

تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية - دراسة عينة من الصناديق المدرجة في سوق الأسهم  
السعودي -

**Performance evaluation of the Islamic Investment Funds**

- Study included a sample of Funds listed in the Saudi Stock Market-

أ. حنان شريط، جامعة أم البواقي، الجزائر

تاريخ التسليم: (2017/09/22)، تاريخ القبول: (2017/11/30)

**Abstract:**

The Islamic financial industry has witnessed a remarkable development in recent years, which has contributed to the emergence of Islamic investment funds as a financial institution that collects savings from investors and re-employs them in accordance with the provisions of the Islamic Sharia. This study aims to identify the nature of Islamic investment funds, mechanisms for its establishment and the performance of its functions. The study concluded that Islamic investment funds play an essential role in finding and diversifying opportunities for Muslim and non-Muslim investors, So it must provide an investment and regulatory environment suitable that allows it to develop its performance and raising its returns.

**Key words:** Investment units, Islamic Investment Funds, The Saudi stock market.

**ملخص :**

في السنوات الأخيرة، شهدت الصناعة المالية الإسلامية تطوراً ملحوظاً وهو ما ساهم في ظهور صناديق الاستثمار الإسلامية كمؤسسة مالية تتولى جمع المدخرات من المستثمرين وإعادة توظيفها وفق أحكام الشريعة الإسلامية. وتهدف هذه الدراسة إلى التعرف على ماهية صناديق الاستثمار الإسلامية، آليات إنشائها وأداء وظائفها. وقد خلصت الدراسة أن صناديق الاستثمار الإسلامية تلعب دوراً جوهرياً في إيجاد وتنويع الفرص للمستثمرين المسلمين وغير المسلمين، لذلك لابد من توفير لها بيئة استثمارية وتنظيمية مناسبة تسمح لها بتطوير أدائها ورفع عوائدها.

**الكلمات المفتاحية:** الوحدات الاستثمارية، صناديق الاستثمار الإسلامية، سوق الأسهم السعودي.

**مقدمة:**

يعد المال عصب الحياة في وقتنا الحاضر وضرورة من ضرورياتها لذلك وجب السعي لكسبه والعمل على تنميته، وقد حث الإسلام بل وشدد على ذلك ووضع قواعد وأسس وأحكاما خاصة لكل التعاملات المالية.

في ظل التطورات الاقتصادية والمالية التي شهدتها البشرية في العقود الأخيرة برزت وتنامت الصناعة المالية الإسلامية بكافة مؤسساتها حيث امتد التعامل بها من الدول الإسلامية إلى بقية دول العالم التي وجدت في بعض من الأدوات الإسلامية بديلا يمكن أن يقلص أو يحد من بعض مشاكلها المالية. حيث تعد صناديق الاستثمار الإسلامية من أبرز المؤسسات المالية الإسلامية التي تسعى إلى تحقيق أهداف المدخرين وأصحاب الأموال على اختلاف ميولهم، من خلال جذب الأموال وإعادة استثمارها مع الالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية، لذلك جاءت هذه الدراسة للتعرف على ماهية صناديق الاستثمار الإسلامية ومختلف جوانب عملها وأدائها المالي.

**الإشكالية الرئيسية:**

مما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية التالية:

- ما المقصود بصناديق الاستثمار الإسلامية، وما هو واقع أداءها في سوق الأسهم السعودي؟ وللإجابة على هذه الإشكالية تم طرح الفرضية الأساسية التالية:

صناديق الاستثمار الإسلامية هي مؤسسات تقوم بحشد الأموال من أصحابها وإعادة توظيفها وفق ضوابط مالية وشرعية معينة، وتعمل هذه الصناديق في المملكة العربية السعودية جاهدة قصد تحقيق أفضل أداء من سنة لأخرى.

**أهداف الدراسة:**

تسعى هذه الدراسة للوصول إلى جملة من الأهداف أهمها:

- توضيح مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية والوقوف على أهم أهدافها وأنواعها المختلفة؛
- إبراز مختلف القواعد والضوابط والأسس التنظيمية والشرعية التي تحكم علاقات ونشاط صناديق الاستثمار الإسلامية؛
- إلقاء نظرة على سوق الأسهم السعودي وأداء عينة من صناديق الاستثمار الإسلامية الناشطة فيه.

**أولا: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية.****1. نشأة ومفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية.**

**1.1 النشأة:** يرجع الفضل الكبير للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية في ظهور صناديق الاستثمار الإسلامية، فلقد كان النجاح الذي حققته هذه البنوك والمؤسسات في جذب واستقطاب

الأموال واستثمارها وفقا للأساليب الشرعية دافعا إلى البحث عن أوعية جديدة لجذب واستثمار المزيد من الأموال على أسس شرعية، مما حدا بالحكومة الأردنية إلى استخدام سندات المقارضة الشرعية عام 1981م، ثم تبع ذلك ندوات متعددة أقامتها مجموعة دلة البركة بمشاركة العديد من الفقهاء والاقتصاديين، ومنها الندوة التأسيسية التي انعقدت في تونس في نوفمبر 1984م والتي وضعت الأسس لتأسيس شركتي التوفيق للصناديق الاستثمارية والأمين للأوراق المالية عام 1984م (دوابة، 2016، ص.65).

وقد ظهر أول صندوق استثماري إسلامي داخل بنك تقليدي في عام 1986م بالولايات المتحدة الأمريكية والمتمثل في صندوق أمانة للاستثمار التعاوني ثم انتقلت الفكرة إلى البلدان الإسلامية، فقد استجابت البنوك التقليدية في البلدان الإسلامية للطلب المتزايد عليها من الشعوب الإسلامية، حيث إن كثيرا من المسلمين أحجموا عن الدخول والاستثمار في الصناديق الاستثمارية التقليدية خوفا من الوقوع في المحظورات الشرعية، الأمر الذي دفع البنوك التقليدية إلى الحرص على إنشاء مثل هذه الصناديق لاستقطاب تلك الأموال كما سعت إلى وضع هيئات شرعية تعمل على توضيح لها المحظورات الشرعية التي يجب على إدارة الصندوق الابتعاد عنها وتجنب الوقوع فيها (بن الصيف، 2017، ص.337). أنشأت دلة البركة شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية عام 1992م وبعد ذلك توالى تباعاً إنشاء العديد من الصناديق الإسلامية في الكثير من الدول حتى وصل حجم تعاملاتها بنهاية عام 1996م إلى نحو 1,5 بليون دولار (دوابة، 2016، ص.65).

## 2.1 مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية: تعددت وتتنوع تعريف صناديق الاستثمار

الإسلامية، وفيما يلي أبرز المفاهيم التي حظي بها هذا المصطلح:

**تعرف صناديق الاستثمار الإسلامية على أنها** "صناديق تحقق رغبة صغار المستثمرين فضلا عن كبارهم في توفير أدوات مالية إسلامية تتيح لهم استثمار أموالهم استثمارا شرعيا وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية"

**كما تم تعريفها على أنها:** "هي أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ويُعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها وفقا لصيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة على أن يتم توزيع صافي العائد فيما بينهم حسب الاتفاق، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات واللوائح والنظم الداخلية (كتاف، 2014، ص.297-298).

### ونستخلص من التعريفين السابقين:

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

- تقوم صناديق الاستثمار الإسلامية بمهمة تجميع مدخرات وأموال المستثمرين بغرض توظيفها في استثمارات متنوعة متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
- يتم استثمار أموال الصندوق وفق عقد من عقود التمويل الإسلامية؛
- يلتزم الصندوق في جميع معاملاته بضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية وكذلك بفتاوى وقرارات المجاميع الفقهية المتخصصة؛
- يتم تقسيم رأس مال الصندوق إلى وحدات أي حصص أو صكوك أو أسهم متساوية القيمة يكتتب فيها المشاركون في الصندوق.

انطلاقاً مما سبق يمكن إعطاء تعريف شامل لصناديق الاستثمار الإسلامية كما يلي: " هي مؤسسات مالية إسلامية لها شخصية معنوية مستقلة، تقوم بتجميع المدخرات -مقابل صكوك يتم تملكها للمكتتبين- وتوجيهها نحو الاستثمارات المختلفة، وفق أساليب استثمارية شرعية تبنى أساساً على عقود التمويل الإسلامية، على أن يدار الصندوق من طرف جهة متخصصة تمتلك الخبرة الكافية في مجال الاستثمار وتلتزم بجميع الضوابط الشرعية".

أما عن خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية، فيمكن توضيحها من خلال النقاط التالية (أوبكر، 2015، ص ص 200-201):

- لها شخصية معنوية مستقلة عن أصحاب الوحدات الاستثمارية وعن الجهة المنوطة بإدارتها؛
- تقوم على فكرة المضاربة الجماعية من قبل أصحاب الأموال، حيث تقوم الصناديق بتجميع الأموال من أكثر من فرد أو جهة، والجميع يمثلون من منظور عقد المضاربة (رب المال)، ويمثل الصندوق كشخصية معنوية رب العمل؛
- يلتزم الصندوق في معاملاته بأحكام الشريعة الإسلامية وكذلك بالفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات الفتوى، كما يلتزم بالقوانين والقرارات والتعليمات الصادرة عن الجهات المشرفة على الصناديق مادامت لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية؛
- توظف الأموال طبقاً لمجموعة من الضوابط والمعايير الإسلامية وذلك طبقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية؛
- يحق للمشاركين في الصندوق استرداد قيمة مساهمتهم وفق ضوابط وشروط معينة بما يتناسب مع الاستمرار لمدد مختلفة ويناسب صغار المستثمرين؛
- تعدد الأطراف المرتبطة بالصندوق وتتمثل في معظم الأحيان من المؤسسين والمشاركين والمسوقين وأمناء الاستثمار والإدارة، ويحكم هؤلاء مجموعة من العقود الشرعية والقانونية.

2. أهداف صناديق الاستثمار الإسلامية: تسعى صناديق الاستثمار الإسلامية إلى تحقيق جملة من الأهداف، منها أهداف عامة تتشارك في تحقيقها معظم صناديق الاستثمار، وأهداف خاصة تتعلق أساساً بنشاط كل صندوق على حدا وتختلف باختلاف أنواع صناديق الاستثمار. وفي ما يلي أبرز الأهداف العامة لصناديق الاستثمار الإسلامية (بن الضيف، 2017، ص.346):

–تجميع أموال المدخرين وتوجيهها لمجالات الاستثمار دون الاعتماد على المصارف الإسلامية؛  
 –زيادة الربحية والعوائد لجميع الأطراف المتعاملين مع صناديق الاستثمار الإسلامية؛  
 –إدخال صغار المستثمرين للاستثمار والتعامل مع سوق الأوراق المالية الإسلامية؛  
 –تنشيط سوق الأوراق المالية بصفة عامة والإسلامية خاصة، وهذا في حد ذاته يعتبر هدفاً ووسيلة في نفس الوقت؛  
 –تحقيق مرونة الانتقال بين أدوات الاستثمار المختلفة من صندوق لآخر وفق ما يلاءم المستثمر؛

–تدوير محافظ الأوراق المالية للمصارف الإسلامية، بهدف تحقيق فائدة للمصارف الإسلامية التي يؤسسها وكذلك زيادة فعالية محافظ الأوراق المالية التي يمتلكها المصرف.  
 3. أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية: يمكن تصنيف صناديق الاستثمار الإسلامية وفق عدة اعتبارات ومعايير، أهمها:

### 1.3 من حيث هيكل رأس المال: ونجد نوعين هما:

• **صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة:** وهي الصناديق ذات رأس المال الثابت، فبمجرد انتهاء الإصدار الأولي للوحدات الاستثمارية أو لوثائق الاستثمار، لا يجوز بيع (إصدار) ووثائق أخرى إضافية، وهذا النوع من الصناديق لا يتم بيع أو شراء ووثاقه أو تداوله إلا من خلال سوق الأوراق المالية (شريط، 2012، ص.187)، فعند تأسيس هذا النوع من الصناديق تحدد مدتها وغرضها وحجم رأس مالها بحيث يبقى ثابتاً دون زيادة أو نقصان.

• **صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:** وهي الصناديق التي لا تُحدّد حجم الموارد المالية المستثمرة في ووثاقها من قبل الجمهور ولا تحدد عدد الوثائق المالية المصدرة منها، إذ يجوز لها إصدار وبيع المزيد من الوثائق لتلبية لحاجات المستثمرين، ووحدات هذه الصناديق غير قابلة للتداول بين الأفراد بل تقف إدارة الصندوق وحدها على استعداد دائم لإعادة شراء ما أصدرته من ووثاق إذا رغب أحد مالكي هذه الوثائق في التخلص منها جزئياً أو كلياً (النيفيسة، 2010، ص.94).

### 2.3 حسب نوع النشاط الاستثماري: وتنقسم إلى:

• **صناديق الأسهم الإسلامية:** هي تلك الصناديق التي يقوم المدير فيها بتوجيه الأموال المجتمعة من اشتراكات المستثمرين إلى شراء سلة من أسهم الشركات، يختارها بطريقة تحقق أهداف الصندوق من حيث المخاطرة والعائد (قنطجبي، ص.377).

• **صناديق السلع:** وهي الصناديق التي يكون نشاطها الأساسي يتمثل في شراء السلع بالنقد ثم بيعها بأجل، والسلع المقصودة هي السلع الأساسية التي لها أسواق بورصة منظمة مثل الألمنيوم والنحاس والبتروول وما إلى ذلك (شريك، 2015، ص.184).

### 3.3 من حيث أهدافها: حسب هذا المعيار يمكن تقسيم صناديق الاستثمار الإسلامية إلى ثلاثة

أنواع هي (بن الضيف، 2017، ص.369-370):

• **صناديق الدخل:** وهي الصناديق التي تجعل من الدخل الدوري شبه المستقر هدفاً أساسياً لها، وذلك في نطاق درجة مخاطر قليلة جداً، فهي تستثمر أموال المكتتبين في الصندوق في استثمارات تدر عليها غالباً دخلاً دورياً ثابتاً.

• **صناديق النمو:** وهي الصناديق التي تضع من النمو لا من الدخل هدفاً لها، إذ تهدف هذه الصناديق في الغالب إلى تحقيق النمو في أصولها الرأسمالية، وهو نمو طويل الأجل، وهو عائد مستقبلي كبير بدلاً من العائد الجاري.

• **صناديق الدخل والنمو:** وهي الصناديق التي تعمل على التوافق بين خصائص النوعين السابقين بشكل متوازن، ولهذا سميت أيضاً بالصناديق المتوازنة، إذ تهدف هذه الصناديق إلى المحافظة على أصولها وتحقيق دخل دوري فضلاً على النمو الرأسمالي طويل ومتوسط الأجل، مع أقل قدر من المخاطر السوقية المتوقعة.

### 4.3 من حيث شكل التعاقد: يمكن تصنيف صناديق الاستثمار الإسلامية إلى:

#### 1.4.3 صناديق الاستثمار القائمة على المشاركة.

• **صناديق المضاربة:** وهي الصناديق التي تدار على أساس عقد المضاربة، حيث تقوم الجهة المنشئة للصندوق أو جهة الإصدار بدور المضارب فتجمع مال المضاربة من حصيلة الاكتتاب في الوحدات الاستثمارية المطروحة، ويقوم المشاركون في الصندوق بدور أرباب المال، حيث تشمل نشرة الإصدار على القيود والشروط اللازمة وذلك وفق أحكام المضاربة الشرعية.

• **صناديق المشاركة:** وهي الصناديق التي تدار على أساس عقد المشاركة، حيث تكون الجهة المنشئة لهذا الصندوق شريكة مع أصحاب الوحدات الاستثمارية في موجودات الصندوق، وتتكفل الجهة المصدرة بكافة أمور إدارته.

• **صناديق المزارعة، المغارسة والمساقاة:** وتنشأ هذه الصناديق انطلاقاً من علاقة قائمة على إحدى العقود الزراعية المستمدة من الفقه الإسلامي، حيث تقوم إدارة الصندوق بطرح إصدارات الصكوك من أجل اقتناء أرض زراعية أو اكتراثها بشجرها أو دون ذلك، من أجل استصلاحها أو القيام بعناية بأشجارها من طرف الهيئة المديرة للصندوق، إما مباشرة أو توكيل من ينوب عليها في الأعمال الزراعية، وما ينتج عن هذه الأعمال يقسم حسب ما هو موجود في نشرة الاكتتاب بين الصندوق وحملة إصدارات الصندوق (بن الضيف، 2017، ص.364).

### 2.4.3 صناديق الاستثمار الإسلامية القائمة على عقود الوكالة.

في هذه الحالة ينوب مدير الصندوق عن المستثمرين في إدارة أموالهم والتصرف فيها بما يحقق الربح (عقد وكالة)، ويتقاضى مقابل ذلك أجراً معيناً مقابل إدارته، وتصنف الصناديق القائمة على عقد الوكالة إلى:

• **صناديق الإجارة:** هي صناديق تستخدم الأموال المكتتب فيها في شراء أصول مثل الطائرات والعقارات والسيارات التي يمكن تأجيرها، وتبقى ملكية هذه الأصول في يد الصندوق ويتم تحويل الإيجار من المستخدمين للأصول لصالح الصندوق (العاني، 2010، ص.150).

وتختلف صناديق الإجارة باختلاف نوع عقد الإجارة لأصول الصندوق، فهناك صناديق يقوم استثمارها على عقود الإجارة التشغيلية وصناديق أخرى يقوم استثمارها على عقود الإجارة المنتهية بالتملك.

• **صناديق المrabحة:** تقوم صناديق المrabحة على التمويل بالأجل بطريقة المrabحة وخاصة في أسواق السلع الدولية، فيقوم الصندوق باستخدام حصيلة أموال المكتتبين في شراء كمية من سلعة معينة مثلاً الحديد ثم يبيعها -وفق عقد المrabحة- إلى طرف ثالث غير من اشتراها منه بأجل قصير يتراوح بين شهر وستة أشهر، ويعتبر الفارق بين سعر البيع وسعر الشراء هو الربح المحقق والذي يمثل دخل الصندوق ويتم توزيعه على المكتتبين في الصندوق (قطقجي، 2010، ص.379)، والملاحظ أن أصول هذه الصناديق هي عبارة عن ديون، وعليه فتوفير السيولة في وحدات الصندوق غير جائز شرعاً فهو من قبيل بيع الدين المحرم شرعاً.

• **صناديق السلم:** السلم بيع يؤجل فيه قبض المبيع ويُعجل فيه قبض الثمن، وهو من البيوع الجائزة ويمكن توليد الربح من بيوع السلم في صناديق الاستثمار الإسلامية عن طريق الدخول في عقد سلم بأموال المكتتبين محله بضاعة موصوفة في الذمة تسلم إلى الصندوق في أجل محدد مثلاً 90 يوماً وتكون لها مواصفات معينة محددة في العقد، ولكن الصندوق لا يرغب حتماً في تسلم السلعة كما لا يجوز له بيع بضاعة السلم قبل القبض لأنها دين والدين لا يجوز بيعه. ولذلك فإن الصندوق يدخل في عقد سلم موازٍ بالشروط نفسها مع اختلاف المدة، مثلاً السلم الأول مدته 90

يوما والثاني تكون مدته 30 يوما، ويحقق الربح من خلال فرق السعر بين العقدين نتيجة تغيرات أسعار السوق (قشوط، 2014، ص ص.228-229).

• **صناديق الاستصناع:** وهي الصناديق التي تُستثمر أموالها في تمويل المشاريع الضخمة، ك شراء الآلات أو المباني ونحوها استصناعا، ثم إذا قبض الصندوق تلك الآلات والمباني أعاد بيعها بثمن أعلى، ويكون فرق السعرين هو الربح الذي يتحصل عليه الصندوق(دائلة، ج2، 2012، ص.459).

**ثانيا: آليات عمل صناديق الاستثمار الإسلامية.**

### 1. الأطراف الداخلة في نظام تشغيل صناديق الاستثمار الإسلامية:

يتدخل في عمل صناديق الاستثمار الإسلامية مجموعة من الأطراف هي:

• **الجهة المنشئة(المؤسسة) للصندوق:** قد تكون مصرف إسلامي أو مؤسسة مالية أخرى أو حتى رجال الأعمال؛

• **المشتركون في الصندوق:** وهم الذين يشترون الوحدات الاستثمارية التي يصدرها الصندوق؛

• **إدارة الصندوق:** هي شركة مستقلة أو جهة ذات خبرة ودراية مهمتها توظيف وإدارة أموال

الصندوق وفق ضوابط وأحكام الشريعة الإسلامية؛

• **جهات تسويق الوحدات الاستثمارية:** قد تعهد الجهة المنشئة للصندوق إلى بعض المؤسسات

المالية في إصدار وتسويق الوحدات الاستثمارية مقابل الحصول على عمولة أو أجر وفقا لعقد

الوكالة بأجر، كما قد تعهد إدارة الصندوق إلى بعض المؤسسات المالية أو غيرها لتساعدتها في

استثمار أموال الصندوق في عمليات استثمارية وفقا لعقد الجعالة(قشوط، 2014، ص.232).

### 2. كيفية إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية:

هناك صورتان لإدارة صناديق الاستثمار الإسلامية يجري العمل بهما وهما جائزتان

شرعا(أوبكر، 2015، ص.2016):

• **الإدارة على أساس المضاربة:** وهي التي يحدد فيها المقابل للمدير بصفته مضاربا، بحصة

أي نسبة معلومة من ربح الصندوق؛

• **الإدارة على أساس الوكالة،** وهي التي يحدّد فيها المقابل للمدير باعتباره وكيلًا، بعمولة معينة

أي مبلغ مقطوع أو بنسبة من المساهمات، وهذه النسبة تؤوّل إلى مبلغ مقطوع أو من صافي قيمة

الموجودات.

### 3. أنشطة وعمليات صناديق الاستثمار الإسلامية:

قبل التطرق إلى عمليات صناديق الاستثمار الإسلامية لابد من ذكر أهم مراحل تأسيس

الصندوق، وهي(قنطقجي، 2010، ص.371):

-تقوم الجهة المنشئة للصندوق بإعداد دراسة اقتصادية لنشاط أو مشروع معين لبيان جدواها؛  
-تقوم بتكوين صندوق استثماري وتحدد أغراضه، ونشرة الاكتتاب فيه تشمل كل التفاصيل عن نشاط الصندوق وشروط الاكتتاب فيه وحقوق والتزامات كل الأطراف؛  
-تقسيم رأس مال الصندوق إلى وحدات متساوية القيمة الاسمية يصبح مقتنيها شريكا في ملكية رأس مال الصندوق؛  
-تتلقى الجهة المصدرة للصندوق أموال المكتتبين لاستثمارها في المجالات المحددة في نشرة الاكتتاب.

وتقوم صناديق الاستثمار الإسلامية بعدة عمليات نلخصها في النقاط التالية:

• **التسعير:** يقصد بالتسعير إعلان سعر الوحدات الاستثمارية في صناديق الاستثمار الإسلامية في نظام تأسيسها إن كانت مفتوحة أو مغلقة، فإذا كانت مغلقة لا يقوم المدير بإعلان سعر للوحدات إلا في آخر يوم من عمر الصندوق. أما إذا كان الصندوق مفتوحا فإن المدير يحدد يوما معيناً يسمى يوم التسعير، وفي هذا اليوم يعلن المدير سعر الوحدة الاستثمارية وهو السعر الذي يتم به شراء وبيع الوحدات الاستثمارية (بن الصيف، 2017، ص.353).

• **الرسوم:** تفرض الصناديق رسوما على المشتركين لتغطية جزء من تكاليفها لاسيما المتعلقة بعمليات توظيف الأموال، وتتبنى بعض الصناديق طريقة فرض الرسوم عند الاشتراك وتظهر على صفة زيادة في القيمة الصافية للأصول عند الشراء، بينما تتبنى صناديق أخرى طريقة فرض الرسوم عند الخروج من الصندوق. كما يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته، تصمم طريقة احتساب رسوم المدير بحيث تولد حوافز لديه لتحقيق نمو الصندوق بما يفيد جميع الأطراف (قنطججي، 2010، ص.373-375).

• **التقويم أو التنضيق الحكمي:** نظرا للطابع الجماعي لاستثمار الأموال في الصناديق واستمرار نشاطها عادة لفترات طويلة فإن هذه الصناديق تقوم غالبا بتوزيع أرباحها في فترات دورية، وتتم التوزيعات بطريقتين، الأولى توزيع دفعات تحت الحساب إلى أن تتم التصفية النهائية للصندوق، والطريقة الثانية توزيع الأرباح في فترات دورية محددة بحيث تعتبر كل دورة من دورات توزيع الأرباح مستقلة عن الأخرى، وبناء على ذلك اعتبر الفقهاء التنضيق الحكمي هو الملائم لهذه الطبيعة بديلا عن التنضيق الفعلي أو الحقيقي (دوابة، 2016، ص.281).

• **الاحتياطات:** الاحتياطي هو جزء من الأرباح يتم اقتطاعه وتخصيصه لمواجهة مخاطر الاستثمار، فإذا كان ذلك الاحتياطي لمواجهة حالات الانخفاض في الأرباح عن مستوى معين جاز أن يقطع من الربح الإجمالي، وإذا كان لحماية رأس المال فإنه يقطع من حصة أرباح المال في الربح دون حصة المضارب (قشوط، 2014، ص.240-241).

• توزيع الأرباح والخسائر في الصناديق: يتم توزيع الأرباح في حال تحققها وفق ما تنص عليه نشرة الإصدار، أما في حالة تسجيل خسائر فهي تحتسب على أصحاب الوحدات الاستثمارية بمقدار مساهمتهم في رأس المال.

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

### 1. سوق الأسهم السعودي.

#### 1.1 نبذة تاريخية عن سوق الأسهم السعودي.

ارتبط إنشاء سوق الأسهم السعودي بتأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية عام 1934م، وفي نهاية سبعينيات القرن الماضي عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ نشأت سوق غير منظمة يديرها سماسرة الأوراق المالية يمارسون نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم، فصدر المرسوم الملكي رقم 8/1230 في 1403/7/11هـ بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية وتضمن الإطار التشريعي والمؤسسي الذي يحكم تداول الأسهم في المملكة بشكل رئيسي: نظام الشركات المساهمة والقواعد التنفيذية لتنظيم عمل تداول أسهم الشركات عن طريق البنوك المحلية، إضافة إلى تعليمات مقننة لعمليات بيع وشراء الأسهم عن طريق نظام آلي للتداول. وفي عام 1985م قامت مؤسسة النقد العربي السعودي بإدخال بعض التحسينات في عمليات بيع وشراء الأسهم بتأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم، وكانت عملية تداول الأسهم تتم عبر تبادل الشهادات الورقية عبر البنوك، وفي عام 1990م أدخلت مؤسسة النقد العربي السعودي نظام التبادل الإلكتروني الذي يتم بموجبه تحويل أوامر تداول الأسهم من البنك إلى الحاسب الآلي المركزي التابع للمؤسسة بغرض تدقيق الأوراق المالية وتسجيلها، وفي 2003/07/31م صدر المرسوم الملكي رقم 30 بالموافقة على إنشاء هيئة السوق المالية تكون مسؤولة عن إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات وتطبيق أحكام نظام التبادل الإلكتروني، وفي سبيل ذلك تقوم الهيئة بتنظيم السوق المالية السعودية وتطويرها وتنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها (كحلي، 2011، ص.118).

## 2.1 . تطور أداء سوق الأسهم السعودي للفترة (2010-2016).

جدول رقم(1): يوضح مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي خلال (2000-2016).

العام	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	التغير (%)	قيمة الأسهم المتداولة (مليار ريال)	التغير (%)	عدد الصفقات المنفذة (ألف صفقة)	التغير (%)	مؤشر أسعار الأسهم (نقطة)	التغير (%)
2010	33255,0	41,3-	759,2	39,9-	19536,1	46,4-	6620,8	8,2
2011	48544,6	46,0	1098,8	44,7	25546,9	30,7	6417,7	3,1-
2012	86006,1	77,2	1929,3	75,6	42105,0	64,8	6801,2	6,0
2013	52306,3	39,2-	1369,7	29,0-	28967,7	31,2-	8535,6	25,5
2014	70118,4	34,1	2146,5	56,7	35761,1	23,5	8333,3	2,4-
2015	65920,0	6,0-	1660,6	22,6-	30444,2	14,9-	6911,8	17,1-
2016	67718,1	2,7	1157,0	30,3-	27273,7	10,4-	7210,4	4,3

المصدر: (http://www.sama.gov.sa).

سجلت السوق المالية السعودية أداءً متبايناً في مؤشراتها خلال الفترة (2010-2016)، حيث ارتفع عدد الأسهم المتداولة فيها من 33255,0 مليون سهم سنة 2010 إلى 86006,1 مليون سهم سنة 2012، لتشهد سنة 2013 انخفاضاً حاداً في عدد الأسهم المتداولة فبلغ 52306,3 مليون سهم بقيمة 1369,7 مليار ريال، أما سنة 2014 فقد سجلت قفزة ثانية وارتفعاً ملحوظاً بنسبة تغير في عدد الأسهم المتداولة بلغت (34,1%) لتتخفف سنة 2015 مسجلة نسبة تغير قدرت ب(6-%)، أما سنة 2016 فقد سجلت فيها الأسهم المتداولة انتعاشاً طفيفاً فبلغ عددها 67718,1 مليون سهم بقيمة 1157 مليار ريال.

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

1.2 تقديم عينة الدراسة: تنشط في سوق الأسهم السعودي العديد من صناديق الاستثمار الموافقة للشريعة الإسلامية، حيث تركز هذه الدراسة على عينة من صناديق الاستثمار التي تديرها المصارف الإسلامية، والمصرفين المعنيين هما: مصرف الراجحي ومصرف البلاد. حيث يدير مصرف الراجحي (الراجحي للمالية) 13 صندوق استثماري إسلامي هي: صندوق تنمية رأس المال وتوزيع الأرباح، الصندوق المتوازن المتعدد الأصول، الصندوق المحافظ متعدد الأصول، صندوق أسهم البتروكيماويات والإسمنت، صندوق الأسهم السعودية، صندوق الأسهم السعودية للدخل، صندوق الأسهم الخليجية، صندوق الأسهم العالمية، صندوق الصكوك، صندوق

الطروحات الأولية، صندوق المضاربة بالبضائع بالدولار، صندوق المضاربة بالبضائع بالريال وصندوق النمو المتعدد الأصول.

في حين يدير مصرف البلاد الصناديق التالية: صندوق أسهم المصارف والمؤسسات المالية الخليجية(أموال)، صندوق إثمار الخليج، صندوق إثمار للأسهم السعودية، صندوق الأسهم العقارية الخليجية(عقار)، صندوق الأسهم الكويتية، صندوق البلاد للأسهم السعودية النقية وصندوق المرباح بالريال السعودي(http://www.tadawul.com.sa).

وتم اختيار مجموعة من الصناديق من كل مصرف لتكون عينة الدراسة، هذه الصناديق تتميز بأنها صناديق مفتوحة ناشطة في سوق الأسهم السعودي وقديمة النشأة نسبياً. وفي ما يلي معلومات عن عينة الصناديق المعنية في الدراسة:

جدول رقم(2): يوضح معلومات عن عينة من صناديق مصرفي الراجحي والبلاد.

مدير الصندوق	اسم الصندوق	تاريخ التأسيس	الهدف	العملة الأساسية
مصرف الراجحي من خلال- شركة الراجحي المالية-	صندوق الراجحي للأسهم المحلية	1992/07/12	تتمية رأس المال	ريال سعودي
	صندوق الراجحي للأسهم الخليجية	2005/10/02	تتمية رأس المال	ريال سعودي
	صندوق الراجحي للبتروكيماويات والإسمنت	2007/12/02	تتمية رأس المال	ريال سعودي
مصرف البلاد من خلال- شركة البلاد للاستثمار-	صندوق الأسهم السعودية النقية	2005/02/19	تتمية رأس المال	ريال سعودي
	صندوق أموال	2006/07/01	تتمية رأس المال	دولار أمريكي
	صندوق الأسهم العقارية الخليجية	2007/01/25	تتمية رأس المال	ريال سعودي

المصدر: (http://www.tadawul.com.sa).

### 2.2.2 تقييم أداء عينة الدراسة:

في ما يلي إحصائيات وأرقام تبين مؤشرات أداء صناديق الاستثمار الإسلامية محل الدراسة للفترة(2000-2016).

جدول رقم(3): يوضح مؤشرات أداء صناديق مصرف الراجحي.

السنوات	صندوق الراجحي للأسهم المحلية (الوحدة ريال سعودي)		صندوق الراجحي للأسهم الخليجية (الوحدة ريال سعودي)		صندوق الراجحي للبتروكيماويات والإسمنت (الوحدة ريال سعودي)	
	صافي الموجودات	الأداء %	صافي الموجودات	الأداء %	صافي الموجودات	الأداء %
2010	548504750	13,67	470544542	13,60	135769756	13,83
2011	469447134	1,00	277415696	2,11-	85219189	5,73
2012	198217314	11,37	231004144	9,24	65111948	3,99
2013	484024119	30,48	173635538	27,5	58645074	27,5

14,14-	36214970	3,47	194012232	1,65	422607649	2014
15,43-	28486104	14,37-	132442097	12,81-	323021656	2015
15,53	31956028	2,47	124878516	8,21	317297101	2016

المصدر: (http://www.tadawul.com.sa).

نلاحظ أن أداء صناديق مصرف الراجحي المبينة في الجدول أعلاه قد سجلت مؤشرات أداء متباينة ومتذبذبة طيلة فترة الدراسة، ففي سنة 2010 سجل صندوق الراجحي للأسهم المحلية نسبة أداء إيجابية قدرت بـ 13,67% لكن سرعان ماتهاوت النسبة إلى 1 % سنة 2011، ثم تعافى تدريجياً ليحقق أفضل أداء سنة 2013 قدر بـ 30,48% و صافي موجودات قدر بـ 484024119 ريال سعودي، ليتوالى الانخفاض وبالتالي النتائج السلبية طيلة السنوات اللاحقة بنسب أداء هي على الترتيب 1,65%، -12,81%، 8,21%. نفس الأمر بالنسبة لصندوق الراجحي للأسهم الخليجية والراجحي للبتروكيماويات اللذان سجلا معدلات عائد متذبذبة من سنة لأخرى، حيث كان أفضل أداء لهما سنة 2013 بمعدل 27,5% لكل منهما، أما أعلى معدل خسارة لحقت بهما فكانت سنة 2015 بمعدل -14,37% و -15,53% عل التوالي.

جدول رقم(4): يوضح مؤشرات أداء صناديق مصرف البلاد.

صندوق الأسهم العقارية الخليجية (الوحدة: ريال سعودي)		صندوق أموال (الوحدة: دولار أمريكي)		صندوق الأسهم السعودية النقية (الوحدة: ريال سعودي)		السنوات
الأداء %	صافي الموجودات	الأداء %	صافي الموجودات	الأداء %	صافي الموجودات	
7,71-	2310000	4,56	1638000	8,13	666685000	2010
7,75-	2112000	11,18-	1421000	5,19-	571610000	2011
14,94	2960000	0,1-	1250000	18,35	620545000	2012
35,68	7560000	17,97	1404000	31,97	750196000	2013
19,67	6879000	6,56	1483000	7,23	721277000	2014
6,9-	5310000	8,7-	1337000	0,15-	580012000	2015
7,9	4648000	2,2-	247000	2,1	558097000	2016

المصدر: (http://www.tadawul.com.sa).

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن:

- صندوق الأسهم السعودية النقية حقق صافي موجودات مقداره 666685 ألف ريال سعودي سنة 2010 وسجل معدل أداء إيجابي قدر بـ 8,13% سنة 2010، لكنه تراجع في السنة الموالية مسجلاً معدل

سلبى -5,19%، ثم ما لبث أن حقق ارتفاعا في سنة 2012 و 2013 هذه الأخيرة سجل فيها معدلا قياسيا هو الأعلى بلغ 31,97% وصافي موجودات هو الأفضل على الإطلاق 750196 ألف ريال سعودي، لكنه سرعان ما انهار في السنوات المالية وكان معدل الأداء المسجل في سنة 2016 هو 2,1%.

– صندوق أموال المتخصص في الاستثمار طويل الأجل في أسهم المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية المدرجة في الأسواق الخليجية بدوره سجل معدلات أداء متذبذبة خلال فترة الدراسة، حيث حقق أعلى معدل سنة 2013 وقدر بـ 17,97%، في حين سجل خسائر كبيرة خاصة سنوات 2011، 2012، 2015، 2016 بمعدلات سلبية هي على الترتيب -11,18%، -0,1%، -8,7%، -2,2% .

– صندوق الأسهم العقارية الخليجية سجل خسائر ومعدلات أداء سلبية في سنتي 2010 و 2011 ليتحسن تدريجيا سنة 2012 ويحقق معدل أداء إيجابي قدر بـ 14,94%، ليستمر في نتائجه الجيدة محققا أعلى أداء سنة 2013 بـ 35,68% وصافي موجودات بلغت قيمتها 7560000 ريال سعودي، لكن هذا التحسن لم يستمر في السنوات التي تلت، فانخفض أداء الصندوق إلى -6,9% سنة 2015 و 7,9% سنة 2016.

من خلال ما سبق نستطيع القول أن الصناديق التي تستثمر في الأسهم سواء كانت أسهم محلية أو عربية أو خليجية تتأثر بحركية وظروف سوق الأسهم (حركية مؤشر الأسهم)، فكلما كان اقتصاد الدولة منتعشا فإن ذلك سينعكس إيجابا على أسهم الشركات العاملة فيه، وهو بدوره ما يؤثر على الصناديق الاستثمارية فيرتفع أداءها، ويحدث العكس تماما في حالات انكماش الاقتصاد أو تعرضه لأزمة معينة، كما يتأثر أداء الصناديق أيضا بالظروف الاقتصادية الكلية في الدولة وغيرها من الظروف التي تؤثر بدرجة كبيرة على أداء هذه الصناديق.

### خاتمة:

من خلال هذه الدراسة تم التوصل إلى عدة نتائج أهمها:

- صناديق الاستثمار الإسلامية هي مؤسسات مالية تقوم بادخار أموال الأفراد والجماعات وإعادة توظيفها نيابة عنهم، وتخدم بصفة رئيسية المدخرين الذين يملكون الأموال وتتقصم 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 وتتنوع صناديق الاستثمار الإسلامية وفقا لعدة أشكال ومعايير مما نتج عن ذلك أنواعا مختلفة منها: صناديق مغلقة وصناديق مفتوحة، صناديق الأسهم وصناديق السلع، صناديق المضاربة وصناديق المشاركة وصناديق الإجارة... وغيرها من الأنواع الأخرى ويتم إدارة هذه

الصناديق غالباً وفق عقود المضاربة أو عقود الوكالة، وتتدخل في إنشائها عدة أطراف هي: الجهة المنشئة للصندوق، مدير الصندوق، المشتركون في الصندوق، جهات تسويق الوحدات؛

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

وعلى ضوء النتائج السابقة، نحاول تقديم مجموعة من الاقتراحات من أجل تفعيل نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية، هذه الاقتراحات تتمثل في:

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

- يجب على الدول العربية توفير كافة التسهيلات التشريعية الخاصة بعمل صناديق الاستثمار الإسلامية قصد إعطائها كافة الحوافز للقيام بنشاطها؛

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

**قائمة المراجع.**

#### أولاً- المراجع باللغة العربية.

- أبو بكر، عمر علي.(2015). "صناديق الاستثمار الإسلامية: مفهوماً، أنواعها، وخصائصها-دراسة تأصيلية-"، مجلة جامعة المدينة العالمية (مجمع)، (2).
- العاني، أسامة عبد المجيد.(2010). ط1، "صناديق الوقف الاستثماري: دراسة فقهية اقتصادية"، شركة دار البشائر الإسلامية، بيروت، لبنان.
- النفيسة، عبد الرحمن بن عبد العزيز.(2010). ط1، "صناديق الاستثمار: الضوابط الشرعية والأحكام النظامية"، دار النفائس، عمان، الأردن.
- بن الضيف، محمد عدنان.(2017). ط1، "العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وأثارها التنموية"، دار النفائس، عمان، الأردن.
- دائلة، حسن بن غالب بن حسن.(2012). ج2، ط1، "الصناديق الاستثمارية: دراسة فقهية تطبيقية"، دار كنوز اشبيليا، السعودية.
- دواية، أشرف محمد.(2016). ط3، "صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق"، دار السلام، مصر.
- شرياق، رفيق.(2015). "دراسة الأساليب الاستثمارية للمصارف الإسلامية وأثرها على سوق الأوراق المالية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باجي مختار عنابة.

- شريط، صلاح الدين.(2012). "دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية: دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3.
- قشوط، هشام كامل.(2014). ط1، "المدخل إلى إدارة الاستثمارات من منظور إسلامي"، دار النفائس، عمان، الأردن.
- قنطقجي، سامر مظهر.(2010). "صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية"، دار شعاع للنشر والعلوم، حلب، سوريا.
- كتاف، شافية.(2014)، "دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية: دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف1.
- كحلي، فتيحة.(2011). "تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية: دراسة تجارب بعض الدول العربية"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلي الشلف.
- مبروك، نزيه عبد المقصود.(2009). "صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر.
- ثانيا- مواقع الأنترنت.
- التقارير السنوية لمؤسسة النقد العربي السعودي على الرابط: <http://www.sama.gov.sa>
- <http://www.tadawul.com.sa>.