفترات الزمنية الواردة في هذه الشروط والأحكام إلى التقويم الميلادي.

29 - تضارب المصالح:

1.29 يدرك المستثمر ويقبل بأن "شركة الإنماء للاستثمار" أو "مدير الصندوق" أو المدير أو المسؤول أو الموظف، ومن وقت لآخر، قد يقوم بالاكتماب أو الاستثمار في الصندوق، ويقوم بشراء هذه الاستثمارات لعملائه الآخرين أو بيعها، كما أن له علاقات مصرفية مع الشركات التي قد يتعامل معها الصندوق.

2.29 قد يتعامل مدير الصندوق والطرف المفوض فيه نيابة عن الصندوق مع أطراف له بهم علاقة، لكن سيكون ذلك التعامل وفقاً لشروط ليست أقل فائدة للصندوق، مقارنة بما يمكن الحصول عليه من التعامل مع أخرى ليس له بهم علاقة.

3.29 في حال وجود تضارب في المصالح؛ فإن "شركة الإنماء للاستثمار" ستطبق ما ورد في المادة 41 من لائحة الأشخاص المرخص لهم، وما ورد في المادة 14 من لائحة سلوكيات السوق.

30 - سياسة حقوق التصويت:

1.30 يوافق مجلس إدارة الصندوق على السياسات العامة المتعلقة بممارسة حقوق التصويت الممنوحة للصندوق بموجب الأوراق المالية التي تشكل جزءاً من أصوله؛ وذلك بعد التشاور مع مسئول المطابقة والالتزام.

2.30 يقرر مدير الصندوق، بمطلق تقديره، ممارسة أي حقوق تصويت أو عدم ممارستها، بعد التشاور مع مسئول المطابقة والالتزام.

31 - تعديل شروط الصندوق وأحكامه:

يوافق المستثمر على أن مدير الصندوق قد يقوم، في أي وقت من الأوقات، وبمطلق تقديره، بتعديل هذه الشروط والأحكام؛ شريطة أن يكون قد حصل على الموافقة المسبقة من هيئة السوق المالية، كما سيقوم مدير الصندوق بإبلاغ المستثمرين عن طريق البريد، بالتغييرات المقترحة، ويقوم بتسليمهم نسخة من النص المعدل، وتكون التعديلات نافذة بعد 60 يوماً من تاريخ أي إشعار من هذا القبيل، وفي كل الأحوال تخضع التعديلات لموافقة الهيئة الشرعية للصندوق.

32 - إجراءات الشكاوى:

الإجراءات الخاصة بمعالجة الشكاوى سيتم تقديمها عند طلبها وإذا كان لدى المستثمر أي شكوى تتعلق بالصندوق، فإن عليه تقديم شكواه إلى العنوان التالي:

شركة الإنماء للاستثمار - إدارة الالتزام والمطابقة القانونية

الرياض، حي العليا، برج العنود، طريق الملك فهد، ص.ب. 66333 الرياض 11576 المملكة العربية السعودية.

هاتف : 8004413333 فاكس : +966 11 218 5900

الموقع الإلكتروني: www.alinmainvestment.com

33 - الأنظمة المطبق:

تخضع شروط وأحكام الصندوق لأنظمة المملكة العربية السعودية السارية المفعول وحسب تعليمات هيئة السوق المالية؛ بما لا يخالف أحكام الشريعة الإسلامية. وأي نزاع ينشأ بين أطراف هذه النشرة (شروط وأحكام الصندوق) ستم إحالتها إلى لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية.

34 - الالتزام بلائحة صناديق الاستثمار:

هذه النشرة موافقة لأحكام "لائحة صناديق الاستثمار" الصادرة عن هيئة السوق المالية في المملكة العربية السعودية، وتحتوي إفصاحاً كاملاً وصحيفاً لجميع الحقائق الجوهرية ذات العلاقة بالصندوق.

35 - ملخص الإفصاح المالي:

تم إعداد ملخص الإفصاح المالي الآتي، تطبيقاً لما ورد في لائحة صناديق الاستثمار، ومن المتوقع تحديثه مرة على الأقل سنوياً:

أولاً: الرسوم والمصاريف التي يتحملها مالكي الوحدات:

رسوم الاشتراك في وحدات الصندوق	نسبة 1,5% بحد أقصى من مبلغ المشاركة ومبلغ المشاركة الإضافي في وحدات الصندوق وتُدفع لمدير الصندوق
--------------------------------	--

ثانياً: الرسوم والمصاريف التي تدفع كنسبة مئوية من صافي أصول الصندوق أو مبلغ ثابت من أصول الصندوق:

رسوم إدارة الصندوق	1,75% سنوياً تحتسب عند كل يوم تقييم.
العملة الأساسية للصندوق	الريال السعودي
سعر الوحدة عند الاشتراك الأولي في مرطة التأسيس	10 ريال
الحد الأدنى للاشتراك	5,000 ريال
الحد الأدنى للاشتراك الإضافي	1,000 ريال
الحد الأدنى للاسترداد	1,000 ريال
الحد الأدنى للرصيد	5,000 ريال
مكافآت أعضاء مجلس الإدارة *	1,500 ريال عن كل جلسة لكل عضو 6 جلسات بحد أقصى 45,000 ريال لجميع أعضاء المجلس؛ وهي مضمنة في المصروفات التشغيلية.
مصاريف الحفظ	مضمنة في رسوم إدارة الصندوق.
مكافآت أعضاء الهيئة الشرعية	مضمنة في رسوم إدارة الصندوق.
رسوم النشر في موقع تداول *	5,000 ريال في السنة.
رسوم المؤشر الإرشادي *	24,375 ريال وهي مضمنة في المصروفات التشغيلية.
أتعاب المحاسب القانوني *	25,000 ريال سنوياً وهي مضمنة في المصروفات التشغيلية.
مصاريف طباعة نشرة التقارير الدورية للصندوق *	50,000 ريال سنوياً، وتعد من المصروفات التشغيلية ويتحملها الصندوق.

* تصنف ضمن مصاريف التشغيل، ولن تتجاوز مجتمعة مبلغ 200,000 (مئتي ألف ريال).

36 - الزكاة:

لا يتولى مدير الصندوق إخراج زكاة الوحدات الاستثمارية عن المستثمرين؛ وتقع على مالك الوحدة مسؤولية إخراج زكاة ما يملك من وحدات استثمارية.

37 - الإقرار والتوقيع:

لقد قمت بقراءة الشروط والأحكام الخاصة بالصندوق، وفهمت ما ورد فيها، ووافقت عليها، وحصلت على نسخة منها، ووقعت على نسختين أصليتين منها؛ احتفظت بنسخة، والأخرى للحفظ لدى مدير الصندوق.

الاسم:

رقم الهوية:

العنوان:

صندوق البريد:

الهاتف:

الجوال:

البريد الإلكتروني:

التوقيع:

الملحق رقم (04)

استمارة وحدات صناديق الاستثمار
Application for Mutual Funds Units

الإئماء للاستثمار
alinma investment

اسم المركز / Center Name: _____ التاريخ / Date: ____/____/____

Investor information		01 تفاصيل المستثمر
الاسم / Name	الجنسية / Nationality	
بطاقة/إقامة/سجل تطري / ID/Iqama/CR No.		
العنوان / Address		
صندوق البريد / B.O.Box	الرمز البريدي / Postal Code	المدينة / City
البريد الإلكتروني / E-mail	رقم الهاتف / Tel No.	
طريقة التواصل والمراسلة: <input type="checkbox"/> البريد الإلكتروني E-mail <input type="checkbox"/> البريد Mail <input type="checkbox"/> طريقة التواصل والمراسلة Preferred Way of Contact:		

Investment details		02 تفاصيل الاستثمار
نوع العملية كتابية / Transaction Type	تحويل / Switching <input type="checkbox"/>	استرداد / Redemption <input type="checkbox"/>
		اشراك / Subscription <input type="checkbox"/>
		نوع العملية / Transaction Type:

Re demption	استرداد	Subscription	اشراك
اسم الصندوق / Fund Name	اسم الصندوق / Fund Name	اسم الصندوق / Fund Name	اسم الصندوق / Fund Name
رقم الصندوق / Fund No.	رقم الصندوق / Fund No.	رقم الصندوق / Fund No.	رقم الصندوق / Fund No.
المبلغ بالأرقام / Amount (in figure)	العصبة / Currency	المبلغ بالأرقام / Amount (in figure)	العصبة / Currency
المبلغ كتابية / Amount (in word)		المبلغ كتابية / Amount (in word)	
عدد الوحدات / Number of Units		عمولة الاشتراك / Subscription fee	

Account details		03 تفاصيل الحساب
رقم طيف المستثمر / CF No.	رقم المحفظة / Portfolio No.	
	بالقيد / على الحساب الاستثماري رقم: / To be credited/debited from my investment account No.	

I hereby apply for the above stated transaction in accordance to the fund's terms and conditions, which I have received, read, understood and accepted. I also accept any fees or commissions that are specified in the terms and conditions.

بعذا أقر بالموافقة على العملية المذكورة أعلاه وفقاً لشروط وأحكام الصندوق، والتي استلمتها وقراءتها وفهمتها ووافقت عليها كما أقبل خصم أي رسوم أو عمولات متضمن عليها في نشرة الشروط والأحكام.

التوقيع / Signature: _____

For official use		04 خاص باستخدام الإئماء للاستثمار
تاريخ العملية / Transaction date	رقم المركز / Center No.	
سعر الصرف / Exchange Rate	رقم العملية / Transaction No.	

05 مطابقة التوقيع	
اسم الموظف ورقمه / Employee Name and number	التوقيع / Signature
اسم الموظف ورقمه / Employee Name and number	التوقيع / Signature
	ختم المركز / Stamp

شركة الإئماء للاستثمار شركة مساهمة سعودية برؤس مال 1000000000 ريال سعودي مدفوع 210,000,000 ريال سعودي، صحت رقم 4/1036976، ص ب 66333 الرياض 11576 المملكة العربية السعودية. هاتف: 281999 - فاكس: 285900
Alinma Investment Co. Joint Stock Company, Paid Up Capital SAR 1,000,000,000, Wild 250,000,000, C.E. No. 101026976-4, P.O. Box 66333 Riyadh 11576 Kingdom of Saudi Arabia, Tel.: 2819999 - Fax : 285900

الملحق رقم (05)

صندوق الإنماء للأسهم السعودية

القوائم المالية الأولية (غير مراجعة)
لفترة الستة أشهر المنتهية في ٣٠ يونيو ٢٠١٥
وتقرير الفحص المحدود لمراجعي الحسابات

تقرير الفحص المحدود لمراجعي الحسابات

إلى حاملي الوحدات ومدير صندوق الإنماء للأسهم السعودية:

نطاق الفحص

لقد فحصنا قائمة المركز المالي المرفقة لصندوق الإنماء للأسهم السعودية ("الصندوق") كما في ٣٠ يونيو ٢٠١٥ وقوائم العمليات والتدفقات النقدية والتغيرات في صافي الموجودات لفترة الستة أشهر المنتهية في ذلك التاريخ بما في ذلك الإيضاحات من رقم (١) إلى رقم (٧) والتي تعتبر جزءاً لا يتجزأ من هذه القوائم المالية الأولية. إن هذه القوائم المالية الأولية هي من مسؤولية إدارة الصندوق التي أعدها وقدمتها لنا مع كافة المعلومات والبيانات التي طلبناها.

كان فحصنا فحصاً محدوداً وفقاً لمعيار فحص التقارير المالية الأولية الصادر من قبل الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين. يتكون الفحص المحدود بصفة أساسية من تطبيق إجراءات تحليلية على المعلومات المالية والاستفسار من الأشخاص المسؤولين عن الأمور المالية والمحاسبية. يُعدُّ هذا الفحص المحدود أقل نطاقاً من عملية المراجعة التي تتم وفقاً لمعايير المراجعة المتعارف عليها في المملكة العربية السعودية والتي تهدف أساساً إلى إبداء الرأي حول القوائم المالية ككل، لذا فإننا لا نبدى مثل هذا الرأي.

نتيجة الفحص

وبناءً على الفحص المحدود الذي قمنا به، لم يتبين لنا وجود أية تعديلات مهمة يتعين إدخالها على القوائم المالية الأولية المرفقة كما في ولفترة الستة أشهر المنتهية في ٣٠ يونيو ٢٠١٥م لكي تتفق مع معايير المحاسبة المتعارف عليها في المملكة العربية السعودية.

برايس ووترهاوس كوبرز




محمد عبدالعزيز الجبدي
ترخيص رقم ٣٦٧

٢٠ شوال ١٤٣٦ هـ

٥ أغسطس ٢٠١٥

صندوق الإنماء للأسهم السعودية
قائمة المركز المالي
(جميع المبالغ بالريالات السعودية ما لم يذكر غير ذلك)

٣٠ يونيو ٢٠١٤ (غير مراجعة)	٣١ ديسمبر ٢٠١٤ (مراجعة)	٣٠ يونيو ٢٠١٥ (غير مراجعة)	إيضاح
			الموجودات
٢,١١١,٤٣٢	٨,١٧٢,٩٠٦	١,٩٥٩,٩٤٩	أرصدة لدى البنك
٨٥,٧٩٧,٠٧٤	٧٧,٤٦١,٧٤٧	٧٠,٤٥٠,٣٧٣	استثمارات لأغراض المتاجرة
٢٠٣,٩٤٥	-	٦١,٢٥٠	توزيعات أرباح متبينة
٨٨,١١٢,٤٥١	٨٥,٦٣٤,٦٥٣	٧٢,٤٧١,٥٧٢	
			المطلوبات
٢٨٦,٩٩٩	-	-	وحدات مستردة مستحقة
٣٠٤,٦٠٦	٣٧٨,٥٨٠	٥٢٨,٩٠٣	مصاريف مستحقة
٥٩١,٦٠٥	٣٧٨,٥٨٠	٥٢٨,٩٠٣	
٨٧,٥٢٠,٨٤٦	٨٥,٢٥٦,٠٧٣	٧١,٩٤٢,٦٦٩	صافي الموجودات
٤,٩٤٧,٩٢٥	٥,١٥٣,٦٢٦	٣,٧٤٥,٣٨٩	عدد الوحدات المصدرة
١٧,٦٩	١٦,٥٤	١٩,٢١	قيمة الوحدة

تعتبر الإيضاحات المرفقة في الصفحات من رقم ٦ إلى رقم ٨ جزءاً لا يتجزأ من هذه القوائم المالية الأولية

صندوق الإنماء للأسهم السعودية
 قائمة العمليات الأولية (غير مراجعة)
 (جميع المبالغ بالريالات السعودية ما لم يذكر غير ذلك)

فترة السنة أشهر المنتهية في ٣٠ يونيو		إيضاح	
٢٠١٤	٢٠١٥		
٢,٠٥٣,٨٨٢	١,٢٠٦,٠٢١		إيرادات الاستثمار إيرادات توزيعات الأرباح
١١,٦٥٨,٣٢٩	٧,٣٣٩,١٢٣		صافي الأرباح المحققة وغير المحققة
(١,٩٤٤,٧٨٩)	٥,٩٧٩,١٢٩		أرباح محققة
٩,٧١٣,٥٤٠	١٣,٣١٨,٢٥٢		أرباح (خسائر) غير محققة
			صافي الأرباح المحققة
١١,٧٦٧,٤٢٢	١٤,٥٢٤,٢٧٣		مجموع إيرادات الاستثمار
٧٠٤,٩٥٣	٧٤١,٧٨٠	٤	المصاريف
٧٨,٦٩٠	٨٢,٩٨١		أتعاب إدارة
٧٨٣,٦٤٣	٨٢٤,٧٦١		مصاريف أخرى
١٠,٩٨٣,٧٧٩	١٣,٦٩٩,٥١٢		صافي الدخل من العمليات

تعتبر الإيضاحات المرفقة في الصفحات من رقم ٦ إلى رقم ٨ جزءاً لا يتجزأ من هذه القوائم المالية الأولية

صندوق الإنماء للأسهم السعودية
قائمة التدفقات النقدية الأولية (غير مراجعة)
(جميع المبالغ بالريالات السعودية ما لم يذكر غير ذلك)

فترة السنة أشهر المنتهية في ٣٠ يونيو		
٢٠١٤	٢٠١٥	
		أنشطة العمليات:
١٠,٩٨٣,٧٧٩	١٣,٦٩٩,٥١٢	صافي الدخل من العمليات
١,٩٤٤,٧٨٩	(٥,٩٧٩,١٢٩)	التعديلات للحركة في (الأرباح) للخسائر غير المحققة من الاستثمارات لأغراض المتاجرة
(٢٠,١٠٤,٤٧٥)	١٢,٩٩٠,٥٠٣	التغيرات في موجودات ومطلوبات العمليات:
(٢٠٣,٩٤٥)	(٦١,٢٥٠)	استثمارات لأغراض المتاجرة
٢٨٦,٩٩٩	-	توزيعات أرباح مدينة
٤٨,٩٨٩	١٥٠,٣٢٣	وحدات مستردة مستحقة
(٧,٠٤٣,٨٦٤)	٢٠,٧٩٩,٩٥٩	مصاريف مستحقة
		صافي النقد الناتج من (المستخدم في) أنشطة العمليات
		الأنشطة التمويلية:
١٠,٦٤٨,١٤١	٦,٣٥٣,١٤٢	متحصلات من الوحدات المباعة
(٦,٢١٨,١٧٤)	(٣٣,٣٦٦,٠٥٨)	قيمة الوحدات المستردة
٤,٤٢٩,٩٦٧	(٢٧,٠١٢,٩١٦)	صافي النقد (المستخدم في) الناتج من الأنشطة التمويلية
(٢,٦١٣,٨٩٧)	(٦,٢١٢,٩٥٧)	(النقص) الزيادة في النقد وما يعادله
٤,٧٢٥,٣٢٩	٨,١٧٢,٩٠٦	النقد وما يعادله كما في بداية الفترة
٢,١١١,٤٣٢	١,٩٥٩,٩٤٩	النقد وما يعادله كما في نهاية الفترة

تعتبر الإيضاحات المرفقة في الصفحات من رقم ٦ إلى رقم ٨ جزءاً لا يتجزأ من هذه القوائم المالية الأولية

صندوق الإئتماء للأسهم السعودية
قائمة التغيرات في صافي الموجودات الأولية (غير مراجعة)
(جميع المبالغ بالريالات السعودية ما لم يذكر غير ذلك)

فترة الستة أشهر المنتهية في ٣٠ يونيو		
٢٠١٤	٢٠١٥	
٧٢,١٠٧,١٠٠	٨٥,٢٥٦,٠٧٣	صافي قيمة الموجودات كما في بداية الفترة
١٠,٩٨٣,٧٧٩	١٣,٦٩٩,٥١٢	التغيرات من العمليّات صافي الدخل من العمليّات
١٠,٦٤٨,١٤١	٦,٣٥٣,١٤٢	التغيرات من عمليّات الوحدات المتحصّلات من الوحدات المباعة
(٦,٢١٨,١٧٤)	(٣٣,٣٦٦,٠٥٨)	قيمة الوحدات المستردة صافي التغير في عمليّات الوحدات
٤,٤٢٩,٩٦٧	(٢٧,٠١٢,٩١٦)	
٨٧,٥٢٠,٨٤٦	٧١,٩٤٢,٦٦٩	صافي الموجودات كما في نهاية الفترة

عمليّات الوحدات

تتلخص عمليّات الوحدات لفترتي الستة أشهر المنتهيتين في ٣٠ يونيو بما يلي:

فترة الستة أشهر المنتهية في ٣٠ يونيو		
٢٠١٤	٢٠١٥	
٤,٦٩٧,٢٧٥	٥,١٥٣,٦٢٦	عدد الوحدات كما في بداية الفترة
٦١٦,٣٢٩	٣٤٤,٣٨٣	الوحدات المباعة
(٣٦٥,٦٧٩)	(١,٧٥٢,٦٢٠)	الوحدات المستردة
٢٥٠,٦٥٠	(١,٤٠٨,٢٣٧)	صافي الزيادة (النقص) في عدد الوحدات
٤,٩٤٧,٩٢٥	٣,٧٤٥,٣٨٩	عدد الوحدات كما في نهاية الفترة

تعتبر الإيضاحات المرفقة من رقم ١ إلى رقم ٨ جزءاً لا يتجزأ من هذه القوائم المالية الأولية

صندوق الإنماء للأسهم السعودية
إيضاحات حول القوائم المالية الأولية
لفترتي الستة أشهر المنتهيتين في ٣٠ يونيو ٢٠١٥ و ٢٠١٤ (غير مراجعة)
(جميع المبالغ بالريالات السعودية ما لم يذكر غير ذلك)

١ عام

إن صندوق الإنماء للأسهم السعودية ("الصندوق") هو صندوق غير محدد المدة أنشئ بموجب اتفاق بين شركة الإنماء للاستثمار ("مدير الصندوق")، شركة تابعة لمصرف الإنماء ("المصرف") والمستثمرين فيه (حاملو الوحدات) طبقاً لمعايير الشريعة الصادرة عن الهيئة الشرعية لمدير الصندوق.

صمم الصندوق للمستثمرين الراغبين في تنمية رأس المال على المدى الطويل من خلال الاستثمار في محفظة متنوعة من الأسهم السعودية للشركات والمنتجات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة. يعاد استثمار كامل النخل في الصندوق ويبرج في سعر الوحدة.

إن نتائج الفترة الأولية قد لا تكون مؤشراً على نتائج العمليات السنوية.

تمسك دفتر وسجلات الصندوق بالريالات السعودية.

٢ الجهة التنظيمية

يخضع الصندوق لأحكام لائحة صناديق الاستثمار ("اللائحة") الصادرة عن هيئة السوق المالية بتاريخ ٣ ذي الحجة ١٤٢٧ هـ (الموافق ٢٤ ديسمبر ٢٠٠٦) والتي توضح المتطلبات الخاصة بعمل كافة الصناديق داخل المملكة العربية السعودية.

٣ ملخص السياسات المحاسبية الهامة

تم إعداد هذه القوائم المالية الأولية وفقاً لمعيار التقارير المالية الأولية الصادر عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين.

إن السياسات المحاسبية الهامة المستخدمة في إعداد هذه القوائم المالية الأولية تتماشى مع تلك السياسات المستخدمة التي تم الإفصاح عنها في القوائم المالية السنوية المراجعة للسنة المنتهية في ٣١ ديسمبر ٢٠١٤.

٤ معاملات مع أطراف ذوي علاقة

يدفع الصندوق أتعاب إدارة تحسب بمعدل سنوي بواقع ١.٧٥٪ من صافي قيمة الموجودات في كل تاريخ تقييم. تمثل أتعاب الإدارة الظاهرة في قائمة العمليات المحملة من قبل مدير الصندوق خلال الفترة.

يقوم مدير الصندوق بسداد المصاريف الإدارية نيابة عن الصندوق ويقوم باستردادها من الصندوق.

يتم تنفيذ عمليات التداول في سوق الأسهم السعودي من خلال مدير الصندوق. بالإضافة إلى ذلك، فإن مدير الصندوق يقوم بدور أمين الحفظ في استثمارات الصندوق.

يعتبر المصرف بنكاً للصندوق.

يشتمل حساب حاملي الوحدات على ما يلي:

٣٠ يونيو ٢٠١٥ (غير مراجعة)	٣١ ديسمبر ٢٠١٤ (مراجعة)	٣٠ يونيو ٢٠١٤ (غير مراجعة)
١,٨٧٠,٢٥٨	٣,٣٠٣,١٤١	٣,٣٠٣,١٤١

محتفظ بها من قبل مدير الصندوق

صندوق الإماء للأسهم السعودية
إيضاحات حول القوائم المالية الأولية
لفترتي السنة أشهر المنتهيتين في ٣٠ يونيو ٢٠١٥ و ٢٠١٤ (غير مراجعة)
(جميع المبالغ بالريالات السعودية ما لم يذكر غير ذلك)

٥ استثمارات لأغراض المتاجرة

فيما يلي ملخصاً بمكونات محفظة الاستثمارات لأغراض المتاجرة كما في تاريخ المركز المالي:

٣٠ يونيو ٢٠١٥ (غير مراجعة)

النسبة المئوية للقيمة السوقية	القيمة السوقية	التكلفة	استثمارات حقوق الملكية حسب القطاعات المملكة العربية السعودية:
٪١٣,٩	٩,٧٨١,٤٢٢	٦,٦٤٨,٥١٠	التجزئة
٪١٣,٥	٩,٤٩٣,٤٥٠	٩,٨٦٥,٧٨٧	الصناعات البتر وكيميائية
٪١١,٣	٧,٩٩٢,٧٨٠	٨,٢٥١,٦١٩	الإسمنت
٪١١,١	٧,٨٣٠,١١٣	٧,٨٥٢,١١٧	البنوك والمؤسسات المالية الأخرى
٪١٠,٠	٧,٠٥٤,٨١٥	٦,٩٢٢,٤٩٨	الفنادق والسياحة
٪٩,٤	٦,٦٤٦,٣٧٩	٣,٩٨٢,٥٠٢	النقل
٪٨,٩	٦,٢٧٩,٠٤٨	٥,٦٧٨,٩١٨	الزراعة والصناعات الغذائية
٪٨,٣	٥,٨١٩,١٠٠	٦,٢٤٥,٠٣٤	التطوير العقاري
٪٤,٧	٣,٣٤١,٧٠٠	٣,٥٨٧,٢٤٣	الطاقة والمرافق الخدمية
٪٣,٠	٢,٠٩٥,٤٥٦	٢,١٤٣,١٤٤	الاتصالات وتقنية المعلومات
٪٣,٩	٢,٧٠١,١١٠	٢,٥١٥,٥٧٦	الاستثمار الصناعي
٪٢,٠	١,٤١٥,٠٠٠	١,٤٤٢,٣٥١	الاستثمار
٪١٠٠	٧٠,٤٥٠,٣٧٣	٦٥,١٣٥,٢٩٩	

٣١ ديسمبر ٢٠١٤

النسبة المئوية للقيمة السوقية	القيمة السوقية	التكلفة	استثمارات حقوق الملكية حسب القطاعات المملكة العربية السعودية:
٪١٩,٢	١٤,٨٦٩,٦١٢	١٨,٣١١,٣٣٥	الصناعات البتر وكيميائية
٪١٧,٦	١٣,٦٥٨,٨٢٥	١٠,٦٩١,٤٤٣	الزراعة والصناعات الغذائية
٪١٥,٦	١٢,٠٧٥,٣٠٧	١٤,٩٠٠,٢٨٣	البنوك والخدمات المالية الأخرى
٪١٠,٢	٧,٨٦١,٣١٢	٣,٨١٧,٢١٢	الرعاية الصحية
٪٨,٦	٦,٦٩٠,٧٨٨	٦,٨٨٦,٨٧١	الفنادق والسياحة
٪٥,٦	٤,٣٦١,٢٥٧	٤,٥٧٨,٥٦٩	الاتصالات وتقنية المعلومات
٪٥,٢	٤,٠٥٢,٩٦٧	٥,١٢١,١٣٦	الطاقة والمرافق الخدمية
٪٥,٠	٣,٨٣٧,١٥٠	٤,٤٤٢,٦٤٥	الإسمنت
٪٤,٨	٣,٧٣٣,٦٥٣	٤,٠٥٧,٠١٥	التطوير العقاري
٪٢,٨	٢,١٢٣,٠٤٨	٢,١٩٩,٥١٦	الاستثمار الصناعي
٪٢,٨	٢,١٥٩,٠٢٨	١,٥٦٣,٠٧٦	البناء والإنشاءات
٪٢,٦	٢,٠٣٨,٨٠٠	١,٥٥٦,٧٠١	النقل
٪١٠٠	٧٧,٤٦١,٧٤٧	٧٨,١٢٥,٨٠٢	

صندوق الإماء للأسهم السعودية
إيضاحات حول القوائم المالية الأولية
لفترتي السنة أشهر المنتهيتين في ٣٠ يونيو ٢٠١٥ و ٢٠١٤ (غير مراجعة)
(جميع المبالغ بالريالات السعودية ما لم يذكر غير ذلك)

٣٠ يونيو ٢٠١٤ (غير مراجعة)			
النسبة المئوية للقيمة السوقية	القيمة السوقية	التكلفة	استثمارات حقوق الملكية حسب القطاعات
			<u>المملكة العربية السعودية:</u>
			الصناعات البتر وكيمياوية
٪٢٤,٢	٢٠,٧٩٦,٣٩٨	١٨,٦٧١,٢٥٤	الزراعة والصناعات الغذائية
٪١٥,٦	١٣,٣٩٧,٩٤٥	١٠,٤٣٧,٧٨٦	البنوك والمؤسسات المالية الأخرى
٪١٤,٠	١٢,٠١٤,٤٨٧	١٢,٠٣٩,٣١٠	الاتصالات وتقنية المعلومات
٪١١,٦	١٠,٠٠٦,٠٤٥	٨,٢٣٧,٣٢٦	البناء والإنشاءات
٪٧,٦	٦,٥٦٢,٣٩١	٤,٩١٥,٩٤٥	التطوير العقاري
٪٦,٣	٥,٤٦٨,٢٦٢	٤,٦٣٨,١٨٤	التجزئة
٪٤,٨	٤,١٧٥,٦٣٥	٤,١٦٣,٠٠٦	الطاقة والمرافق الخدمية
٪٣,٨	٢,٨٣٥,٩٤٠	٢,٩٣٩,٤٢٨	الفنادق والسياحة
٪٣,٧	٣,٢٢٧,١٧٩	٢,٤٢٦,٤٥٠	الأسمت
٪٢,٧	٢,٣٣٨,٨١٨	٢,١٦٦,٣٢٢	الرعاية الصحية
٪٢,٧	٢,٢٠٨,٦٦٨	٢,٢٠٨,٦٦٨	الاستثمار الصناعي
٪١,٦	١,٤٢٦,١٠٦	١,٤٠٢,١٧٢	النقل
٪١,٤	١,٢٨٩,٢٠٠	٧٧٨,٣٢٣	
٪١٠٠	٨٥,٧٩٧,٠٧٤	٧٥,٠٢٤,١٧٤	

يسعى مدير الصندوق إلى الحد من مخاطر الائتمان بمراقبة التعرض للمخاطر على قطاع الاستثمار وعلى كل سهم بشكل فردي.

٦ آخر يوم تقييم

كان آخر يوم تقييم لغرض إعداد هذه القوائم المالية الأولية هو ٣٠ يونيو ٢٠١٥ (٢٠١٤: ٣٠ يونيو ٢٠١٤).

٧ اعتماد القوائم المالية الأولية

تم اعتماد هذه القوائم المالية الأولية من قِبل مجلس إدارة الصندوق في ٢٠ شوال ١٤٣٦ هـ (الموافق ٥ أغسطس ٢٠١٥).