دور إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل أداء الصندوق (دراسة تحليلية لعينة من السوق المالي السعودي)

The role of Islamic investment fund management in activating the fund's performance (Sample analysis of the Saudi financial market)

د.عبد الباسط عبد الصمد علية[1]
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة؛ الجزائر
E-mail: Bassetalia2@yahoo.com

د.سليمان زواري فرحات[2]
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة؛ الجزائر
Slimanezouari@gmail.com

تاريخ الاستلام: 28 /2019/09 تاريخ القبول: 25 /2019/11 **تاريخ النشر**: 19 /2019/12

ملخص: تناولت هذه الدراسة قضية هامة من القضايا المطروحة على الساحة الدولية والمتمثلة في مدى كفاءة إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية في تحقيق أهداف المودعين وتطوير السوق المالية الإسلامية، وذلك من خلال إجراء دراسة حول عينة من صناديق الاستثمار الإسلامية الناشطة في سوق الأوراق المالية السعودية الذي يعتبر أكبر سوق في المنطقة العربية، وذلك من أجل الوقوف على واقع وأداء الصناديق في هذه السوق من ناحية، ومن ناحية أخرى نهدف إلى تحليل النتائج المتوصل إليها من خلال إعتمادنا المنهج الوصفي والمنهج التحليلي بهدف إبراز النواحي الإيجابية لعلاقة الإدارة بأداء الصندوق، إذ اصفرت نتائج الدراسة على وجود علاقة قوية موجبة بين عوائد صناديق الاستثمار وعائد السوق، مما يعني أن منحنى أداء صناديق الاستثمار يسير في نفس إتجاه مؤشر السوق، وهو ما يدل على قدرة وكفاءة الإدارة في التخلص من المخاطر الخاصة وذلك من خلال التنويع الجيد لمكونات الصناديق.

الكلمات المفتاحية: صناديق الاستثمار، أسواق الأوراق المالية، كفاءة السوق، معدل العائد.

تصنيف JEL: G110, G140, G100,G230

Abstract: This study addressed an important issue on the international scene, namely the efficiency of the management of Islamic investment funds in achieving the objectives of depositors and the development of the Islamic financial market through a study on a sample of Islamic investment funds active in the stock market. Saudi Finance, which is the largest market in the Arab region in order to know the reality and performance of funds in this market and in order to reach the desired results, the descriptive and analytical approach was adopted through the collection of data and analysis and discussion, as the results of the study were yellowed on A strong and positive relationship between investment fund returns and market returns, which means that the investment fund performance curve is moving in the same direction as the market index, demonstrating the ability and efficiency of management to eliminate (irregular) private risks through the good diversification of the components of the funds.

Keywords: Investment funds, stock markets, market efficiency, rate of return.

Jel Classification Codes: G110, G140, G100,G230.

Résumé: Cette étude a été abordée une question importante sur la scène internationale, à savoir l'efficacité de la gestion des fonds d'investissement islamiques dans la réalisation des objectifs des déposants et le développement du marché financier islamique à travers une étude sur un échantillon de fonds d'investissement islamiques actifs sur le marché Saudi Securities, qui est le plus grand marché de la région arabe afin de connaître la réalité et la performance des fonds sur ce marché et afin d'atteindre les résultats, l'approche descriptive et analytique a été adoptée par la collecte de données et de données analysées et discutées, où les résultats de l'étude ont montré Il existe une relation forte et positive entre les rendements des fonds d'investissement et les rendements du marché, ce qui signifie que la courbe de rendement des fonds d'investissement évolue dans la même direction que l'indice du marché, ce qui démontre la capacité et l'efficacité de la direction d'éliminer les risques privés grâce à une bonne diversification des composantes des fonds.

Mots-clés: Fonds d'investissement, marchés boursiers, efficacité du marché, taux de rendement

Codes de classification de Jel: G110, G140, G100,G230

المؤلف المرسل: عبد الباسط عبد الصمد علية ، الإيميل: Bassetalia2@yahoo.com

1.مقدمة:

يجب أن تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية من أهم المواضيع التي شغلت الرأي العام العالمي في السنوات الأخيرة خاصة بعد نجاح أول تجربة لسوق مالية إسلامية في ماليزيا، في المقابل تعرضت الأسواق المالية التقليدية إلى خسائر فادحة أدت إلى إنهيار العديد من المؤسسات المالية، نجاح وبذلك فإن صناديق الاستثمار الإسلامية تعتبر البديل الأمثل لجمع المدخرات المالية وإستثمارها في القطاعات التي تحقق التنمية الاقتصادية، وحتى يتسنى لصناديق الاستثمار الإسلامية بلوغ هذا الدور لابد من أن يتولى إدارة الصناديق، مديرون ذو خبرة وكفاءة عالية.

1.1 **إشكالية البحث:** تكمن إشكالية البحث في إبراز الدور الذي تلعبه إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية لأكبر سوق في المنطقة العربية في تسيير شؤون الصندوق من خلال توفير السيولة اللازمة للمستثمر، وإستعدادها لعمليات الشراء والبيع التي تضمن تحقيق أهداف المودعين وتوظيف خبراتها، وعليه فإن التساؤل الرئيسي الذي يطرح نفسه في هذا الموضوع:

ما مدى كفاءة إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية في تحقيق أهداف المستثمرين؟

2.1 فرضية الدراسة:

- تستطيع الإدارة المحترفة المشرفة على إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية من تحقيق عائد يفوق عائد السوق.

أهمية الدراسة: تكمن أهمية هذه الدراسة من كومها دراسة تحليلية تبرز دور إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية في تحقيق أهداف ورغبات المستثمرين من خلال توظيف خياراتهم وإبراز كفاءاتهم بالشكل الذي يضمن لهم تحقيق عوائد تماثل أو تفوق عائد السوق المالي، خاصة وأن صناديق الاستثمار تعتبر أهم الأدوات المالية في الأسواق المالية العربية والعالمية على حد سواء لما تتميز به من الجمع بين الكفاءة المالية والكفاءة الشرعية.

3.1 أهداف البحث:

- التعرف على صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث مفهومها وأقسامها، أنواعها واهميتها؛
- إبراز دور غدارة صناديق الاستثمار من خلال استغلال خبراتها وكفاءتها في تحقيق اهداف ورغبات المستثمرين بصفة خاصة وتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية بصفة عامة؛
- تسليط الضوء على سوق الأوراق المالية السعودي باعتباره اكبر سوق مالي في المنطقة العربية من اجل الوقوف على مكانة وواقع صناديق الاستثمار الإسلامية فيه

4.1 المنهج المتبع: من اجل الإجابة على الإشكالية المطروحة تم الاعتماد على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي من خلال جمع المعلومات والبيانات والتي تم مقارنتها وتحليلها ومناقشتها للوصول إلى النتائج.

5.1 مجتمع الدراسة وعينتها: يتضمن مجتمع الدراسة عينة مكونة من أربعة صناديق إستثمارية إسلامية العاملة في اكبر سوق للأوراق المالية في المنطقة العربية تعود إلى مديرين من مدراء صناديق الاستثمار، حيث تم إختيار العينة بناءا على عدة إعتبارات منها أفضل أربعة صناديق إسلامية من حيث الأداء، أهداف الصناديق (تنمية رأس المال)، نوع الصندوق (موافق للشريعة)، مكونات الصندوق (الأسهم)، توفر البيانات.

6.1 الدراسات السابقة:

الدراسة الأولى: د. صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار "دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي ." بحث قدم للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر "المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل"، 7-9 ربيع الآخر 1426هـ 17-15ماي2005م غرفة تجارة وصناعة دبي، فقد تطرق الباحث في هذه الدراسة إلى ماهية صناديق الاستثمار والحكم الشرعي للإستثمار في صناديق المؤسسات المالية الإسلامية، ثم تناول الباحث في دراساته لصناديق الاستثمار الإسلامية من حيث تعريفها والنشاط الاستثماري لهذه الصناديق وأنواع هذه الصناديق والتكييف الفقهي لصناديق الاستثمار الإسلامية.

الدراسة الثانية: د. صفية أحمد أبو بكر، "صناديق الاستثمار الإسلامية- خصائصها وأنواعها،صناديق الاستثمار "دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي ."بحث قدم للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر "المؤسسات المالية الإسلامية، معالم الواقع وآفاق المستقبل"، -9 ربيع الآخر 1426ه 17-15ماي2005م ، غرفة تجارة وصناعة دبي، حيث لطرق الباحث في دراسته هذه إلى ماهية صناديق الاستثمار الإسلامية وأهميتها إضافة إلى خصائص هذه الصناديق وأنواعها، ثم تطرق الباحث في القسم الأخير من دراسته إلى عرض تجارب بعض المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في مجال صناديق الاستثمار الإسلامية.

الدراسة الثالثة: د. عبد المجيد الصلاحين، صناديق الاستثمار الإسلامية؛ مفهومها، خصائصها وأحكامها، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر بعنوان "مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة المنعقد بتاريخ 16-18 صفر 1428ه، الموافق 6-8مارس 2007م، فقد تناول الباحث في هذه الدراسة إلى مفهوم صناديق الاستثمار ومحافظه إضافة إلى أهمية هذه الصناديق وخصائصها والتكييف الفقهي لها وأقسامها ومجالات وأحكامها وعملها .

الدراسة الرابعة: د. وليد هويمل عوجان، صناديق الاستثمار الإسلامية –دراسة تحليلية- المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد الثامن، العدد 01، 2012، لقد تطرق الباحث في الجزء الأول من دراسته هذه إلى ماهية صناديق الاستثمار الإسلامية ومفهومها وذلك من خلال التعريف اللغوي والاصطلاحي لصناديق الاستثمار وكذا إلى نشأته وضوابطه وأهدافه، فيما خص الجزء الثاني من دراسته في دراسة أنواع وأهمية صناديق الاستثمار الإسلامية وإلىالعلاقة التعاقدية بين لأطراف صناديق الاستثمار.

وكما هو واضح من الدراسات السابقة، فإن جل هذه الدراسات أوراق بحثية مقدمة إلى مؤتمرات علمية، قام كل باحث، بتناول الموضوع حسب طريقته من زاوية محددة تم التركيز فيها على جانب خاص من جوانب صناديق الاستثمار ولم تشتمل هذه الدراسات في طرحها على دور الإدارة بإعتبارها أحد المقومات الأساسية في تكوين وتقييم صناديق الاستثمار .

2. الاطار النظري لصناديق الاستثمار الإسلامية:

1.2 مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية: إن ظهور البنوك الإسلامية منذ أكثر من 30 عاما كان له الأثر البالغ في ظهور فكرة إنشاء صناديق الاستثمار الإسلامية، خاصة مع وجود عدد كبير من المدخرات المالية لدي صغار المستثمرين الذين يرفضون الاستثمار في صناديق الاستثمار التقليدية ولا يستطيعون إستثمار أموالهم بشكل مباشر من خلال سوق الأوراق المالية إما لمحدودية دخلهم أو لقلة خبرتهم في هذا المجال، كل هذه العوامل إضافة إلى إستحداث العديد من المنتجات والأدوات المالية الموافقة للشريعة الإسلامية أدت إلى ظهور فكرة إنشاء صناديق الاستثمار الإسلامية، وفي هذا السياق ونظرا لإختلاف وجهات النظر بين العديد من الفقهاء والباحثين فإنه من الصعب جدا الاتفاق على مفهوم موحد لصناديق الاستثمار الإسلامية، فمنهم من يرى بأنها:

التعريف الأول: هي مؤسسة مالية إسلامية تتولى تجميع الأموال من المستثمرين في شكل وحدات أو صكوك إستثمارية ويتولى إدارتها أفراد من ذوي الخبرة والاختصاص، حيث تتعهد هذه المؤسسة بتوظيف المدخرات المالية وفقا لصيغ الاستثمار الإسلامية، وأن يتم توزيع صافي العوائد حسب دفتر الشروط والعقد المبرم بينهم. (براق، 2012، صفحة 08)

التعريف الثاني: ومنهم من يعرفها على أنها وعاء أو محفظة يتم فيها تجميع الأموال والمدخرات من أكثر من طرف، مستفيدين من ميزات التنويع والتقليل من المخاطر، حيث تدار هذه الأموال من قبل جهة إستشرافية ورقابية متخصصة من خلال جمع الاشتراكات الداخلة إلى الصندوق عن طريق إصدار وحدات إستثمارية متساوية القيمة عند الإصدار وتوظيفها طبقا لدفتر شروط. (هندي، 2016، صفحة 91)

التعريف الثالث: تعرف أيضا على أنها إحدى مصادر الأموال في البنوك الإسلامية، حيث تمثل أوعية إستثمارية تلبي إحتياجات ومتطلبات صغار المودعين في إستثمار أموالهم في المجالات التي تناسبهم، ويقوم المصرف بإختيار أحد المجالات

الاستثمار المحلية أو الدولية وينشأ لهذا الغرض صناديق يطرحها للاكتتاب العام، ويقوم المصرف مقابل إدارته للصندوق بأخذ نسبة محددة سلفا إثناء الاكتتاب، وعادة ما يتم تكليف أحد الجهات المتخصصة وذات الخبرة الواسعة لإدارة الصندوق مقابل مبلغ معين. (وآخرون م.، 2010، الصفحات 221-220)

التعريف الرابع: هي عبارة عن كيانات مالية تعمل على تجميع مدخرات الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية المختلفة، حيث تقوم جهات متخصصة في مجال إدارة وتنظيم محافظ الاستثمار بشراء وبيع الأوراق المالية لتحقيق لأهداف الصندوق والمتمثلة في إستثمار المدخرات المالية في المجالات التي تتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية للحصول على ربح حلال. (صناديق الاستثمار الإسلامية، 2019)

ومن مجمل ما تم ذكره آنفا يمكن تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية على إنها أحد مصادر التمويل للمصارف والمؤسسات المالية تجمع من صغار المدخرين، حيث يقع على عاتق هذه المؤسسات تجميع الأموال واستثمارها في المجالات التي تحقق رغبة المودعين من خلال عمليات البيع والشراء للأوراق المالية نيابة عن أصحابها بهدف تخفيض عنصر المخاطرة وتحقيق عائد أكبر مما تحققه أوجه الاستثمار الأخرى وبما يتفق من أحكام الشريعة الإسلامية للحصول على الربح الحلال، وغالبا ما يتم إسناد هذه المهمة إلى جهات متخصصة وذات خبرة واسعة في هذا المجال.

2.2 أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية: ينقسم صناديق الاستثمار الإسلامية إلى عدة أنواع شأنها في ذلك شأن الصناديق التي تنشئها المصارف التقليدية، وذلك حسب الغرض من إنشاء الصندوق وحسب حجم رأس المال، وفي مايلي سوف نتعرض لأهم أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية:

أ- **صناديق الأسهم الإسلامية:** من البديهي أن صناديق الاستثمار الإسلامية تعمل في نطاق النصوص والقوانين التي احددها الشريعة الإسلامية وبالتالي فإن أي إستثمار غير جائز شرعا فإن سوف يخرج من دائرة إهتمامات الصناديق الإسلامية، ومن جهة أخرى فقد إتقف معظم الفقهاء المعاصرين على أن الشركات التي لا تقترض أموالا بفائدة والتي لا تضع أموالها في الحسابات التي ينتج عنها فائدة ربوية والتي تتوافق مع مبادئ أحكام الشريعة الإسلامية فإنه لا بأس من شراء أسهمها والاحتفاظ بها، في المقابل قد أجمع العلماء المعاصرين على عدم جواز الاستثمار في الشركات التي يكون نشاطها غير مباح، غير أن الاختلاف الذي وقع بين العلماء يكمن في الشركات التي يكون أصل نشاطها مباحا بينما تمارس في مجمل عملها نشاطات غير مباحة كأن يتم الاقتراض بالفائدة أو إيداع الأموال لدي بنوك ربوية، ففي مثل هذه الحالة فقد إختلفت أراء الفقهاء، فمنهم من اقر بعدم جواز هذا النشاط جملة، ومنهم من أجاوزه بشرط إستبعاد الدخل الناتج عن الأنشطة المخالفة للتشريع الإسلامي، وفي هذا السياق فإن هذا الاخير هو المبدأ الذي على أساسه تم تأسسي صناديق الأسهم الإسلامية. (هويمل، 2012، الصفحات 92-93)

ب- **صناديق السلع الدولية:** وهي صناديق يتمثل نشاطها الأساسي في شراء السلع بالنقد وبيعها بالاجل، ففي هذا النوع من الصناديق يتم جمع الأموال من المكتتبين وإستخدامها في شراء سلع مختلفة وإعادة بيعها حيث تشكل الأرباح الناتجة عن عملية البيع دخل الصندوق والذي يوزع على المودعين بنظام النسب، ويتم إستخدام عقود البيع المختلفة في تداول السلع مثل البيع بالمرابحة و السلم والاستصناع، وحتى تتوافق صناديق السلع مع أحكام الشريعة الإسلامية لابد من المراعاة والتقيد بعدة ضوابط شرعية يعد تجاهلها أو مخالفتها خروج عن نطاق الشريعة ومنها: (مبروك، 2007، صفحة 109)

- أن تقتصر على السلع المباحة والتي يجوز شرائها بالنقد وبيعها بالاجل؛
- أن تكون عمليات الشراء والبيع حقيقية لا صورية حيث تتم عملية البيع عل سلع موجودة فعلا ويتحقق للطرفين القبض الذي هو أساس صحة البيع؛
- يمكن أن تتم عملية البيع بصغة المرابحة أو السلم، فكل هذه الصيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع العالمية؛

- ضرورة مراعاة صحة البيع من تحديد سعر السلعة، تحديد البائع والمشتري، الرضى والقبول وغيرها من الشروط التي لا تصح عملية البيع إلا بها.

ج- صناديق التأجير (الاجارة): يعد عقد الايجارة أحد أهم النشاطات التي تقوم بها البنوك والمؤسسات المالية، حيث يمكن لها شراء أصول استثمارية (معدات، آلات إنتاجية، سيارات، عقارات...) وتأجيرها لمدة طويلة إلى المؤسسات والشركات، حيث تولد هذه السلع دخلا مستقرا لصناديق التأجير، وتعد صيغة الايجارة المنتهية التمليك أحد أهم الصيغ في عمل البنوك الإسلامية، حيث يصبح الأصل ملكا للمستأجر (الشركة) عند إنتهاء مدة العقد، وسواء بقي الأصل ملكا للبنك أو إنتقلت ملكيته للشركة فإن الهدف من هذا الصندوق هو تحقيق دخل يتم توزيعه بين المكتتبين بالنسبة. (السلام، ماي 2005، صفحة 800)

د- صندوق رأس المال: تقوم فكرة هذا الصندوق على تلبية رغبات المكتتبين الذين يرغبون في الجمع بين الأرباح العالية والمخاطر المنخفضة وهو على غير ما جرت عليه الأصول النظرية التي تفند مقولة أن الأرباح المرتفعة تتطلب مخاطر مرتفعة ذلك أن الربح هو مكافأة عن المخاطر. (أحمد، 2005، صفحة 852)

3.2 **أقسام صناديق الاستثمار الإسلامية:** في هذا الجزء نحاول التطرق إلى صناديق الاستثمار من حيث إمكانية تداول وثائقها والتي تنقسم وفقا لهذا التصنيف إلى قسمين:

أ- **صناديق الاستثمار ذات رأس مال ثابت (صناديق مغلقة):** وهي الصناديق التي 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.

وفي الغالب لا تتعهد إدارة الصندوق بإعادة شراء حصص الشركاء المنسحبين وإنما تقوم بإعادة فتح سوق ثانوي يتم فيه تداول حصص الشركاء المنسحبين وهذه الحالة هي الحالة الوحيد التي يمكن فيها دخول مشتركين جدد إلى هذا النوع من الصناديق. (Bodie.Z, 2005, p. 111)

ب- **صناديق الاستثمار المفتوحة:** وهذا النوع من الصناديق على عكس النوع الأول فلا يتم تحديد رأس المال أو مدة هذا الصندوق وإنما تقوم الإدارة فقط بتحديد سعر الصكوك عند بداية الاشتراك فيه.

وفي هذا النوع من صناديق الاستثمار بإمكان إدارة الصندوق أن تتعهد بشراء كل أو جزء من حصص الشركاء الراغبين في الانسحاب بعكس النوع الأول، إضافة إلى إمكانية الحصول على صكوك جديدة داخل الصندوق، ويجدر الإشارة أيضا إلى أن سعر الصكوك للشريك المنسحب يحدد عل أساس قسمة إجمالي موجودات الصندوق عل العدد الإجمالي للصكوك (أي أن السعر الجديد للصكوك هو سعر الشراء مضافا إليه الأرباح). (Bodie.Z, 2005, p. 111)

أ- **أهمية صناديق الاستثمار في النظام الاقتصادي الإسلامي:** (هويمل، 2012، الصفحات 97-98)

ب- تعتبر المصارف والمؤسسات المالية الأخرى الأماكن التي يتم بواسطتها أو من خلالها إدارة صناديق الاستثمار، ولعل المصارف الإسلامية من وجهة نظر العديد من المفكرين الاقتصاديين تعتبر نموذجا لتطور الوساطة المالية، فبالنظر إلى عقد المضاربة مثلا، فإن هذا العقد لا يتولد عنه علاقة مديونية بين المصرف وبين المودعين وذلك أن المصرف لا يعتبر كمقترض من طرف المودعين وإنما كمدير أموال المودعين ويتقاضى مقابل مالي جراء هذا الدور، وبالتالي فإن دخل المصرف ناتج على مدى مقدرة إدارة البنك على توجيه الأموال إلى الاستخدامات التي تحقق أعلى عائد من منطلق العلاقة بين العائد والمخاطرة، ويجدر الإشارة أيضا أن هذه الديناميكية بين المصرف والمودعين تقضي بعدم تحمل المصرف المخاطر الائتمانية، ومعنى ذلك أنه في حالة الخسارة فإن المودعين يتحملون هذه الخسارة أيضا وهذا على عكس البنوك التقليدية التي تضمن أموال المودعين في كل الأحوال، ويعتبر هذا الاتجاه الذي إنتهجته المصارف

الإسلامية أساس ظهور الصناديق الاستثمارية وانتشارها ونموها، فصناديق الاستثمار الإسلامية تلعب دور المدير الفعال وليس فقط مجرد الوسيط الذي يساهم في تحقيق رغبات أصحاب رؤوس الأموال (المودعين) والشركات والاقتصاد بصفة عامة وذلك من خلال الاستثمار في المشاريع التي تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، هذه الأخيرة التي تصهر على تحقيق النفع العام.

ت- إن إنشاء صناديق الاستثمار في أي بلد في العالم لا يحتاج إلى سن قوانين وتنظيمات جديدة طالما أن الهدف من إنشائها هو تلبية رغبات المودعين والمؤسسات الاستثمارية الذين لا يجدون ما يرضيهم في المصارف التقليدية، وذلك أن كل القوانين والتنظيمات التي تم سنها هدفها ضمان حقوق كل الأطراف المتعاقدة وبالتالي فإن القوانين التي تنظم عمل صناديق الاستثمار هي في الغالب نفسها المنظمة للبنوك والمصارف، بينما في حالة صناديق الاستثمار الإسلامية يضاف إلى ذلك التقيد بأحكام وضوابط الشريعة الإسلامية، هذه الأخيرة التي تسعى إلى تحقيق أهداف المتعاقدين بصفة عامة والمجتمع بصفة خاصة، ولذا فإن تطور ونمو صناديق الاستثمار الإسلامية يعتبر أمر بالغ الأهمية.

ث- إن النمو المستمر للقطاع المصرفي الإسلامي يوحي بتزايد أهمية هذا القطاع في الاقتصاد، ولكن إذا ما نظرنا إلى نشاط هذه البنوك لوجدناها في الغالب تتعامل بالفائدة وهو ما يتنافى مع مصالح المودعين، وبما أن صناديق الاستثمار تشكل الجانب الأهم في نشاط القطاع المصرفي فأنه من الضروري التماشي مع مصالح ورغبات المودعين المنافية للنشاط الربوي.

ج- تتميز صناديق الاستثمار باستقلالية ميزانيتها وحساباتها عن البنك وهذا يعطي ثقة أكبر للمودعين بعدم الخلط بين أموال البنك (خصوصا البنوك التقليدية التي تشرف على الصناديق الإسلامية) وأموال الصندوق، إضافة إلى أن صناديق الاستثمار على الرغم من كومها شركة مالية مستقلة عن البنك لا تحتاج إلى تغيير هيكل البنك أو هيكله الإداري وتعيين كوادر جديدة، وهذا ما يمنحها أهمية أكبر سوى من طرف البنك أو من جانب المودعين.

ح- تشجع أصحاب الدخل المحدود على الاستثمار وذلك من خلال تخفيض الحد الادني للمساهمات الذي يمكن صغار المستثمرين من الاشتراك في هذه الصناديق.

خ- المساهمة في رفع مستوى الدخل الوطني والفردي وهو ما يساهم في دفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية وتحسين مستوى المعيشة وتحقيق الرفاهية الاقتصادية.

د- الزيادة في الإنتاج والإنتاجية وحماية المدخرات من التآكل الناتج عن التضخم وذلك من خلال القيمة المضافة التي تحققها صناديق الاستثمار.

5.2 **العلاقة التعاقدية بين أطراف الصناديق الاستثمارية**: (القري، 2009، صفحة 15)

أ- العلاقة بين المدير والصندوق: يعتبر المدير موظف في الصندوق يتلقي أجرة من الصندوق لقاء قيامه بعملية إدارية ولا تربطه علاقة مباشرة مع المستثمرين.

ب- العلاقة بين الصندوق والمستثمرين: يعتبر المستثمرون مساهمون في الصندوق، غير أن المدير من ينوب عنهم في اختيار الاستثمارات ولا يتعاملون معه بصفة مباشرة وإنما يسندون المهام إلى مجلس إدارة الصندوق، حيث يعتبر هذا الخير وكيلا للمستثمرين ويتقاضى مقابل ذلك نسبة مؤوية من صافي الموجودات.

ت- العلاقة بين الصندوق والأمين: يجب أن يتوفر لكل صندوق من صناديق الاستثمار "أمينا" أو ما يسمى أيضا "وديعا" حيث يشرف هذا الخير على حفظ أموال ووثائق الصندوق، وتودع لديه الفوائض من الأموال والسيولة، ويباشر عمليات الشراء والبيع وغالبا ما يكون الأمين أحد البنوك المتخصصة في هذا المجال.

وفي هذا الصدد يجدر الإشارة إلى أن صناديق الاستثمار الإسلامية أدخلت تعديلات على العلاقة التي تربط كلا من المدير والمستثمرين والمتمثلة في علاقة مضاربة، أما العلاقة بين المستثمرين فهي علاقة مشاركة، في حين فإن العلاقة بين

المستثمرون وجهة الإصدار فهي علاقة مشاركة، فكل هذه المسميات أو الصيغ تم تكييفها لتتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

6.2 طرق التقييم المحافظ الاستثمارية:

عادة ما يتم استخدام أسلوبين أساسيان لتقييم أداء صناديق الاستثمار وذلك من خلال تقييم المحافظ الاستثمارية المكونة للصندوق.

أ- **الأسلوب البسيط:** عادة ما يستخدم هذا الأسلوب المستثمرون المبتدئين أو العاديين، حيث يتم تقييم أداء الصناديق في هذا الأسلوب بالاعتماد على معدل العائد المحقق فقط، حيث يتم إحتساب معدل العائد من خلال الفرق بين قيمة الصندوق نهاية السنة وقيمة الصندوق بداية السنة مضافا إليه الأرباح الدورية والرأس مالية الموزعة خلال السنة الكل مقسوما على قيمة الصندوق بداية السنة كما هو موضح في العلاقة التالية: (العامري، 2010، الصفحات 27-28)

$$Ri=\frac{(Pi-P0)+Di}{P0}.....(01)$$

حيث:

Ri: معدل العائد الحقيقي؛

Pi : سعر السهم في نهاية المدة؛

P0 : سعر السهم في بداية المدة؛

Di : مقسوم الأرباح للسهم الواحد.

على الرغم من أن هذه المعادلة (01) تقيس معدل العائد على أداء الصندوق إلا أنه لا يعكس العائد الحقيقي الذي يحققه المستثمر وذلك أنه تم إغفال قيمة المصروفات والتكاليف التي يتحملها المستثمر.

ب- الأسلوب المزدوج: عادة ما يستخدم هذا الأسلوب المستثمرون ذو الخبرة الواسعة بشؤون الاستثمار وكذا السماسرة الذين يقدمون خدمات استثمارية لعملائهم، فهذا الأسلوب يجمع بين العائد والمخاطرة في تقييم أداء الصندوق.

فعلى الرغم من تعدد المقاييس التي يمكن الاستعانة بها لتقييم أداء الصناديق إلا أنه عادة ما يتم استعمال كل من مقياس (شارب ، ترينور، جونسون).

- **مقياس شارب 1966:** قدم "ويليام شارب" مقياسا مركبا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية يعتمد على عنصري العائد والمخاطرة عند تقييم أداء المحفظة، وبعبارة أخرى فإن مؤشر شارب يطلق عليه "نسبة مكافئة التقلب في المخاطرة " وهو أيضا نسبة العوائد ذات المخاطرة إلى المخاطرة الكلية، حيث تقاس هذه الأخيرة بالانحراف المعياري. (دهال، 2003، صفحة 03)

يحسب مؤشر شارب وفق الصيغة الرياضية التالية: (Amenc, 2002, p. 147)

$$SP=\frac{(E(RP)-RF)}{\delta RP} .....(02)$$

حيث:

E(RP): العائد المتوقع للمحفظة؛

RF : العائد الخالي من المخاطر؛

δRP :الانحراف المعياري لعوائد المحفظة.

ويستخدم مقياس شارب في الحالات التي تكون فيها المحافظ أو صناديق الاستثمار تخضع لقيود مماثلة وأهداف متشابهة، إضافة إلا أنه يعتمد على مؤشر الانحراف المعياري لقياس المخاطرة وهو ما يعني أنه يعتمد بالدرجة الأولى على قياس المخاطر الغير منتظمة أي التي تصيب سهم دون آخر أو محفظة دون أخرى، والتي يمكن التخلص من آثارها عن طريق التنويع داخل المحفظة.

ويشير هذا المقياس إلا أن أداء المحفظة يكون أفضل كلما كان المعدل مرتفعا.

- **مقياس ترينور 1965:** على عكس مقياس شارب فإن هذا المؤشر يقيس معدل العائد المتضمن المخاطر (إجمالي العوائد مطروحا منها إجمالي العوائد الخالية من المخاطر الغير منتظمة) إلى معامل "بيتا"، حيث يمثل هذا الأخير المخاطر الغير قابلة للتنويع، وبالتالي فإن هذا المؤشر يستعمل عادة لتقييم المحافظ التي استطاعت تفادي المخاطر الغير منتظمة من خلال التنويع الجيد لمكونات المحفظة. (دهال، 2003، صفحة 12)

ويشير هذا المقياس إلا أن أداء المحفظة يكون أفضل كلما كان المعدل مرتفعا، ويحسب على أساس الصيغة الرياضة التالية: (Amenc, 2002, p. 147)

$$TR=\frac{(E(RP)-RF)}{\beta RP} \quad \text{.....(03)}$$

حيث:

$E(RP)$: العائد المتوقع للمحفظة؛

RF : العائد الخالي من المخاطر؛

βRP: نسبة عائد المحفظة إلى عائد السوق.

يعد معامل "بيتا" من بين أهم المؤشرات التي يعتمد عليها لتقييم المخاطر السوقية للأوراق المالية، حيث يقيس المخاطر المنتظمة المتعلقة بالمحفظة نسبة إلى مخاطر السوق، ويحسب بالعلاقة التالية: (العلي، 2017، الصفحات 136-137)

$$\beta i=\frac{COV_{im}}{\delta_m^2} \quad \text{.....(04)}$$

حيث:

COV_{im} : الانحراف المشترك بين معدل العائد على المحفظة ومعدل العائد على السوق؛

δ_m^2 : تباين محفظة السوق.

ويفسر معامل "بيتا" أداء المحفظة مقارنة بأداء السوق ككل، بحيث:

$\beta > 1$: فهذا يعني أن مخاطر المحفظة أقل من مخاطر السوق؛

$\beta < 1$: فهذا يعني أن مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر السوق؛

$\beta = 1$: فهذا يعني أن مخاطر المحفظة هي نفسها من مخاطر السوق.

3. عرض وتحليل النتائج ومناقشتها:

1.3 **تحليل وتقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية:** يتضح من خلال الجدول رقم (01) والشكل رقم (01) أن متوسط عوائد " صندوق جدوى للأسهم السعودية فئة –ب-" قد بلغ (0.012) وبانحراف معياري قدره (0.0416)، كما يتضح أيضا بالنظر إلى قيمة العوائد التي سجلت خلال الفترة أن أدنى قيمة سجلت بتاريخ 2019/05 بمعدل (0.0599-) في مقابل أعلى قيمة والتي سجلت بتاريخ 2019/01 بمعدل (0.114)، في حين يبين التحليل أن متوسط عوائد "صندوق جدوى للأسهم الخليجية فئة –ب-" قد بلغ (0.0084) وبانحراف معياري قدره (0.033) كما يتضح من خلال الجدول أن أعلى عائد قد سجله هذا الصندوق خلال الفترة كانت بتاريخ 2019/01 بمعدل (0.081) في مقابل أدني قيمة بمعدل (0.049-) بتاريخ 2019/05، وفي ما يخص "صندوق جدوى للأسهم العربية فئة –ب-" فمن خلال الإحصائيات المتحصل عليها يتضح بأن أعلى عائد سجله هذا الصندوق كان بتاريخ 2019/01 بمعدل (0.085) في مقابل أدنى قيمة بمعدل (0.052-) سجلت بتاريخ 2019/05، في حين بلغ متوسط العائد (0.0085)

وبمعامل اختلاف (0.033)، أما فيما يخص "صندوق HSBC للأسهم السعودية المرنة" فتشير المعطيات إلى أن متوسط العائد والانحراف المعياري قد بلغا (0.009) و(0.042) على التوالي في حين أن أعلى وأدني قيمة قد سجلتا بتاريخ 2019/01 2019/05 بقيمة (0.100) و(0.087-) على التوالي.

الجدول 01: عوائد صناديق الاستثمار الإسلامية لصناديق المختارة

التاريخ	عائد السوق	عائد صندوق جدوى للأسهم السعودية فئة –ب-	عائد صندوق جدوى للأسهم الخليجية فئة –ب-	عائد صندوق جدوى للأسهم العربية فئة –ب-	HSBCصندوق للأسهم السعودية المرنة
2017/09	0.0034	-0.0007	-0.0049	-0.0012	0.0056
2017/10	-0.0479	-0.0538	-0.0444	-0.0400	-0.0411
2017/11	0.0100	0.0065	-0.0112	-0.0149	0.0017
2017/12	0.0317	0.0215	0.0067	0.0135	0.0058
2018/01	0.0586	0.0437	0.0600	0.0582	0.0568
2018/02	-0.0302	-0.0003	-0.0126	-0.0149	-0.0067
2018/03	0.0609	0.0565	0.0417	0.0350	0.0264
2018/04	0.0429	0.0494	0.0339	0.0315	0.0802
2018/05	-0.0058	-0.0381	-0.0357	-0.0373	-0.0296
2018/06	0.0188	0.0321	0.0211	0.0226	0.0284
2018/07	-0.0023	0.0027	0.0124	0.0075	0.0133
2018/08	-0.0418	-0.0397	-0.0357	-0.0355	0.0000
2018/09	0.0065	0.0003	-0.0017	-0.0016	-0.0222
2018/10	-0.0116	-0.0357	-0.0259	-0.0269	-0.0517
2018/11	-0.0258	0.0394	0.0200	0.0186	-0.0312
2018/12	0.0161	0.0054	-0.0106	-0.0090	0.0123
2019/01	**0.0937**	**0.1145**	**0.0812**	**0.0854**	**0.1004**
2019/02	-0.0079	-0.0213	-0.0028	0.0000	-0.0146
2019/03	0.0385	0.0195	0.0173	0.0199	0.0371
2019/04	0.0550	0.0875	0.0659	0.0651	0.0829
2019/05	-0.0847	-0.0599	-0.0490	-0.0525	-0.0875
2019/06	0.0358	0.0285	0.0259	0.0262	0.0318
2019/07	-0.0101	0.0394	0.0404	0.0379	0.0292
2019/08	-0.0386	0.0069	0.0118	0.0103	0.0045
متوسط العائد	0.1652	0.3043	0.2038	0.1979	0.2318
الانحراف المعياري	0.04021	0.0416	0.03385	0.03384	0.04289

المصدر:

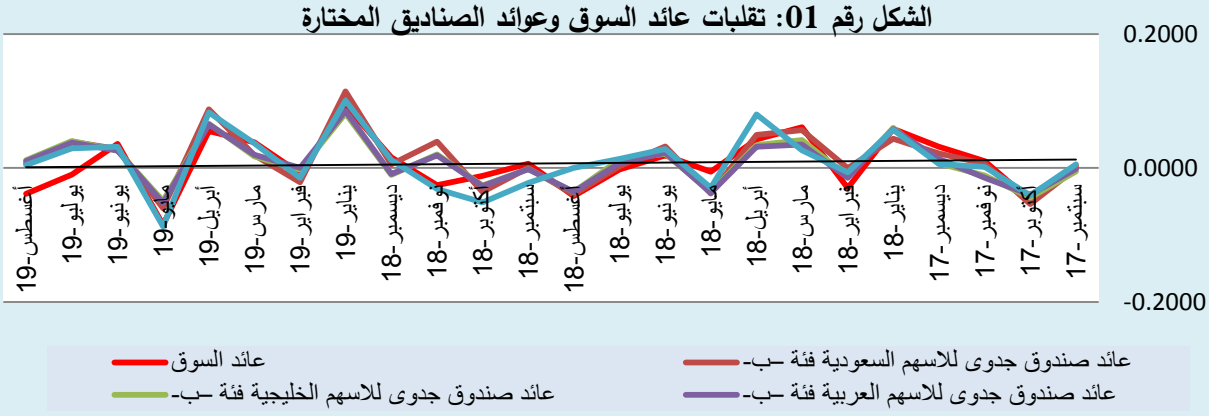
1- السوق المالية السعودية (تداول) على الموقع

https://www.tadawul.com.sa: 10/08/2019

2- Sitte: https://sa.investing.com/indices/tasi-historical-data: 30/08/2019

وبالنظر إلى الشكل رقم(01) يتضح بأن أعلى قيمة للعوائد التي سجلتها صناديق الاستثمار الإسلامية المختارة في سوق الأوراق المالية السعودي قد كانت بتاريخ 2019/01 في مقابل أدنى قيمة سجلت بتاريخ 2019/05، ومن الملاحظ أيضا بأن أعلى وأدنى قيمة سجلها السوق السعودي للأوراق المالية كانت أيضا بتاريخ 2019/01 و2019/05 على التوالي، وهذا ما يوحي بأن تقلبات عوائد صناديق الاستثمار ناتجة عن مخاطر نظامية مست السوق ككل.

الشكل رقم 01: تقلبات عائد السوق وعوائد الصناديق المختارة



المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على الجدول رقم (01)

أ. ترتيب الأهمية النسبية وفق الوسط الحسابي والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف

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

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

الجدول 02: ترتيب الأهمية النسبية لصناديق الاستثمار الإسلامية

إسم الصندوق	متوسط العائد (Rp)	الانحراف المعياري (δ)	معامل الاختلاف (CV)	الترتيب
صندوق جدوى للأسهم السعودية فئة –ب-	0.012	0.046	0.032	الأول
صندوق جدوى للأسهم الخليجية فئة –ب-	0.0084	0.033	0.039	الثاني
صندوق جدوى للأسهم العربية فئة –ب-	0.0082	0.033	0.041	الثالث
صندوق HSBC للأسهم السعودية المرنة	0.009	0.042	0.044	الرابع

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (01)

من خلال الجدول يتضح بأنه لا يوجد أساس لاختيار أفضل صندوق بناءا على عاملي العائد والمخاطرة وبالتالي سيتم الاختيار على أساس معامل الاختلاف حيث يوضح الجدول أن أفضل ترتيب يعود إلى صندوق جدوى للأسهم السعودية بأقل معامل اختلاف (0.032)، ثم صندوق جدوى للأسهم الخليجية بمعامل اختلاف (0.039)، يليه كل من صندوق جدوى للأسهم العربية و صندوق **HSBC** للأسهم السعودية المرنة بمعامل اختلاف (0.041) و(0.044) على التوالي.

2.3 تقييم أداء الصناديق باستخدام مقاييس الأداء (الأسلوب البسيط، شارب، ترينور)

أ- تقييم أداء الصناديق باستخدام الأسلوب البسيط:

يتضح من خلال الجدول أن أفضل صندوق بناءا على عامل الأسلوب البسيط هو صندوق جدوى للأسهم السعودية بأعلى عائد (0.012)، ثم يليه صندوق **HSBC** للأسهم السعودية المرنة بعائد قدره (0.009) ومن ثم صندوق جدوى للأسهم الخليجية وصندوق جدوى للأسهم العربية بعائد قدره (0.0084) و(0.0082) على التوالي، ومن الملاحظ أيضا من خلال هذا الجدول أن الترتيب قد تغير مقارنة بالترتيب الخاص بالجدول رقم(02) وذلك أنه تم إغفال عنصر المخاطرة في هذا الأسلوب.

الجدول 03: تقييم أداء الصناديق الاستثمار باستخدام الأسلوب البسيط

اسم الصندوق	Rp	مدير الصندوق	الهدف	الفئة
صندوق جدوى للأسهم السعودية فئة –ب-	0.012	جدوى للاستثمار	تنمية رأس المال	موافق للشريعة
للأسهم السعودية المرنةHSBCصندوق	0.009	العربية السعوديةHSBCشركة	تنمية رأس المال	موافق للشريعة
صندوق جدوى للأسهم الخليجية فئة –ب-	0.0084	جدوى للاستثمار	تنمية رأس المال	موافق للشريعة
صندوق جدوى للأسهم العربية فئة –ب-	0.0082	جدوى للاستثمار	تنمية رأس المال	موافق للشريعة

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على الجدول رقم (01)

- **السوق المالية السعودية (تداول) على الموقع:**

https://www.tadawul.com.sa: 10/08/2019

ب- تقييم أداء الصناديق باستخدام أسلوب مؤشر شارب:

يتضح من خلال الجدول أن أفضل صندوق بناءا على مؤشر شارب هو صندوق جدوى للأسهم السعودية بأعلى عائد (0.304)، ثم يليه صندوق جدوى للأسهم الخليجية بعائد قدره (0.250)، ومن ثم صندوق جدوى للأسهم العربية وصندوق **HSBC** للأسهم السعودية المرنة بعائد قدره (0.243) و(0.225) على التوالي.

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

الجدول 04: تقييم أداء الصناديق الاستثمار باستخدام مؤشر شارب

إسم الصندوق	Rp	(δ)	مؤشر شارب (SP)
صندوق جدوى للأسهم السعودية فئة –ب-	0.012	0.046	0.304
صندوق جدوى للأسهم الخليجية فئة –ب-	0.0084	0.033	0.250
صندوق جدوى للأسهم العربية فئة –ب-	0.0082	0.033	0.243
صندوق للأسهم السعودية المرنة **HSBC**	0.009	0.042	0.225

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (01)

ج. تقييم أداء الصناديق باستخدام مؤشر ترينور:

يتضح من خلال الجدول وباستخدام أسلوب ترينور أن أعلى عائد على الاستثمار قد تحقق في صندوق جدوى للأسهم السعودية بمعدل (1.481) ثم يليه في الترتيب الثاني صندوق جدوى للأسهم العربية بمعدل (1.189)، ثم كل من صندوق جدوى للأسهم الخليجية وصندوق **HSBC** للأسهم السعودية المرنة بعائد قدره (1.089) و(1.074) على التوالي، ومن الملاحظ أيضا أن كل المعدلات الخاصة بمؤشر ترينور التي تحصلنا عليها إنها إيجابية وتفوق الواحد وهذا يعني أن أداء صناديق الاستثمار أفضل من أداء السوق ككل وهو ما يدل على خبرة مدراء الصناديق وكفاءة الإدارة في تسيير شؤون الصندوق.

الجدول 05: تقييم أداء الصناديق الاستثمار باستخدام مؤشر ترينور

اسم الصندوق	Rp	β	مؤشر ترينور(TR)
صندوق جدوى للأسهم السعودية فئة –ب-	0.012	0.855	1.481
صندوق جدوى للأسهم العربية فئة –ب-	0.0082	0.693	1.189
صندوق جدوى للأسهم الخليجية فئة –ب-	0.0084	0.779	1.089
للأسهم السعودية المرنةHSBCصندوق	0.009	0.899	1.074

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (01)

3.3 تحليل العلاقة بين مؤشر السوق وصناديق الاستثمار:

يتم استخدام معامل الارتباط بين مؤشر السوق وبين عينة صناديق الاستثمار المختارة لهدف معرفة مدى ارتباط كل عينة بمؤشر السوق، ومعرفة مدى تجاذبها وتقاربها من تنافرها وتباعدها مع مؤشر السوق عند مستوى معنوية 5%، وتشير نتائج التحليل المتوصل إليها في الجدول أدناه إلى وجود ارتباط معنوي موجب بين مؤشر السوق وصناديق الاستثمار، إذ بلغ معامل الارتباط بين صندوق جدوى للأسهم السعودية (0.798) وبمستوى معنوية أقل من (0.001) وهي قيمة تعكس قوة العلاقة بين الطرفين إضافة إلى أنهما يسيران في نفس الاتجاه، كذلك الأمر بالنسبة لصندوق جدوى للأسهم الخليجية إذ بلغ معامل الارتباط بينه وبين مؤشر السوق (0.963) وبمستوى معنوية أقل من (0.001)، أما في ما يخص كل من صندوق جدوى للأسهم العربية وصندوق **HSBC** للأسهم السعودية المرنة فقد بلغ معامل الارتباط (0.979) و(0.790) على التوالي بمستوى معنوية أقل من (0.001).

الجدول 06: معامل الارتباط بين مؤشر السوق وصناديق الاستثمار

اسم الصندوق	β	Prob
صندوق جدوى للأسهم السعودية فئة –ب-	0.798	0.000
صندوق جدوى للأسهم العربية فئة –ب-	0.963	0.000
صندوق جدوى للأسهم الخليجية فئة –ب-	0.979	0.000
صندوق **HSBC** للأسهم السعودية المرنة	0.790	0.000

المصدر: من إعداد الباحثان بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (01)

من الملاحظ من خلال الجدول أن معامل الارتباط بين مؤشر السوق السعودي وعينة الصناديق المختارة موجب وفي حدود (0.8) فما فوق، أي أنها تسير في نفس اتجاه السوق، وهو ما يعني أن التغيرات التي تطرأ على الصناديق هي ناتجة عن العوامل المؤثر على السوق ككل، وهو ما يدل أيضا على أن تشكيلة المثالي الأوراق المالية داخل الصناديق استطاعت إلى حد كبير تفادي المخاطر الغير نظامية التي لا يمكن الحد من مخاطرها إلا من خلال التنويع الجيد لمكونات الصندوق، وهذا ما يعكس مدى كفاءة وقدرة مديري الصناديق في تسيير واختيار وتوظيف الأوراق المالية داخل الصناديق.

- **نتائج إختبار** T-Test:

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

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

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

الجدول 07: إختبار (T-test) بين عائد السوق عينة الصناديق المختارة

اسم الصندوق	Mean	S.D	Prob	T-test	
				Tab	Cal
صندوق جدوى للأسهم السعودية فئة –ب-	0.688	4.107	0.000	1.717	6.886
صندوق جدوى للأسهم العربية فئة –ب-	0.688	4.107	0.000	1.717	6.507
صندوق جدوى للأسهم الخليجية فئة –ب-	0.688	4.107	0.000	1.717	6.820
صندوق للأسهم السعودية المرنة **HSBC**	0.688	4.107	0.000	1.7179	7.352

المصدر: من إعداد الباحثان بالإعتماد على البرنامج الإحصائي (EVIEWS 9.5)

من خلال الجدول يتضح بأن قيمة (T) الجدولية (1.717) أقل من قيمة (T) المحسوبة في عينة الصناديق الاستثمارية عند مستوى معنوية 5%، وبما أن (T) المحسوبة أكبر من (T) الجدولية فإننا نرفض الفرضية الصفرية **H0** التي مفادها عدم قدرة الإدارة علة تحقيق عائد يفوق عائد السوق ونقبل الفرضية البديلة **H1**، أي أن الإدارة استطاعت تحقيق عائد يفوق عائد السوق وهو ما يعكس كفاءة وخبرة إدارة الصناديق في تحقيق أهدافها.

4. النتائج والتوصيات:

1.4 النتائج:

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

2.4 التوصيات:

- ضرورة إستحداث أدوات مالية جديدة موافقة للشريعة الإسلامية حتى تساعد صناديق الاستثمار الإسلامية من تحقيق أهدافها بكفاءة أكبر وتمكنها من تنويع محافظها المالية؛
- إنشاء صناديق إستثمار متخصصة لتغطية الصكوك الإسلامية.

5. المراجع

1. عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي. (2017). *إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية*. سوريا: دار الملايين للنشر والتوزيع.
2. محمد علي إبراهيم العامري. (2010). *الإدارة المالية المتقدمة*. الأردن: إثراء للنشر والتوزيع.
3. محمود حسين الوادي وآخرون. (2010). *الاقتصاد الإسلامي*. الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع.
4. منير إبراهيم هندي. (2016). *أدوات الاستثمار في أسواق راس المال*. مصر: المكتب العربي الحديث.
5. نزيه عبد المقصود ، محمد مبروك. (2007). *صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي*. مصر: دار الفكر الجامعي.

1. رياض دهال. (مارس، 2003). الأدوات المالية. *سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط ، العدد 15*.
2. عوجان وليد هويمل. (2012). صناديق الاستثمار الإسلامية (دراسة وتحليل). *المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية ، العدد 01* (المجلد 08).
3. محمد علي القري. (2009). دور صناديق الاستثمار في تمويل البنية التحتية. *أعمال ندوة التعاون بين الحكومة والقطاع الأهلي في تمويل المشروعات الاقتصادية*. جامعة الملك عبد العزيز: مركز النشر العلمي.
1. أبو بكر صفية أحمد. (2005). صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأنواعها. *المؤتمر العلمي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية(معالم الواقع وآفاق المستقبل)، غرفة تجارة وصناعة، المجلد 03*. دبي.
2. عوض عبد الله، صفوت عبد السلام. (ماي 2005). صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي. *المؤتمر العلمي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية(معالم الواقع وآفاق المستقبل)، غرفة تجارة وصناعة دبي، المجلد 03*. دبي.
3. محمد براق. (2012). أداء صناديق الاستثمار المسؤولة إجتماعيا وصناديق الاستثمار الاسلامية. *المؤتمر الدولي الاول حول الاقتصاد الاسلامي الواقع ورهانات المستقبل*. الجزائر: المركز الجامعي بغرداية.
1. Amenc, N. (2002). *Théoric du portefeuille et analyse de sa performance.* Paris: Economica.
2. Bodie.Z, K. &. (2005). *Investment.* McGraw-Hil.

1. *صناديق الاستثمار الإسلامية*. (27 07، 2019). تم الاسترداد من www.arabnakcom.