

دور صناديق الاستثمار الاسلامية في تعزيز اداء سوق الاوراق المالية - دراسة حالة سوق الاسهم السعودي -

**The role of the Islamic Investment Funds in promoting stock market performance -
Study included a sample of Funds listed in the Saudi Stock Market-**

مريم بلعزوز^{1*}، عمر عبو²

¹ محبر الأنظمة المالية والمصرفية والسياسات الاقتصادية الكلية في ظل التحولات العالمية، جامعة الشلف، الشلف (الجزائر)، m.belazzouz94@univ-chlef.dz
² محبر الأنظمة المالية والمصرفية والسياسات الاقتصادية الكلية في ظل التحولات العالمية. الشلف، جامعة الشلف (الجزائر)، a.abou@univ-chlef.dz

تاريخ النشر: 2023/01/21

تاريخ القبول: 2022/11/04

تاريخ الإرسال: 2022/07/27

ملخص:

تهدف الدراسة إلى عرض واقع واداء صناديق الاستثمار الاسلامية في سوق الاوراق المالية، باعتبارها أداة استثمارية مهمة في تجميع رؤوس الأموال المحلية والأجنبية وتوظيفها في المشاريع الاستثمارية التي تسعى إلى تحقيق الدعم الاقتصادي، وقد خلصت الدراسة أن صناديق الاستثمار الإسلامية تلعب دورا جوهريا في إيجاد الفرص للمستثمرين على تنوعهم واختلافهم، الأمر الذي يتطلب بيئة استثمارية وتنظيمية ملائمة تسمح لها بتطوير أدائها وتقليل من المخاطر الاستثمارية.

أفضت النتائج المتوصل إليها من الدراسة المقارنة التي أجريت على عينة من صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية في سوق الأسهم السعودي إلى أن صناديق الاستثمار الإسلامية ساهمت بشكل كبير في تفعيل سوق الأوراق المالية.

الكلمات المفتاحية: صناديق الاستثمار الإسلامية، الاوراق المالية، سوق الأوراق المالية، نماذج القياس سوق الاسهم السعودي.

تصنيف: JEL: G11, G23, G110

Abstract:

The study aims to identify the reality and performance of Islamic investment funds in the stock market, as it is an important investment tool in accumulating local and foreign capital and employing it in investment projects that seek to support economic growth. The study concluded that Islamic investment funds play an essential role in creating and diversifying opportunities for Muslim and non-Muslim investors. Therefore, it is necessary to provide them with an appropriate investment and regulatory environment that allows them to develop their performance and raise their returns. It is clear from the results obtained from the comparative study between a sample of Islamic and traditional Saudi investment funds that it contributed significantly to activating the stock market, which is the largest market in the Arab region in terms of the investment number funds and the number of participants.

Key words: Islamic investment funds, securities, stock market, Saudi stock market.

Jel Classification Codes : G11, G23, G110,

مقدمة

تعد صناديق الاستثمار الإسلامية أحد أهم الآليات الاستثمارية الراضحة في أسواق الأوراق المالية، بفضل الميزات التي توفرها هذه الصناديق من اختصار للوقت والجهد للمستثمرين؛ تسمح لصغار المستثمرين الولوج لعالم الاستثمار من خلال إتاحة الفرصة له بشراء وثائق الصناديق بمبالغ صغيرة وملائمة، وهذا بفضل المهام الذي تقوم بها والمتمثلة أساساً في تجميع المدخرات خاصة من صغار المدخرين وتوجيهها نحو الاستثمارات المختلفة بأساليب تتوافق مع الأحكام الشرعية، كما تتوفر صناديق الاستثمار الإسلامية على العديد من المزايا الأخرى أهمها؛ تنوع آليات الاستثمار فيها وإمكانية تسهيل أدائها بسهولة، كل هذه الخصائص التي تتمتع بها صناديق الاستثمار الإسلامية ساهمت في انتشارها وجعلها قبلة للمستثمرين على اختلاف أنواعهم.

وتعد المملكة العربية السعودية السبقة عربياً في تبني تجربة صناديق الاستثمار؛ حيث أنشئ أول صندوق استثماري سنة 1777م، الموافق لـ 1191هـ، وعرفت صناعة صناديق الاستثمار تنامي، الأمر الذي أدى إلى زيادة الطلب على هذه الصناديق لتوافق أنشطتها مع أحكام الشريعة الإسلامية؛ مما شجع الكثير من شركات الاستثمار والمؤسسات المالية والمصرفية الإسلامية على إنشاء المزيد من هذه الصناديق، أو تحويل صناديق قائمة فعلاً لتعمل وفق الضوابط الشرعية.

وفي هذا الصدد تتمحور هذه الورقة البحثية حول أداء صناديق الاستثمار الإسلامية ودورها في تعزيز أداء سوق الأوراق المالية بالتركيز على سوق الأسهم السعودي.

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

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

الأسئلة الفرعية: تندرج تحت الإشكالية الرئيسية الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالصناديق الاستثمارية الإسلامية، وما هي أنواعها؟
- فيما تمثل خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية؟
- كيف يمكن تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية في سوق الأسهم السعودي؟
- وللإجابة على هذه الأسئلة تم طرح الفرضيات التالية:
- صناديق الاستثمار الإسلامية أوعية تعمل على جذب وتعبئة المدخرات من أصحابها وتوجيهها نحو استثمارات مختلفة وفق أحكام الشريعة الإسلامية؛
- تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بميزات تجعلها تختلف عن باقي الآليات المتاحة في سوق الأوراق المالية؛
- تعد التجربة السعودية تجربة رائدة في مجال صناعة صناديق الاستثمار الإسلامية، حيث يعتبر سوق الأسهم السعودي بيئة مناسبة لنشاط هذه الصناديق.

أهداف الدراسة: تسعى هذه الدراسة للوصول إلى جملة من الأهداف أهمها:

- التعريف بصناديق الاستثمار الإسلامية والوقوف على أهم خصائصها وأنواعها المختلفة؛
 - إبراز دور وإهمية صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية السعودية؛
 - دراسة واقع سوق الأسهم السعودي باستخدام نماذج قياس أداء عينة من صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية.
- أهمية الدراسة: تكمن أهمية الدراسة في كونها تعالج موضوعاً مهماً مرتبطاً بسوق الأوراق المالية، وهذا من خلال إبراز دور الصناديق الاستثمارية باعتبارها وسيلة فعالة في زيادة حجم التداول وتنشيط سوق الأوراق المالية. بالإضافة إلى التعرف على مؤشرات قياس أداء الصناديق الاستثمارية من أجل تبيان مدى تأثير أدائها على السوق، وذلك بمقارنة صناديق الاستثمار الإسلامية بصناديق استثمار تقليدية مع التركيز على حالة سوق الأسهم السعودي بالدراسة والتحليل.

الدراسات السابقة: توجد العديد من الدراسات التي تناولت موضوع صناديق الاستثمار باعتبارها إحدى آليات عمل سوق الأوراق المالية، ومن أهم هذه الدراسات نذكر:

-دراسة كحلي فتيحة، قويم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة تجارب بعض الدول العربية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2010/2011، هدفت الدراسة إلى معالجة إشكالية مدى فعالية صناديق الاستثمار الإسلامية مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية على مستوى الدول العربية خاصة في ظل الأزمة المالية العالمية.

- دراسة وليد هوميل عوجان، "صناديق الاستثمار الإسلامية - دراسة وتحليل"، مقال منشور بالمجلة الأردنية للدراسات الإسلامية، المجلد الثامن، العدد الأول، 2012، هدفت الدراسة إلى التعرف طبيعة صناديق الاستثمار بوصفها أداة مالية من أجل الاستثمار المعاصر، توصلت الدراسة إلى أن صناديق الاستثمار تعد أداة استثمارية جديدة، تهدف إلى خدمة أهداف المستثمرين على اختلاف أهدافهم وأنواعهم، وإن موارد هذه الصناديق تستخدم في إستثمارات حقيقية.

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

-دراسة حنان شريط، أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء سوق الأوراق المالية، دراسة حالة سوق الأسهم السعودي، اطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، الجزائر، 2021-2022، هدفت الدراسة إلى محاولات إبراز أهمية ودور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية والتأثير على أدائها وتطورها، وذلك من خلال دراسة تجرية نشاط الصناديق الاستثمارية الإسلامية في سوق الأسهم السعودي باعتبارها تجرية رائدة في الدول العربية.

منهج البحث:

قصد معالجة هذا الموضوع وبالنظر إلى المحاور التي تضمنها تم إعتقاد المنهجي الاستنباطي وإستخدام أدتي الوصف والتحليل، قصد تحليل مساهمة صناديق الاستثمار الإسلامية في الرفع من أداء الأسواق المالية، بالاعتماد على تحليل مؤشرات قياس أداء سوق الأسهم.

أقسام الدراسة: قصد تحقيق أهداف الدراسة وبالنظر إلى أهميته ستتم معالجتها وفق خطة تتضمن محورين أساسيين:

- الاطار النظري لصناديق الاستثمار الإسلامية.

- تقييم أداء عينة من صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية المدرجة في سوق الأسهم السعودي.

1. الاطار النظري لصناديق الاستثمار الإسلامية:

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

1.1. تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية

تعددت وتنوعت تعريفات صناديق الاستثمار الإسلامية، وفيما يلي أبرز التعاريف التي حظي بها المصطلح:

التعريف الأول: هي "صناديق تحقق رغبة صغار المستثمرين فضلا عن كبارهم في توفير أدوات مالية اسلامية تتيح لهم استثمار أموالهم استثمارا شرعيا ووفقا لاحكام الشريعة الاسلامية". (دوابه، 2004، صفحة 73)، وتعرف ايضا بأنها وعاء مشترك يساهم فيه المستثمرون بأموالهم الفائضة لغرض استثمارها لكسب أرباح بما يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ويجوز للمشاركين في الصندوق الحصول على وثيقة (وحدات، أسهم، صكوك) تثبت اشتراكهم وتؤهلهم للحصول على أرباح تتناسب مع ما حصل فعلا من قبل الصندوق. (Usmani, 2009, p. 2)

التعريف الثاني: تعرف صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها: "عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين فيه، يمثل فيه المكتتبون في مجموعهم رب المال فيدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب، فتتولى تجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة، وتدفع للمكتتبين صكوكا بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصّة شائعة في رأس المال، الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريق مباشر في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة، أو بطريق غير مباشر كبيع وشراء أصول مالية وأوراق مالية كأسهم الشركات الإسلامية، وتوزع الأرباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب الملتزم بها من كلا الطرفين، وإن حدثت خسارة تقع على المكتتبين بصفة (رب المال)، ما لم تفرط إدارة الصندوق (المضارب)، فإن فرطت يقع الغرم عليها" (بن حسن احمد، 1999، صفحة 21)

التعريف الثالث: صناديق الاستثمارية الإسلامية هي: "أوعية استثمارية مستقلة في ذمتها المالية عن الجهات المنشئة لها، تتكون من مساهمات في صورة أسهم أو وحدات متساوية تمثل ملكية أصحابها في الموجودات، مع استحقاق الربح أو تحمل الخسارة، وتدار بالمضاربة أو الوكالة." (AAOIFI, 2007, p. 525)

ومن خلال ما تقدم نستنتج أن صناديق الاستثمار الإسلامية عبارة عن مؤسسات مالية إسلامية لها شخصية معنوية مستقلة عن الهيئات التي تنشئها وتلتزم ادارتها بضوابط الشريعة الإسلامية، حيث تقوم بتجميع مدخرات الافراد والمؤسسات في شكل وحدات استثمارية تمثل مشاركة في رأسمال الصندوق، وفق أساليب استثمارية شرعية تبنى أساساً على عقود التمويل الإسلامية المتمثلة في: المضاربة، المراجعة، السلم، الاستصناع، التأجير.

2.1. خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية:

توجد مجموعة من الخصائص التي تميز صناديق الاستثمار الإسلامية عن الصناديق التقليدية وهي كما يلي:

- تتمتع صناديق الاستثمار الإسلامية بشخصية معنوية مستقلة عن أصحاب الوحدات الاستثمارية وعن الجهة المسؤولة بإدارتها، وبالتالي فهي مؤسسة لها صفة قانونية، وشكل تنظيمي، وإطار مالي ومحاسبي مستقل؛ وهذه السمة جائزة شرعاً.
- تقوم هذه الصناديق على فكرة المضاربة الجماعية من قبل أصحاب الأموال (حملة الوحدات الاستثمارية) حيث تقوم الصناديق بتجميع الأموال من أكثر من فرد أو جهة، فالمستثمرون المكتتبون يمثلون من منظور عقد المضاربة رب المال، ويمثل الصندوق كشخصية معنوية رب العمل، وهذه السمة تخضع لفقهاء عقد المضاربة.
- يلتزم الصندوق في معاملاته وتصرفاته المختلفة بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وكذلك بالفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات الفتاوى والمسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق وهذا يوجب الرقابة الشرعية الفعالة.
- يلتزم الصندوق بالقوانين والقرارات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق ما دامت لا تخالف أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وإن وجد تعارض يتم إزالته في إطار مبدأ التوفيقية، وهذا يوجب الرقابة من طرف البنوك المركزية. (كحلي، 2011، صفحة 60)
- تتولى إدارة الصندوق جهة متخصصة يحكم علاقتها بالصندوق عقد الوكالة أو عقد العمل أو أي عقود مستحدثة التي تعمل في إطار الأهداف والسياسات والخطط الاستراتيجية والمرجعية الشرعية والقانونية والاستثمارية، وهذا يوجب الرقابة على القرارات الإدارية من مجلس الإدارة ومدير الصندوق.
- توظف الأموال طبقاً لمجموعة من الضوابط والمعايير الإسلامية في مجال الاستثمار المباشر أو غير المباشر، طبقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية منها المساهمات في أوراق مالية، المضاربة، المشاركة، المراجعة، السلم، الإستصناع والاجارة، وأي صيغة مستحدثة لا تتعارض مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.
- يحق للمشاركين في الصندوق استرداد قيمة مساهمتهم وفق ضوابط وشروط معينة بما يتناسب مع الاستمرار لآجال مختلفة ويناسب صغار المستثمرين. (سعيد و قويدر، 2018، صفحة 107).

- تتعدد الأطراف المرتبطة بالصندوق وتحكم بينهم مجموعة من العقود الشرعية والقانونية، وتتمثل هذه الأطراف في معظم الأحيان في:

- المؤسسون: هم الجهة المنشئة للصندوق وقد تكون مصرفاً، مؤسسة مالية، أو مجموعة من أصحاب المال؛
 - المشتركون: هم الجهة التي تقوم بشراء الوثائق (الصكوك الإستثمارية) المصدرة؛
 - الإدارة: هي الجهة التي تتولى إدارة العمليات ومعاملات الصندوق، وتعمل على تحقيق أهدافه؛
 - المسوقون: هم الجهات التي تتولى عملية إصدار وتسويق الوحدات الاستثمارية المصدرة مقابل عمولة أو أجر؛
- توزع العوائد بين الأطراف السابقة (المؤسسين، المشاركين، المسوقين) وفقاً لضوابط عقود المضاربة، الوكالة والسمسرة، وذلك طبقاً للمعايير الشرعية والمحاسبية الصادرة في هذا الشأن من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية. (بورقية و شاعر، 2019، صفحة 53)

3.1. أهمية صناديق الاستثمار الإسلامية:

يمكن إبراز أهمية هذه الصناديق من خلال النقاط الآتية:

- إنشاء صندوق استثماري لا يحتاج إلى سن قانون جديد، كما هو الحال عند إنشاء بنك إسلامي، فهو أمر ممكن في ظل القوانين المنظمة لهذه الصناديق في أي مكان من العالم لأن تلك القوانين أخذت في اعتبارها أن الغرض الأساسي من الصناديق هو تلبية تفضيلات ورغبات المستثمرين الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية وشركات الاستثمار، حيث يتم رفع حرج الربا عن المجتمعات الإسلامية. (بوضياف جهاد، 2020، صفحة 125)

- تشجيع الأفراد على اقتحام عالم الاستثمار وفهمه، وخاصة أصحاب الدخل المحدود من خلال تخفيض الحد الأدنى الذي يمكن لصغار المستثمرين استثماره من خلال هذه الصناديق، على النحو الذي يعمل على تنمية الوعي الاستثماري لدى الجماهير بما توفره من سهولة ومرونة في الأنشطة الاستثمارية.

- جذب قطاع عريض من الأفراد "المدخرين" للقيام بعملية الاستثمار في ظل الضوابط والقيود الشرعية لعمل تلك الصناديق وإدارتها، والتي تبعث على الاطمئنان في نفوس جموع المستثمرين في استثمار أموالهم بالطريق المشروع.

- تعمل صناديق الاستثمار على حماية المدخرات الوطنية من التآكل الناتج عن التضخم، وانخفاض القيمة الشرائية؛ حيث أنها تقوم بتعظيم العوائد من خلال أنشطتها الاستثمارية المتعددة في المجالات المختلفة.

- تساهم صناديق الاستثمار في جلب رؤوس الأموال الأجنبية وتوطينها؛ الأمر الذي يساعد في دعم الاقتصاد الوطني والمحلي، فنقل الأموال بين المجتمعات الإسلامية لغرض الاستثمار في العقدين الماضيين كان بصفة أساسية بواسطة الصناديق الاستثمارية. (الشيوي، 2021، صفحة 109)

- اتجاه أرباب الأموال إلى تحمل مخاطر العمل الاستثماري مباشرة، وانصراف رغبتهم عن وساطة المصارف لعزل المخاطرة. (الشريف وحماش، 2015، صفحة 101).

4.1 أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية:

تعدد أنواع الصناديق الاستثمارية الإسلامية بتعدد رغبات وتفضيلات المستثمرين كما هو الحال في الصناديق الاستثمارية التقليدية، ويمكن ان نجد هذه الأنواع منتشرة في الدول الإسلامية وغير الإسلامية، وفيما يلي عرض لأهم هذه الأنواع:

اولا: صناديق الاستثمار من حيث إمكانية تداول وثائقها:

تنقسم صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث إمكانية تداول وثائقها إلى نوعين:

أ - **صناديق الاستثمار المغلقة:** تتميز عند تأسيسها بثبات رأس مالها ومدتها وغرضها، بحيث يبقى رأس مالها ثابتا طيلة مدة الصندوق فيقوم القائمون على هذا النوع من الصناديق بتقسيم الصكوك إلى وحدات متساوية وتطرح إلى الجمهور للمشاركة ويقفل الاشتراك عند نفاذ الصكوك. تقوم ادارة الصندوق باعادة فتح سوق ثانوي يتم فيه تداول حصص الشركاء المنسحبين بدلا من تعهدها باعادة شراء حصص الشركاء المنسحبين وهي الحالة الوحيدة التي يمكن فيها دخول مشتركين جدد الى هذا النوع من الصناديق. (عليه و فرحات، 2019، صفحة 137).

ب- **صناديق الاستثمار المفتوحة:** سميت بالصناديق المفتوحة لأنها عادة ما يكون للمكتتبين فيها حرية الدخول والخروج من وإلى الصندوق دون قيد، وهذا ما يجعل هيكل رأس المال لهذا الصندوق في تغير مستمر طبقا لأحوال العرض والطلب على وحداته المطروحة للمكتتبين. (بوحلاسة، 2014، صفحة 74) هذا النوع على عكس النوع الاول لا تتحدد مدة زمنية معينة لها، ولا يتحدد فيها مقدار راس المال، وإنما يتم تحديد سعر صكوكها من قبل إدارة الصندوق المصدر لها عند بدء الاشتراك. (عليه و فرحات، 2019، صفحة 137).

ثانيا: صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث نوع الاستثمار:

وفق هذا التصنيف تنقسم الصناديق الاستثمارية الإسلامية إلى:

أ. **صناديق الأسهم الإسلامية:** ويمثل هذا النوع أهم صناديق الإستثمار الإسلامية وأكثرها انتشارا واستحوذا للأصول، فهي صناديق يتم فيها توجيه الأموال المجمعة من اشتراكات المستثمرين إلى شراء أسهم الشركات التي تكون متوافقة مع الاحكام والضوابط الشرعية، ويتم اختيار هذه الأخيرة بطريقة تحقق أهداف الصندوق من حيث الموازنة بين العائد والمخاطرة.

ب. **صناديق السلع:** يتمثل نشاطها الأساسي في شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل بحيث تكون المخاطرة منخفضة، ويكون عن طريق التعامل بالسلع المباحة شرعا والتي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل ويستثنى من ذلك الذهب والفضة، والمقصود هنا السلع التي يكون لها أسواق

بورصة منظمة، ومن أهم ضوابط العمل فيها أن تكون عمليات الشراء والبيع حقيقية لا صورية فيقع التعاقد بالبيع على سلعة موجودة فعلاً ويتحقق للطرفين القبض الذي هو أساس صحة البيع بشروطه.

ج. صناديق الإجارة: تقوم هذه الصناديق باستخدام الأموال المكتسبة في شراء الأصول وتأجيرها لمدة طويلة، بحيث تولد دخلاً مستقراً على الاستثمار وتبقى ملكية هذه الأصول للصندوق كما يتم تحصيل الإيجارات من المستخدمين للأصول، وتوزع الأرباح على المكتسبين. (فنازي، 2019، صفحة 363)

د. صناديق المربحة: يقوم هذا الصندوق على أساس التمويل بالأجل بصيغة المراجعة، فيقوم بشراء كمية من سلعة معينة بالنقد، ثم يبيعه إلى طرف ثالث بالأجل غير الذي باعها عليه في نفس السوق بسعر أعلى وبأقساط ميسرة، بطريقة شرعية وذات مخاطر قليلة مع تحقيق أرباح مقبولة.

هـ. صناديق السلم: تكون السلعة فيه موصوفة في الذمة، فلا يجوز في المعين ولا الذي لا يُقدر على تسليمه في الأجل، ويدفع الثمن في مجلس العقد، ويجب تحديد الوقت ومكان التسليم ويمكن تحقيق الأرباح من السلم عن طريق الدخول في عقد سلم ببضاعة موصوفة في الذمة. (بوداش و بوحرب، 2021، صفحة 42).

و. صناديق أدوات الدين ذات الدخل الثابت: هي صناديق تستثمر في أدوات الدين المباحة شرعاً والمتمثلة في الصكوك التي تُصدرها الشركات والجهات الحكومية وشبه الحكومية. (فنازي، 2019، صفحة 363)

1.5. العوامل المؤثرة على اختيار صناديق الاستثمار الإسلامية:

توجد عدة عوامل تتحكم في قرارات المستثمرين لاختيار صندوق الاستثمار الإسلامي المناسب للاستثمار فيه، من بين هذه العوامل نجد: (شريط، 2022، صفحة 96)

- **تحديد الهدف من الاستثمار:** يحدد المستثمر أهدافه في ضوء المخاطر التي يمكن أن يتحملها، وعليه يتوقف اختيار صندوق الاستثمار الإسلامي على الهدف الذي يسعى المستثمر لتحقيقه.

- **تحديد مدة الاستثمار:** يمكن تمييز ثلاث أنواع أساسية للاستثمار حسب مدته الزمنية فنجد: استثمار قصير الأجل واستثمار متوسط الأجل وأخيراً استثمار طويل الأجل، فلكل مستثمر الحرية في اختيار المدة الزمنية التي يرغب في استثمار وتوظيف أمواله من خلالها.

- **تحديد درجة المخاطرة:** تختلف درجة تقبل وتحمل المخاطر من مستثمر لآخر وذلك راجع لعدة عوامل أهمها: الفئة العمرية، الدخل، الذوق، المهنة أو النشاط، درجة التفاؤل في البيئة الاستثمارية المحيطة،... وغيرها.

- **الضوابط الشرعية:** يتجنب المستثمر الوقوع في شبهة الربا وكافة الممارسات غير المشروعة، فيفضل دائماً التوجه لاستثمار أمواله في الصناديق الأكثر التزاماً والتي تتوافق أنشطتها مع أحكام الشريعة الإسلامية ولا تشوبها المخالفات الشرعية.

- **المعايير الكمية والنوعية:** المعايير النوعية تمثل الأساليب والإجراءات لعمليّة التي تشكل ميزة الصندوق النسبية وتسمح له بتحقيق أهدافه، أما المعايير الكمية يقصد بها المعايير الرقمية التي تعكس أداء الصندوق ومخاطرته، وتتعلق بأرباح الصندوق وأدائه ومخاطرته بالإضافة إلى مقاييس الأرباح ومقاييس العائد على المخاطرة.

2. تقييم أداء عينة من صناديق الاستثمار الإسلامية المدرجة في سوق الأسهم السعودي.

يتناول هذا المحور تقييم أداء عينة من صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الأسهم السعودي سواء كانت صناديق إسلامية أو تقليدية.

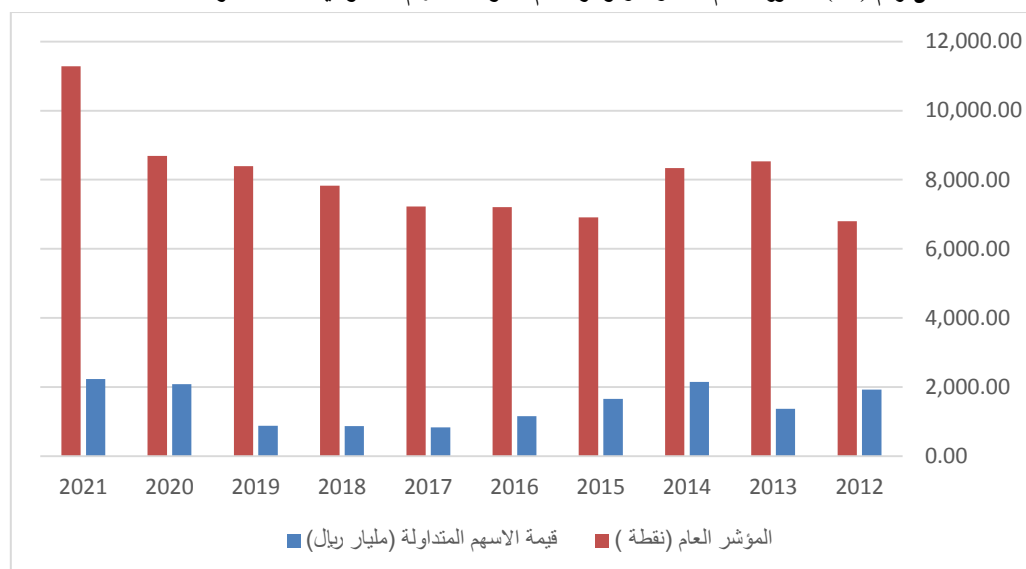
1.2. أداء سوق الأسهم السعودي: يعد سوق الأسهم السعودي من أكبر الأسواق العربية من حيث قيم الأسهم المتداولة في الشركات المدرجة ضمنها والمؤشر العام، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

الجدول رقم (01): حجم التداول لسوق الاسهم السعودي خلال الفترة 2012-2021

السنوات	قيمة الاسهم المتداولة (مليار ريال)	نسبة التغير (%)	عدد الاسهم المتداولة	نسبة التغير (%)	المؤشر العام (نقطة)	نسبة التغير (%)
2012	1,929.32	-	80,939,384,649	-	6,801.22	-
2013	1,369.67	-29.01	53,308,531,627	-34.14	8,535.60	25.50
2014	2,146.51	56.72	69,226,875,548	29.86	8,333.30	-2.37
2015	1,660.62	-22.64	67,515,333,956	-2.47	6,911.76	-17.06
2016	1,156.99	-30.33	69,097,839,973	2.34	7,210.43	4.32
2017	836.28	-27.72	45,900,497,229	-33.57	7,226.32	0.22
2018	870.87	4.14	39,770,215,733	-13.36	7,826.73	8.31
2019	880.14	1.06	34,058,146,971	-14.36	8,389.23	7.19
2020	2,087.80	137.21	80,030,190,534	134.98	8,689.53	3.58
2021	2,235.90	7.09	67,534,763,053	-15.61	11,281.71	29.83

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على التقرير الإحصائي السنوي (تداول السعودي)، 2021، الصفحات 19-21

الشكل رقم (01): تطور حجم التداول ومؤشر العام لسوق الاسهم السعودي خلال الفترة 2012-2021



المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول رقم (01)

شهد عام 2012 ارتفاع مؤشر العام للسوق بعد أزمة 2011 واستمر هذا الانتعاش الى غاية 2013 بنسبة 25.5%، وفي سنة 2014 شهد انخفاض في قيمة المؤشر بنسبة -2.37% وهذا راجع الى أزمة الديون السيادية لليونان بنسبة 25.5% وازمة انخفاض أسعار النفط في 2015، حيث استمر المؤشر في الانخفاض الى غاية 2017، ليعرف ارتفاع بنسبة 8.31% سنة 2018. وفي نهاية سنة 2019 بدأ المؤشر العام بالانخفاض بنسبة 7.19% الى غاية 3.58% سنة 2020 خلال ظهور جائحة كورونا (كوفيد - 19) مما أدت إلى توقف الشركات عن التداول نتيجة تداعيات كورونا، بعدها ارتفعت سنة 2021 بنسبة 29.83% وانتعاش السوق واسترجع عافيته تزامناً مع الدعم الذي قدمته الدولة لمختلف القطاعات للحد من آثار الجائحة (كوفيد-19)، والرفع التدريجي للإجراءات الاحترازية بالإضافة إلى الارتفاع الكبير الذي سجلته أسعار النفط خلال هذه الفترة وكذا ارتفاع المشاركات في السوق.

2.2 أداء عينة من صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2012-2021

سوف يتم التطرق في هذا الجزء من الدراسة لأداء عينة من صناديق الاستثمار لكل من شركة الجزيرة لسوق الأوراق المالية، صناديق شركة بلوم للاستثمار، وصناديق شركة إتش إس بي سي العربية السعودية، وبنك البلاد المالية. سيتم الاعتماد على كل من مؤشر شارب، مؤشر ترينور ومؤشر الاداء المعدل بالمخاطر M^2 لتقييم أداء صناديق الاستثمار من بين العديد من مؤشرات قياس الاداء.

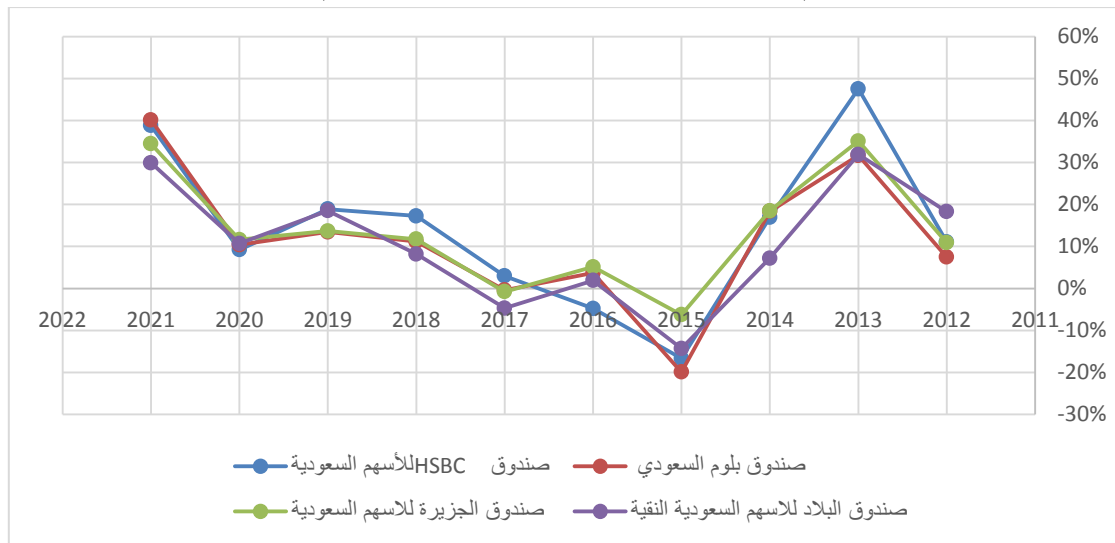
جدول رقم: (02) تطور معدل أداء عينة من صناديق الاستثمار في سوق الاسهم السعودي خلال فترة 2012-2021

السنوات	صندوق HSBC للأسهم السعودية (%)	صندوق بلوم السعودي Blominvest (%)	صندوق الجزيرة للاسهم السعودية (%)	صندوق البلاد للأسهم السعودية النقية (%)
2012	11.05	7.46	10.91	18.3
2013	47.52	31.65	35.10	31.9
2014	16.92	18.38	18.47	7.2
2015	16.67-	19.91-	6.25-	-14.3
2016	4.79-	3.68	5.12	1.9
2017	2.98	0.39-	0.78-	-4.7
2018	17.24	11.17	11.72	8.2
2019	18.91	13.46	13.68	18.5
2020	9.20	10.40	11.61	10.7
2021	38.79	40.14	34.45	29.9

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على:

- التقرير السنوي (الصندوق HSBC للأسهم السعودية، 2018-2021، صفحة 4)
- التقرير السنوي (الصندوق بلوم للاستثمار، 2021، صفحة 5)
- التقرير السنوي (صندوق الجزيرة للأسهم السعودية، 2021، صفحة 3)
- التقرير السنوي (صندوق البلاد للاسهم السعودية النقية، 2021، صفحة 2)

الشكل رقم (02): تطور معدل أداء عينة من صناديق سوق الاسهم السعودي



المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول رقم (02)

يظهر الجدول رقم 02 نمواً في معدل عائد الصناديق سنة 2012 إلى غاية سنة 2014، وفي بداية سنة 2015 إذ حقق مستويات جد منخفضة وخسارة على عائد الصندوق نتيجة تأثره بازمة انخفاض أسعار النفط ومخلفات أزمة الديون السيادية لليونان إلى غاية 2017، ليتحسن أداؤها سنة 2018 ويحقق معدل عائد مقبول استمر إلى سنة 2019 وفي نهاية الفترة بعد ظهور جائحة كورونا انخفض العائد وصولاً إلى سنة 2020، بعدها بدأ بالتحسن وارتفع العائد إلى غاية 2021 نتيجة الإعانات التي منحتها الدولة .

3.2. دراسة تحليلية لأداء عينة من صناديق الاستثمار في سوق الاسهم السعودي:

تحتل صناديق الاستثمار الإسلامية مكانة بارزة في الاقتصاد السعودي ككل، حيث تعتمد على الحلول الشرعية في اتخاذ وتطبيق قراراتها، واستطاعت تحقيق معدلات نمو جيدة، وسيتم التطرق إلى تقييم أداء عينة من صناديق الاستثمار خلال الفترة (2012-2021) باستخدام المؤشرات المركبة (مؤشر شارب، مؤشر ترينور، مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M^2) وعليه كانت حصيلة النتائج المتوصل إليها كما يلي:

الجدول رقم(03): نتائج تقييم مؤشرات أداء سوق الاسهم السعودي

بيانات السوق				
R_f : عائد اذون الخزانة	\bar{R}_m : عائد السوق	δ_m : الانحراف المعياري للسوق	Var: تباين السوق	sharp _m : شارب السوق
1.57%	10.43%	9.67%	0.0093	0.916

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على الملحق رقم 01

اولاً: تطبيق مؤشر شارب على سوق الاسهم السعودي:

سوف نقوم بحساب الانحراف المعياري والتباين للسوق قبل القيام بحساب مؤشر شارب للسوق، اضافة الى معدل العائد على اذون الخزانة (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2021)، بعدها يتم التطرق الى حساب مؤشر شارب على عينة من الصناديق الاستثمارية.

أ- حساب قيمة مؤشر شارب

- \bar{R}_m : المتوسط السنوي لعوائد سوق الاسهم السعودي بلغت 10.43%

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.57%

- δ_m : المخاطر الكلية والمتمثلة في الانحراف المعياري للسوق بلغت 9.67%

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر على شارب على سوق الاسهم السعودي خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_m - R_f}{\delta_m} = \frac{10.43 - 1.57}{9.67} = 0.916$$

تحليل النتائج:

نلاحظ من خلال حساب مؤشر شارب لسوق الاسهم السعودي ان السوق استطاع تحقيق عائد اضافي عن كل وحدة مخاطرة كلية (0.916) وحدة عائد، ويرجع ارتفاع معدلات ربحية سوق الاسهم السعودية المرجحة بالمخاطر الكلية الى انخفاض قيمة المخاطر غير المنتظمة لعوائد السوق.

ثانياً: نتائج تقييم مؤشر شارب على عينة من صناديق الاستثمار محل الدراسة:

بعدها قمنا بحساب مؤشر شارب للسوق، اضافة الى معدل العائد على اذون الخزانة، سوف نتطرق الى حساب مؤشر شارب على عينة من الصناديق الاستثمارية.

جدول رقم (04): يبين نتائج تقييم مؤشر شارب على عينة من صناديق الاستثمار السوق السعودي

المؤشر	صندوق HSBC للأسهم السعودية	صندوق بلوم السعودي Blominvest	صندوق الجزيرة للاسهم السعودية	صندوق البلاد للاسهم السعودية النقية
مؤشر شارب sharp	0.70	0.64	0.93	0.67

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على الملحق رقم(2-3).

أ- حساب مؤشر شارب لصندوق HSBC للاسهم السعودية (شركة إتش إس بي سي العربية السعودية):

- \bar{R}_p : المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغت 14.11%

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.57%

- δ_p : المخاطر الكلية والمتمثلة في الانحراف المعياري للسوق بلغت 17.97%

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على الصندوق خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\delta_p} = \frac{11.14 - 1.57}{17.97} = 0.70$$

تحليل النتائج:

ان العائد الاضافي الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.70 وحدة عائد، حيث نلاحظ ان هناك زيادة في معدلات عائد المخاطرة في الصندوق على معدلات المخاطرة في سوق الاسهم السعودي، ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للصندوق 0.7 أقل من معدل شارب لسوق الاسهم السعودي 0.916 بحيث هناك فارق يقدر بـ 0.216 عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح السوق، وان متوسط العائد على الصندوق (14.11) أكبر من متوسط العائد على السوق (10.43) ويرجع ارتفاع عائد الصندوق على عائد السوق نتيجة استثمارات الصندوق والتي تكون اغلبها في اسهم الشركات السعودية المدرجة في السوق.

ب- حساب مؤشر شارب لصندوق بلوم السعودي Blom invest (شركة بلوم للاستثمار):

- \bar{R}_p : المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغ 11.60%

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.57%

- δ_p : المخاطر الكلية والمتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق بلغت 15.76%

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على الصندوق خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\delta_p} = \frac{11.60 - 1.57}{15.76} = 0.64$$

تحليل النتائج:

العائد الاضافي الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.64 وحدة عائد، حيث نلاحظ ان هناك زيادة في معدلات عائد المخاطرة في الصندوق على معدلات المخاطرة في سوق الاسهم السعودي، ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للصندوق 0.64 أقل من معدل شارب لسوق الاسهم السعودي 0.916 بحيث هناك فارق يقدر بـ 0.276 عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح السوق، وان متوسط العائد على الصندوق (11.60) أكبر من متوسط العائد على السوق (10.43) ويرجع ارتفاع عائد الصندوق على عائد السوق إلى استراتيجية الاستثمار الخاصة بالصندوق.

ج- حساب مؤشر شارب لصندوق الجزيرة للاسهم السعودية (الجزيرة كبتال)

- \bar{R}_p : المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغ 13.40%

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.57%

- δ_p : المخاطر الكلية والمتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق بلغت 12.68%

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على الصندوق خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\delta_p} = \frac{13.40 - 1.57}{12.68} = 0.93$$

تحليل النتائج:

العائد الاضافي الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.93 وحدة عائد، حيث نلاحظ ان هناك زيادة في معدلات عائد المخاطرة في الصندوق على معدلات المخاطرة في سوق الاسهم السعودي، ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للصندوق 0.93 أكبر من

معدل شارب لسوق الاسهم السعودي 0.916 بحيث هناك فارق يقدر بـ 0.014 عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح الصندوق، وان متوسط العائد على الصندوق (11.60) اكبر من متوسط العائد على السوق (10.43) وارتفاع عائد الصندوق على عائد السوق نتيجة استثمارات الصندوق حيث يقوم باستثمار اغلب اصوله في الاسهم السعودية في ظروف السوق العادية.

د - حساب مؤشر شارب لصندوق البلاد للاسهم السعودية النقية (شركة البلاد المالية)

$$\bar{R}_p : \text{المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغ } 10.76\%$$

$$R_f : \text{متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ } 1.57\%$$

$$\delta_p : \text{المخاطر الكلية والمتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق بلغت } 13.76\%$$

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على الصندوق خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\delta_p} = \frac{10.76 - 1.57}{13.76} = 0.67$$

تحليل النتائج:

العائد الاضافي الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.67 وحدة عائد، حيث نلاحظ ان هناك زيادة في معدلات عائد المخاطرة في الصندوق على معدلات المخاطرة في سوق الاسهم السعودي، ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للصندوق 0.67 اقل من معدل شارب لسوق الاسهم السعودي 0.916 بحيث هناك فارق يقدر بـ 0.246 عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح السوق، وان متوسط العائد على الصندوق (10.76) اكبر من متوسط العائد على السوق (10.43) ويرجع سبب هذا الارتفاع الى استراتيجية الاستثمار الخاصة بالصندوق.

ثالثا: نتائج تقييم مؤشر ترينور على عينة من صناديق الاستثمار محل الدراسة:

بعدها قمنا بحساب مؤشر شارب لكل صندوق من الصناديق الاستثمارية محل الدراسة، سوف نتطرق الى حساب مؤشر ترينور على عينة من الصناديق الاستثمارية.

جدول رقم (05) يبين نتائج تقييم مؤشر ترينور على عينة من صناديق الاستثمار السوق السعودي

المؤشر	صندوق HSBC للأسهم السعودية	صندوق بلوم السعودي Blominvest	صندوق الجزيرة للاسهم السعودية	صندوق البلاد للاسهم السعودية النقية
مؤشر ترينور T	11.62%	11.96%	14.09%	12.08%

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على الملحق رقم (2-3)

أ- حساب قيمة مؤشر ترينور لصندوق HSBC للاسهم السعودية (شركة إتش إس بي سي العربية السعودية):

$$\bar{R}_p : \text{متوسط العائد لصندوق HSBC للاسهم السعودية يقدر بـ } 14.11\%$$

$$R_f : \text{متوسط عائد خالي من المخاطرة يقدر بـ } 1.57\%$$

$$\beta : \text{معامل } \beta \text{ (المخاطر المنتظمة) للصندوق يقدر بـ } 1.07\%$$

$$T = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\beta} = \frac{14.11 - 1.57}{1.07} = 11.62$$

التحليل:

ان العائد الاضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة يقدر بـ 11.62 وحدة عائد، وهو ما يشير الى ارتفاع ربحية هذا الصندوق خلال فترة الدراسة (2012-2021) مقارنة بعائد السوق في نفس الفترة.

وبما ان معامل $\beta > 1$ أي $\beta = 1.07$ هذا يعني ان مخاطر الصندوق اكبر من مخاطر السوق، مما أدى الى انخفاض العائد على الصندوق من 14.11% الى 11.62% في ظل المخاطر المنتظمة.

ب- حساب قيمة مؤشر ترينور لصندوق بلوم السعودي Blom invest (شركة بلوم للاستثمار):

$$\bar{R}_p : \text{متوسط العائد لصندوق يقدر بـ } 11.60\%$$

$$R_f : \text{متوسط عائد خالي من المخاطرة يقدر بـ } 1.57\%$$

- معامل β (المخاطر المنتظمة) للصندوق يقدر بـ 0.83%

$$T = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\beta} = \frac{11.60 - 1.57}{0.83} = 11.96$$

التحليل:

ان العائد الاضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ 11.96 وحدة عائد، وهو ما يشير الى ارتفاع ربحية هذا الصندوق خلال فترة الدراسة (2012-2021) مقارنة بعائد السوق في نفس الفترة. وبما ان معامل $\beta < 1$ أي $\beta = 0.83$ هذا يعني ان مخاطر السوق اكبر من مخاطر الصندوق. مما ادى الى ارتفاع العائد على الصندوق من 11.60% الى 11.96% في ظل المخاطر المنتظمة.

ج - حساب قيمة مؤشر ترينور لصندوق الجزيرة للاسهم السعودية (الجزيرة كيتال):

- \bar{R}_p : متوسط العائد لصندوق يقدر بـ 13.40%

- R_f : متوسط عائد خالي من المخاطرة يقدر بـ 1.57%

- معامل β (المخاطر المنتظمة) للصندوق يقدر بـ 0.83%

$$T = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\beta} = \frac{13.40 - 1.57}{0.83} = 14.09$$

التحليل:

ان العائد الاضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ 14.09 وحدة عائد، وهو ما يشير الى ارتفاع ربحية هذا الصندوق خلال فترة الدراسة (2012-2021) مقارنة بعائد السوق في نفس الفترة. وبما ان معامل $\beta < 1$ أي $\beta = 0.83$ هذا يعني ان مخاطر السوق اكبر من مخاطر الصندوق مما ادى الى ارتفاع العائد على الصندوق من 13.40% الى 14.09% في ظل المخاطر المنتظمة.

د - حساب قيمة مؤشر ترينور لصندوق البلاد للاسهم السعودية النقية (شركة البلاد المالية)

- \bar{R}_p : متوسط العائد لصندوق يقدر بـ 10.76%

- R_f : متوسط عائد خالي من المخاطرة يقدر بـ 1.57%

- معامل β (المخاطر المنتظمة) للصندوق يقدر بـ 0.76%

$$T = \frac{\bar{R}_p - R_f}{\beta} = \frac{10.76 - 1.57}{0.76} = 12.08$$

التحليل:

ان العائد الاضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ 12.08 وحدة عائد، وهو ما يشير الى ارتفاع ربحية هذا الصندوق خلال فترة الدراسة (2012-2021) مقارنة بعائد السوق في نفس الفترة. وبما ان معامل $\beta < 1$ أي $\beta = 0.76$ هذا يعني ان مخاطر السوق اكبر من مخاطر الصندوق، مما ادى الى ارتفاع العائد على الصندوق من 10.76% الى 12.08% في ظل المخاطر المنتظمة.

رابعا: نتائج تقييم مؤشر الاداء المعدل بالمخاطر M^2 على عينة من صناديق الاستثمار محل الدراسة:

بعد حساب مؤشر شارب ومؤشر ترينور لكل صندوق من الصناديق الاستثمارية، سيتم حساب الاداء المعدل بالمخاطر M^2 على عينة من الصناديق الاستثمارية محل الدراسة.

جدول رقم (06) يبين نتائج تقييم مؤشر الاداء المعدل بالمخاطر M^2 على عينة من صناديق الاستثمار السوق السعودي

المؤشر	صندوق HSBC للأسهم السعودية	صندوق بلوم السعودي Blominvest	صندوق الجزيرة للاسهم السعودية	صندوق البلاد للاسهم السعودية النقية
مؤشر M2	8.32	7.73	10.60	8.03

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على الملحق رقم (2-3)

- أ - حساب مؤشر الاداء المعدل بالمخاطر M^2 لصندوق HSBC للاسهم السعودية
 - δ_m : الانحراف المعياري لسوق الاسهم السعودي يقدر بـ 9.67%
 - δ_p : الانحراف المعياري لصندوق HSBC للاسهم السعودية يقدر بـ 17.97%
 - R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.57%
 - \bar{R}_p : متوسط العائد للصندوق يقدر بـ 14.11%
 وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي:

$$M^2 = R_f + (\bar{R}_p - R_f) \frac{\delta_m}{\delta_p} = 1.57 + (14.11 - 1.57) \frac{9.67}{17.97} = 8.32\%$$

التحليل:

يمكن القول أن عوائد الصندوق سوف تصبح 8.32% بدلا من 14.11% في حالة خفض معدل المخاطرة الكلية استثمارات الصندوق لتصل لنفس مستوى معدل المخاطرة الكلية في حالة الاستثمار المباشر في السوق بالرغم من خفض درجة المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لنفس مخاطرة السوق فإن عوائد الصندوق لا تزال أكبر من عوائد السوق أي بفارق 3.68% وهذا راجع الى نوع الاستثمارات التي يستثمر فيها الصندوق.

- ب- حساب مؤشر الاداء المعدل بالمخاطر M^2 لصندوق بلوم السعودي Blom invest

- δ_m : الانحراف المعياري لسوق الاسهم السعودي يقدر بـ 9.67%
 - δ_p : الانحراف المعياري لصندوق يقدر بـ 15.76%
 - R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.57%
 - \bar{R}_p : متوسط العائد للصندوق يقدر بـ 11.60%
 وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي:

$$M^2 = R_f + (\bar{R}_p - R_f) \frac{\delta_m}{\delta_p} = 1.57 + (11.60 - 1.57) \frac{9.67}{15.76} = 7.73\%$$

التحليل:

إن عوائد الصندوق ستصبح 7.73% بدلا من 11.60% في حالة خفض معدل المخاطرة الكلية استثمارات الصندوق لتصل لنفس مستوى معدل المخاطرة الكلية في حالة الاستثمار المباشر في السوق بالرغم من خفض درجة المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لنفس مخاطرة السوق فإن عوائد الصندوق لا تزال أكبر من عوائد السوق أي فارق 1.17% وهذا راجع كله الى استثمارات الصندوق.

- ج- حساب مؤشر الاداء المعدل بالمخاطر M^2 لصندوق الجزيرة للاسهم السعودية (الجزيرة كبتال):

- δ_m : الانحراف المعياري لسوق الاسهم السعودي يقدر بـ 9.67%
 - δ_p : الانحراف المعياري لصندوق يقدر بـ 12.68%
 - R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.57%
 - \bar{R}_p : متوسط العائد للصندوق يقدر بـ 13.40%
 وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي:

$$M^2 = R_f + (\bar{R}_p - R_f) \frac{\delta_m}{\delta_p} = 1.57 + (13.40 - 1.57) \frac{9.67}{12.68} = 10.60\%$$

التحليل:

إن عوائد الصندوق ستصبح 10.60% بدلا من 13.40% في حالة خفض معدل المخاطرة الكلية استثمارات الصندوق لتصل لنفس مستوى معدل المخاطرة الكلية في حالة الاستثمار المباشر في السوق بالرغم من خفض درجة المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لنفس

مخاطرة السوق فان عوائد الصندوق لا تزال أكبر من عوائد السوق اي فارق 2.97% .وهذا راجع إلى نوع الاستثمارات التي تستثمر فيها الصندوق.

د - حساب مؤشر الاداء المعدل بالمخاطر M^2 لصندوق صندوق البلاد للاسهم السعودية النقية (شركة البلاد المالية):

- δ_m : الانحراف المعياري لسوق الاسهم السعودي يقدر بـ 9.67%

- δ_p : الانحراف المعياري لصندوق البلاد للاسهم السعودية النقية يقدر بـ 13.76%

- R_f : متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.57%

- \bar{R}_p : متوسط العائد للصندوق يقدر بـ 10.76%

وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي:

$$M^2 = R_f + (\bar{R}_p - R_f) \frac{\delta_m}{\delta_p} = 1.57 + (10.76 - 1.57) \frac{9.67}{13.76} = 8.03\%$$

التحليل:

إن عوائد الصندوق ستصبح 8.03% بدلا من 10.76% في حالة خفض معدل المخاطرة الكلية استثمارات الصندوق لتصل لنفس مستوى معدل المخاطرة الكلية في حالة الاستثمار المباشر في السوق بالرغم من خفض درجة المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لنفس مخاطرة السوق فان عوائد الصندوق لا تزال أكبر من عوائد السوق اي بفارق 0.33% وهذا راجع الى نوع الاستثمارات التي يستثمر فيها الصندوق.

الخلاصة

من خلال هذه الدراسة تم التوصل إلى نتائج أهمها:

-تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية من الأدوات المالية المستحدثة التي ظهرت مع تسارع وتيرة الابتكارات المالية وذلك استجابة لتزايد رغبة المستثمرين في إيجاد أدوات مالية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وتضمن لهم تحقيق قيمة مضافة وتساعدهم في التقليل من المخاطر؛ -صناديق الاستثمار الإسلامية هي مؤسسات مالية تقوم على ادخار أموال الأفراد والجماعات واعادة توظيفها نيابة عنهم، وتخدم بصفة رئيسية المدخرين الذين يملكون الأموال وتنقصهم الخبرة اللازمة والمعلومات الكافية لاستثمارها؛ -تتمتع صناديق الاستثمار الإسلامية بمرونة عالية تسمح لها بالقيام بدورها في توجيه الادخارات للمشاريع الاستثمارية المختلفة على أكمل وجه؛ وتلتزم في جميع تعاملاتها بقواعد وأحكام الشريعة الإسلامية؛

-تتعدد وتنوع صناديق الاستثمار الإسلامية وفقا لعدة أشكال ومعايير مما نتج عن ذلك أنواعا مختلفة تتم إدارة هذه الصناديق غالبا وفق عقود المضاربة أو عقود الوكالة، وتتدخل في إنشائها عدة أطراف هي: الجهة المنشأة للصندوق، مدير الصندوق، المشتركون في الصندوق، جهات تسويق الوحدات؛

-من خلال دراسة عينة من صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار التقليدية في المملكة العربية السعودية تبين أن أداءها تباين بين تحقيق نتائج إيجابية في سنوات وتسجيل تذبذبات وحسائر في سنوات أخرى.

-حقق مؤشر شارب لأربعة صناديق محل الدراسة في السوق (HSBC للاسهم السعودية، صندوق بلوم للاستثمار، الجزيرة للاسهم السعودية وصندوق البلاد للاسهم السعودية المرن) عائد اضافي مقابل المخاطر الكلية لصالح الصندوق مع المخاطر الكلية للسوق، وكان هذا المعدل افضل بالنسبة للصناديق الاستثمار الإسلامية مقارنة بالصناديق الاستثمار التقليدية.

-فيما يخص مؤشر ترينور فان هناك اربعة صناديق منها (HSBC للاسهم السعودية) قد انخفض العائد في ظل المخاطر المنتظمة وبالنسبة للباقي(صندوق بلوم للاستثمار، الجزيرة للاسهم السعودية وصندوق البلاد للاسهم السعودية المرن) حققت عائد اضافي في ظل المخاطر المنتظمة.

- اما فيما يخص مؤشر M^2 لصناديق الاستثمار السعودية الاربعة (HSBC للاسهم السعودية، صندوق بلوم للاستثمار، الجزيرة للاسهم السعودية وصندوق البلاد للاسهم السعودية المرن) قد انخفضت فيها عوائدها برغم من انخفاض المخاطر الكلية للصندوق الى نفس المخاطر الكلية للسوق، الا انه يبقى عائد الصندوق أكبر من عائد السوق.

- عموماً إن إدراج صناديق الاستثمار الأربعة في سوق الأسهم السعودي قد أنعش هذا الأخير خاصة صناديق الاستثمار الإسلامية منها، بالنظر إلى العوائد المتحققة والمخاطر المنخفضة في هذا السوق الأمر الذي انعكس على أدائه.

مقترحات الدراسة:

على ضوء النتائج السابقة، ومن أجل تفعيل نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية في الأسواق المالية عامة وفي سوق الأسهم السعودي خاصة نقترح مايلي:

- ضرورة إستحداث أدوات مالية جديدة متوافقة مع الشريعة الإسلامية حتى تساعد صناديق الاستثمار الإسلامية على تحقيق أهدافها بكفاءة أكبر وتمكنها من تنوع محافظها المالية؛

- تكثيف الجهود الرامية للتعريف بصناديق الاستثمار الإسلامية والأعمال التي تقوم بها من ندوات وورشات ومحاضرات وانشاء معاهد ومراكز متخصصة تُسند لها مهمة تدريس الفقه الاقتصادي؛

- تهيئة بيئة ملائمة لعمل صناديق الاستثمار الإسلامية من تسهيلات تشريعية لإعطائها كافة الحوافز للقيام بنشاطها؛

- ضرورة وجود آليات رقابية فعالة على أعمال صناديق الاستثمار الإسلامية من أجل ضمان التزامها بأحكام الشريعة الإسلامية وتطبيقها لفتاوى الصادرة عن الهيئات المختصة.

قائمة المراجع:

1. AAOIFI. (2007). *Investment Funds*. Bahreïn: Financial Accounting Standard.
2. Usmani, T. (2009). Principle Of Shari'ah Governing Islamic Investment Fund *journal Of Islamic Economics* ، 21(N 02), 2.
3. احمد محمد فتحي الشويبي. (2021). صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وسيماها. 16 (العدد 101)، صفحة 109.
4. اشرف محمد دوابه. (2004). صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق. القاهرة، مصر: دار السلام ط1.
5. الحسيني احمد بن حسن احمد. (1999). صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي. الاسكندرية، مصر: مؤسسة شباب الجامعة.
6. الصندوق HSBC للأسهم السعودية. (2018-2021). التقرير السنوي.
7. الصندوق بلوم للاستثمار. (2021). التقرير السنوي.
8. بوضياف جهاد. (2020). دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية- (اطروحة دكتوراه). 125 بسكرة، الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
9. تداول السعودي. (2021). التقرير الاحصائي السنوي. سوق الاسهم السعودي.
10. حنان شريط . (2022). أثر نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأسهم السعودي (اطروحة دكتوراه). ام البواقي: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
11. سهام بوداش ، و حكيم بوحرب. (2021). صناديق الاستثمار الإسلامية كآلية لدعم النشاط المصرفي الإسلامي-صناديق بنك الراجحي نموذجاً-. مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والادارة، المجلد 05 (العدد 01)، 42.
12. شوقي بوقبة، و حمزة شاكر. (2019). دور الاسواق المالية في تفعيل التمويل بالمشاركة في المصارف الإسلامية. المجلة الجزائرية للأبحاث الاقتصادية والمالية، المجلد 02 (العدد 02)، 53.
13. صندوق البلاد للأسهم السعودية النقية. (2021). التقرير السنوي.
14. صندوق الجزيرة للأسهم السعودية. (2021). التقرير السنوي.
15. عبد الباسط عبد الصمد عليه، و سليمان زواري فرحات. (2019). دور إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل أداء الصندوق دراسة تحليلية لعينة من السوق المالي السعودي. مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 12 (العدد 02)، 137.
16. عمر الشريف، و نادية حماش . (2015). صناديق الاستثمار الإسلامية ودورها في تحقيق التنمية المستدامة. (العدد 02)، صفحة 101.

17. فاطمة الزهراء سعدي، و الويزة قويدر. (سبتمبر، 2018). صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة حالة صندوق الراجحي للاسهم السعودية. (العدد 10)، صفحة 107.
18. فتيحة كحلي. (2011). تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة تجارب بعض الدول العربية (رسالة ماجستير). 60. الشلف، الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة الشلف.
19. فطيمة الزهراء فنازي . (2019). تقييم قدرة صناديق الاستثمار الإسلامية على تعزيز نشاط الصناعة المالية الإسلامية- دراسة حالة عينة من صناديق الاستثمار الإسلامية السعودية. مجلة الدراسات المالية والمحاسبية وادارية، المجلد 06 (العدد 03)، 363.
20. مؤسسة النقد العربي السعودي. (2021). النشرة الاحصائية.
21. وداد بوحلاسة. (2014). صناديق الاستثمار الإسلامية ودور المصارف الإسلامية في تفعيمها لتمويل التنمية (مذكرة ماجستير). 74. جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة.

قائمة الملاحق

الملحق رقم 01

حساب معدل عائد اذون الخزينة السعودي

Maturities فترات الإستحقاق				متوسط الفترة
12M 12 شهرا	6M 6 شهور	3M 3 شهور	1M شهر	Average
0.0111	0.0097	0.0092	0.0060	2012
0.0109	0.0098	0.0095	0.0064	2013
0.0107	0.0097	0.0094	0.0063	2014
0.0109	0.0095	0.0088	0.0063	2015
0.0233	0.0216	0.0207	0.0182	2016
0.0223	0.0204	0.0181	0.0145	2017
0.0284	0.0263	0.0245	0.0223	2018
0.0279	0.0268	0.0263	0.0253	2019
0.0128	0.0123	0.0119	0.0102	2020
0.0183	0.0178	0.0175	0.0166	2021
0.1766	0.1641	0.1559	0.1319	المجموع
0.0177	0.0164	0.0156	0.0132	المتوسط
$R_f=1.57\%$			0.0157	المعدل

حساب الانحراف المعياري والتباين بالنسبة لمؤشر سوق الاسهم السعودي

$(R_m - \bar{R})^2$	$(R_m - \bar{R})$	\bar{R}	R_m	السنوات
0.001985594	-0.04456	0.10436	0.0598	2012
0.02269241	0.15064	0.10436	0.255	2013
0.006506036	-0.08066	0.10436	0.0237	2014
0.004387738	0.06624	0.10436	0.1706	2015
0.003740546	-0.06116	0.10436	0.0432	2016
0.010436666	-0.10216	0.10436	0.0022	2017
0.000451988	-0.02126	0.10436	0.0831	2018
0.001053652	-0.03246	0.10436	0.0719	2019
0.004700474	-0.06856	0.10436	0.0358	2020
0.037612724	0.19394	0.10436	0.2983	2021
0.093567824			1.0436	المجموع

0.096730463	الانحراف المعياري* (δ_m)
0.009356782	تباين السوق δ_m^2

الملحق رقم 02

حساب الانحراف المعياري لصندوق HSBC للاسهم السعودية

$(R_p - \bar{R})^2$	$(R_p - \bar{R})$	\bar{R}	R_p	السنوات
0.000939423	-0.030650	0.141150	0.1105	2012
0.111589403	0.334050	0.141150	0.4752	2013
0.000786803	0.028050	0.141150	0.1692	2014
0.094771623	-0.307850	0.141150	-0.1667	2015
0.035739903	-0.189050	0.141150	-0.0479	2016
0.012398823	-0.111350	0.141150	0.0298	2017
0.000976563	0.031250	0.141150	0.1724	2018
0.002299203	0.047950	0.141150	0.1891	2019
0.002415723	-0.049150	0.141150	0.0920	2020
0.060885563	0.246750	0.141150	0.3879	2021
0.322803025			1.4115	المجموع
0.179667199	الانحراف المعياري (δ_p)			
0.010097396	التباين المشترك			
0.009356782	تباين السوق			
1.079152594	بيتا (β) *			

حساب الانحراف المعياري لصندوق بلوم للاستثمار Blominvest

$(R_p - \bar{R})^2$	$(R_p - \bar{R})$	\bar{R}	R_p	السنوات
0.001717274	-0.041440	0.116040	0.0746	2012
0.040184212	0.200460	0.116040	0.3165	2013
0.004591418	0.067760	0.116040	0.1838	2014
0.099313220	-0.315140	0.116040	-0.1991	2015
0.006278978	-0.079240	0.116040	0.0368	2016
0.014385604	-0.119940	0.116040	-0.0039	2017
0.000018836	-0.004340	0.116040	0.1117	2018
0.000344474	0.018560	0.116040	0.1346	2019
0.000144962	-0.012040	0.116040	0.1040	2020
0.081430330	0.285360	0.116040	0.4014	2021
0.248409304			1.1604	المجموع
0.157610058	الانحراف المعياري (δ_p)			
0.007846085	التباين المشترك			
0.009356782	تباين السوق			
0.838545161	بيتا (β) *			

$$\beta = \sum \frac{COV(R_p, R_m)}{\delta_m^2}$$

* حساب معامل بيتا

الملحق رقم 03

حساب الانحراف المعياري لصندوق الجزيرة للاسهم السعودية

$(R_p - \bar{R})^2$	$(R_p - \bar{R})$	\bar{R}	R_p	السنوات
0.000621505	-0.024930	0.134030	0.1091	2012
0.047075981	0.216970	0.134030	0.3510	2013
0.002567449	0.050670	0.134030	0.1847	2014
0.038624041	-0.196530	0.134030	-0.0625	2015
0.006860809	-0.082830	0.134030	0.0512	2016
0.020115749	-0.141830	0.134030	-0.0078	2017
0.000283249	-0.016830	0.134030	0.1172	2018
0.000007673	0.002770	0.134030	0.1368	2019
0.000321485	-0.017930	0.134030	0.1161	2020
0.044297621	0.210470	0.134030	0.3445	2021
0.160775561			1.3403	المجموع
0.126797303	الانحراف المعياري (δ_p)			
0.007856101	التباين المشترك			
0.009356782	تباين السوق			
0.839615678	بيتا (β)			

حساب الانحراف المعياري لصندوق البلاد للاسهم السعودية النقية

$(R_p - \bar{R})^2$	$(R_p - \bar{R})$	\bar{R}	R_p	السنوات
0.005685160	0.075400	0.107600	0.1830	2012
0.044689960	0.211400	0.107600	0.3190	2013
0.001267360	-0.035600	0.107600	0.0720	2014
0.062800360	-0.250600	0.107600	-0.1430	2015
0.007849960	-0.088600	0.107600	0.0190	2016
0.023901160	-0.154600	0.107600	-0.0470	2017
0.000655360	-0.025600	0.107600	0.0820	2018
0.005990760	0.077400	0.107600	0.1850	2019
0.000000360	-0.000600	0.107600	0.1070	2020
0.036633960	0.191400	0.107600	0.2990	2021
0.189474400			1.0760	المجموع
0.137649700	الانحراف المعياري (δ_p)			
0.007116304	التباين المشترك			
0.009356782	تباين السوق			
0.760550336	بيتا (β)			