

## أ. شريط صلاح الدين أ. بن وارث حجيلا

### كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بالمسيلة -

#### - الجزائر

#### عنوان المداخلة:

## دور وتقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية مع دراسة تجربة جمهورية مصر العربية

- ❖ قال الرسول "صلى الله عليه و سلم" "العالم و المتعلم شريكان في الخير وسائر الناس لا خير منهم"
- ❖ وقال الإمام علي كرم الله وجهه " كل وعاء يضيق بما جعل فيه، إلا وعاء العلم، فإنه يتسع"

الحمد لله الذي أحلّ لنا الحلال ليعرفنا فضله ونعمته، وحرّم علينا الخبائث والمحرمات ليجنبنا عذابه ونقمته، سبحانه شرع لنا البيع وجعل فيه الثراء والرخاء، وحرّم الربا، وجعل فيه الدمار والبلاء، وأشهد أن لا إله إلا الله وحده لا شريك له الذي حفظ شريعته من التغيير والنسيان، وجعلها خالدة باقية صالحة لكل زمان ومكان، وأشهد أن سيدنا محمداً عبده ورسوله القائل «إن الله عزوجل يغار، وخيرة الله أن يأتي المؤمن ما حرم الله عليه» □.

#### التمهيد:

لقد كانت تجربة الصناديق الاستثمارية في البلدان الغربية ثمرة تطوير لعمليات الاستثمار عبر قرون عديدة أدت نتيجة الممارسة إلى تطوير أسلوب الاستثمار وأدواته وآلياته وطرقه وصارت عملية الاكتتاب، والاشتراك بتملك ما يقابل المبلغ المدفوع من الأعيان أو المنافع حيث توافر مجال الاستثمار محلياً وعالمياً ميسراً

<sup>1</sup> - رواه البخاري في النكاح (4822)، ومسلم في التوبة (4959) والترمذي في الرضاع (1088)

## المنتدى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

وساحة استثماره واسعة، لذلك تعتبر الصناديق الاستثمارية من حيث أدوات وصيغ الاستثمار الذي أبدعته المؤسسات الاستثمارية الغربية، وتبوأَت بذلك الريادة في مجال الاستثمار المعاصر، وأوصلت مجتمعاتها إلى درجة راقية من الرخاء والتقدم .

وبما أن الاستثمار ليس بالأمر الجديد في حياة الأمم والأفراد، وإنما هو نشاط مرتبط بدرجات متفاوتة حسب ارتقاء الأفراد والجماعات، ومن الملاحظ بأنه بقدر مواكبة الاستثمار لتطورات كل عصر نراه أقدر على النهوض بالمجتمع إلى المستوى الأفضل، وما لم يكن هناك مواكبة لتطورات العصر فسيكون الفارق كما هو بين راكب الدابة والطائرة، لذا رأت البنوك والمؤسسات الاستثمارية الإسلامية من مصلحتها الاستفادة من التجارب العالمية الناجحة حفاظاً على أموال المسلمين وتمييزها وذلك اهتداءً بقواه (ص):  
"الحكمة ضالة المؤمن فحيثما وجدها فهو أحق بها"<sup>2</sup> وقوله (ص) "المؤمن القوي خير وأحب إلى الله من المؤمن الضعيف"<sup>3</sup>

ومعلوم أن الأمة تكون على مستوى عال من الريادة إذا تضافر لديها الإيمان الصحيح والاقتصاد القوي، ونظراً لما يشوب الاستثمار في الصناديق التقليدية من مخالفات لأحكام الشريعة الإسلامية بسبب استمداد أحكامها من الفلسفة الغربية التي لا تميز بين الحلال والحرام، وكان لزاماً على مؤسسات الاستثمار الإسلامي - باعتبارها هي المعنية بتقوية الجانب الاقتصادي في الأمة، وهي المعنية بالدرجة الأولى بالاستفادة من تجارب الأمم الأخرى في مجال الاستثمار - وكان لزاماً عليها لدى اعتماد هذا الأسلوب من الاستثمار القيام بتخليصه من الشوائب والمخالفات الشرعية. ولم ينقض على تجربة الصناديق الاستثمارية الإسلامية سوى فترة وجيزة حتى شقت طريقها للتداول في أسواق المال العالمية وأثبتت نجاحاً ملحوظاً استأثر باهتمام المستثمرين لما حققته من عوائد مجزية وذلك بسبب قيامها على أسس علمية تبدأ من الأسلوب المتميز في تجميع رأس المال وذلك بفسح المجال لأصحاب المدخرات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة في المشاركة مع بيان الحد الأدنى من المال، والحد الأعلى للمشاركة، ثم استثمار هذه الأموال وفق دراسة محكمة مستخدمة طريقة التنويع في مجالات الاستثمار والاختيار المناسب للتنويع الجغرافي في الملائم للاستثمار آخذة بعين الاعتبار المخاطر السياسية ومخاطر تقلبات أسعار الصرف والأسواق . لذلك جاء هذا البحث ليبين ولو الشيء القليل عن آليات والطرق التي تعمل بها إدارة صناديق الاستثمار بالصيغ الإسلامية الشرعية .

وإن الصناديق الاستثمارية اليوم ومع تعدد أنواعها واشتهارها تؤدي وظائف اقتصادية ومالية مهمة للأفراد والمجتمعات، ومن هنا كان الاهتمام بها في هذا البحث، كما أن هذه الصناديق تنقسم إلى قسمين إسلامية وغير إسلامية، ونعني بالإسلامية تلك الصناديق المنضبطة بالضوابط الشرعية وهو محور بحثنا. لهذا تحاول هذه الورقة إلقاء الضوء على موضوع طرق وآليات صناديق الاستثمار الإسلامية مع محاولة دراسة

<sup>2</sup> - سنن الترمذي (2687)، سنن ابن ماجة (4169)، صحيح ابن حبان (2362)

<sup>3</sup> - صحيح الإمام مسلم (2664)، مسند الإمام أحمد (8573)

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

التجربة المصرية. ومن هنا تم طرح التساؤل المحوري التالي: هل يمكن اعتبار الصناديق الاستثمارية الإسلامية قادرة على الأداء وتحقيق نتائج إيجابية بما يتوافق مع الضوابط الشرعية الإسلامية؟  
ومنها تعالج هذه الورقة النقاط التالية:

- ماهية الصناديق الاستثمارية الإسلامية
- نشأة صناديق الاستثمار الإسلامية
- النشاط الاستثماري لصناديق الاستثمار الإسلامية
- أهمية الصناديق الاستثمارية في النظام الاقتصادي الإسلامي
- أنواع الصناديق الإسلامية
- هيئات الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية
- التجربة المصرية في صناديق الاستثمار

### أولاً- ماهية الصناديق الاستثمارية الإسلامية

إن صناديق الاستثمار الإسلامية ليست مجرد وسيط مالي كما هو الحال في صناديق الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمار، والبنوك التجارية التقليدية، وشركات التأمين. بل إن هذه الصناديق بالإضافة إلى ذلك تعتمد على منهج الاستثمار الإسلامي الذي يمزج بين رأس المال والعمل. حيث تقوم المؤسسة المالية " مصرف إسلامي أو شركة تأمين إسلامية " التي ترغب في تكوين صندوق معين من هذه الصناديق بإعداد دراسة اقتصادية لنشاط محدد، وتبين جدوى الاستثمار فيه ثم تقوم بتمويله عن طريق طرحه للاكتتاب العام للجمهور. فالعقد الذي يربط بين إدارة الصندوق والمكتتبين فيه هو عقد المضاربة الشرعية<sup>4</sup>. وبذلك يمكن تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية بأنها : عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين فيه يمثل فيه المكتتبون في مجموعهم رأس المال، فيدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب، فتتولى جميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رب المال المضاربة، وتدفع للمكتتبين صكوكاً بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصة شائعة في رأس المال الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريق مباشر في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة أو بطريقة غير مباشر كبيع وشراء أصول مالية وأوراق مالية كأسهم الشركات الإسلامية. وتوزع الأرباح المحققة حسب نسبة الاكتتاب الملتزم بها كلا الطرفين، وإن حدثت خسارة تقع على المكتتبين بصفتهم "رب المال" ما لم تفرط إدارة الصندوق "المضارب"، فإن فرطت يقع الغرم عليها.

<sup>4</sup> - عزالدين خوجة، الصناديق الاستثمارية الإسلامية، مطبوعات مجموعة دلة البركة، جدة، 1994، ص: 13- 15

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

### ثانياً- نشأة صناديق الاستثمار الإسلامية:

إن فكرة ظهور الصناديق الاستثمارية الإسلامية وانتشارها ونموها نابع من نفس الفكرة التي أدت لظهور البنك الإسلامي، إلا أن الصندوق يعتمد في استثماراته لأموال الآخرين بأن ميزانيته مستقلة تماما عن ميزانية البنك لأن الصناديق غير مضمونة على البنك، وما عدا ذلك فإن فلسفة تأسيس كل منهما واحدة. لأن العلاقات بين أطراف هذه الصناديق تعتمد على علاقة الصندوق بأرباب الأموال بعقود المضاربة، أو الوكالة بالاستثمار وفق ضوابط والأحكام الشرعية.<sup>5</sup>

أما أول صندوق استثماري كان في الخليج وبالضبط في السعودية وتم إنشائه من طرف البنك الأهلي التجاري في عام 1979 م، وكان صندوقا استثماريا قصير الأجل بالدولار الأمريكي، ولم يكن وفق الضوابط الشرعية، لأن البنك آنذاك كان ربويا، يتعامل وفق نظام الفائدة ولكنه قد تحول الآن إلى مصرف إسلامي، ثم تطور الوضع في السنوات العشر الأخيرة حتى بلغت الصناديق الاستثمارية في نهاية عام 2010م في السعودية فقط 200 صندوقا استثماريا، ومبالغ الاستثمار فيها أكثر من أربعة وثلاثين بليون ريال، وعدد المستثمرين فيها يزيد عن 70 ألف مستثمر، ثم تنامت الصناديق الاستثمارية بشكل مضطرب حتى بلغت إصدارات الصناديق الاستثمارية الإسلامية في منطقة الخليج وبعض الدول العربية حتى الربع الأول لعام 2010 م، 24 مليار دولار، وبلغ متوسط النمو فيها في دول الخليج فقط حوالي 43 % سنويا منذ عام 2001 حتى عام 2010.

كما اهتمت البنوك التقليدية الغربية بإقامة صناديق استثمارية إسلامية تدار من قبلها وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية منذ منتصف العقد الثامن من القرن العشرين، وأول تجربة ظهرت إلى الوجود في هذا المجال كانت عام 1988م بتأسيس " صندوق الاستثمار الإسلامي المحدود " ( The Islamic Management Fund Limited ) في جزيرة ( جرنسي ).<sup>6</sup>

وفي عام 1995م تم تأسيس صندوق " الواحة الإسلامي " بإدارة المصرف الاستثماري البريطاني المعروف بـ " Robert Fleming " في لوكسمبورج، وكان هذا الصندوق متخصصاً في الاستثمار في أسهم الشركات الصناعية العالمية .

وفي عام 1996م أسس المصرف البريطاني : ANZ في جرنسي صندوقاً استثمارياً إسلامياً تحت إسم " صندوق المضاربة الدولية الأول المحدود " ( First ANZ International Modaraba Limited (FAIM) )

<sup>5</sup> - المؤتمر العالمي للصناديق الاستثمارية الإسلامية المنعقد في البحرين في شهر سبتمبر، مطبوعات المؤتمر، البحرين، 2006، ص: 14

- مصطفى إبراهيم محمد مصطفى، تقييم ظاهرة تحول البنوك التقليدية للمصرفية الإسلامية دراسة تطبيقية عن تجربة بعض البنوك السعودية،<sup>6</sup> رسالة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، قسم الاقتصاد الإسلامي، مركز صالح كامل بجامعة الأزهر، القاهرة، 2006، ص: 36

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

كصندوق متخصص في الإجارة التمويلية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، كما أسس سيتي بنك صندوقاً استثمارياً متخصصاً في الأسهم العالمية في لوكسمبورج باسم (Citi Islamic Port Folies).  
في عام 2001 وقع بنك باريبا الفرنسي مع بيت التمويل الكويتي مذكرة تفاهم لإنشاء صندوق لسوق مالية إسلامية بقيمة مليار دولار.

كما تم تطوير مؤشرات أسهم إسلامية من قبل مؤسسات دولية معروفة مثل " داو جونز " " Dow Jones Islamic Index " " فايننشال تايمز " .

### ثالثاً- النشاط الاستثماري لصناديق الاستثمار الإسلامية

تقدم أن العلاقة التعاقدية في صناديق الاستثمار الإسلامية قائمة على أساس عقد المضاربة الشرعية. فالمؤسسات المالية الإسلامية التي تنشئ هذه الصناديق وتتولى إدارتها<sup>7</sup> تقوم بدور المضارب. والمستثمرون في مجموعهم يمثلون رب المال وفي الواقع يعتبر دور المؤسسة المالية المصدرة لصكوك المضاربة الخاصة بهذه الصناديق دوراً مقيداً بالشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار، فهي تقوم باستثمار حصيلة الأموال المتجمعة لديها في أوجه التوظيف المختلفة ضمن النشاط لعام المحدد والمتفق عليه ضمن هذه النشرة. ويشمل هذا النشاط مجالات وقطاعات استثمارية متعددة ومتنوعة، فنجد هذه الصناديق يتخصص نشاطها في بيع وشراء الأسهم أو في المرابحات والمتاجرة بالسلع أو في التأجير أو في التنمية العقارية، وغير ذلك من أوجه النشاطات والاستثمارات المتعددة. ومن هنا فإن المستثمر في صناديق الاستثمار الإسلامية يستفيد من اختيار المجالات والأنشطة التمويية التي يفضلها وتحقق رغباته الاستثمارية، وتتم مراحل النشاط الاستثماري في صناديق الاستثمار الإسلامية بالمراحل الآتية:

أ - قيام المؤسسة المالية الراغبة في إنشاء صناديق الاستثمار بالبحث عن مشروعات اقتصادية معينة أو نشاط معين، وإعداد للجدوى الاقتصادية للاستثمار فيها.

ب- بعد ذلك تقوم بتكوين صندوق استثماري وتحدد أغراضه، ونعد نشرة الإصدار التي تتضمن كامل التفاصيل عن نشاط الصندوق، ومدته وشروط الاستثمار فيه، وحقوق والتزامات مختلف الأطراف المشاركة فيه.

ج- تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى صكوك مضاربة (وحدات) متساوي القيمة الاسمية وطرحها للجمهور للاكتتاب فيها، ويعتبر كل مكتب في هذه الصكوك شريكاً بحصة شائعة في رأس مال الصندوق بنسبة العدد الذي يمتلكه منها. وتصدر هذه الصكوك عادة باسم مالكها وليست لحاملها، ويجوز تداولها والتصرف فيها بالبيع والهبة والرهن وغير ذلك من التصرفات المقررة شرعاً للمالك.

<sup>7</sup> - الشيبلي يوسف عبدالله، الخدمات الاستثمارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك بن سعود الرياض، السعودية، 2005

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

د- بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق أموال المكتتبين وتجميعها، تبدأ باستثمارها في المجالات المحددة في نشرة الإصدار وعند تحقق الأرباح تقوم بتوزيعها على أصحاب صكوك المضاربة بالنسبة والكيفية المتفق عليها، كما تتولى تصفية الصندوق في الموعد المحدد لذلك.

### رابعاً- أهمية الصناديق الاستثمارية في النظام الاقتصادي الإسلامي<sup>8</sup>:

1- إن الصناديق الاستثمارية إنما وقع لها القبول ضمن اتجاه عام في النشاط المصرفي تضمن اتجاه أرباب الأموال إلى تحمل مخاطر العمل الاستثماري مباشرة وانصراف رغباتهم عن توسيط المصارف لعزل المخاطرة.

قليلون هم الذين يدركون أن البنوك الإسلامية كان لها قصب السبق وفضل الريادة في توطيد هذا الاتجاه. ذلك أن نموذج المصرف الإسلامي معتمد على نفس الفكرة الأساسية التي تمثل تطوراً في الوساطة المالية. فعقد المضاربة الذي اعتمد عليه عمل البنوك الإسلامية، لا يجعل المصرف مقترضاً من أرباب الأموال، كما لا يولد علاقة مديونية بين المصرف ومصادر أمواله.

2- إن إنشاء بنك إسلامي في بلد اليوم يحتاج إلى سن قانون جديد إذا لم يكن القانون موجوداً، أو إصدار قانون خاص. إلا أن إنشاء صندوق استثماري هو أمر ممكن في ظل القوانين المنظمة لهذه الصناديق في أي مكان من العالم لأن تلك القوانين أخذت باعتبار ما أن الغرض الأساسي من الصناديق هو تلبية تفضيلات ورغبات المستثمرين الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية وشركات الاستثمار. ولما كان هدفنا هو في النهاية رفع بلوى الربا عن مجتمعاتنا الإسلامية، فبأي وسيلة تحقق الهدف فهذا أمر حسن وإنجاز لا يستهان به ومن هنا فالصناديق الاستثمارية بالغة الأهمية في مرحلة تطورنا الحالية.

3- لا ريب أن البنوك الإسلامية قد نمت وتزايد عددها حتى بلغت 100 أو أكثر من ذلك ولكن لو نظرنا إلى القطاعات المصرفية في بلاد المسلمين لوجدناها تتكون من آلاف البنوك التي تعمل بالفائدة. ولذلك فإن أي مشروع يستهدف رفع بلوى الربا عن المجتمعات المسلمة يجب أن يأخذ باعتباره أنه ما لم يكن لهذه الآلاف المؤلفة من البنوك القائمة التي ترتبط بها مصالح ملايين المسلمين ما لم يكن لها دور مباشر بهذا المشروع ففرص نجاحه قليلة. ولا ريب أن للصناديق الاستثمارية أهمية بالغة في هذا المجال لأنها تمثل أول تذوق للبنك الربوي للعمل المصرفي الإسلامي يستطيع من خلاله إنشاء صندوق استثماري ان يختبر حقيقة ما ندعي من أن المسلمين دائماً يفضلون الحلال من الحرام ويتعرف على طبيعة المعاملات المنضبطة شرعياً ويذوب الجليد بينه وبين فكرة العمل المصرفي اللاربوي.

4- وتتميز الصناديق الاستثمارية على النوافذ في البنوك التقليدية أن الخلط الذي يتخوف منه كثير من الناس لا يقع فيها لأن لها ميزانية وحسابات مستقلة تماماً عن البنك والقوانين تمنع الاختلاط بين

<sup>8</sup> - هشام جبر، ورقة بحثية بعنوان "الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة"، المؤتمر العالمي الأول تحت عنوان صناديق الاستثمار الإسلامية، المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، 8-9 ماي 2005، جامعة النجاح، فلسطين، ص: 18- 19



## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**أليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

أمواله وأموال الصندوق مع كونه شركة مالية لا تكاد تختلف عن البنك ولا حدود لنموها وحجمها وهي بخلاف النواخذ لا تحتاج إلى أن يغير البنك هيكله الإداري أو نظام عمله.

**5-** ولهذه الصناديق أهمية في نقل الرساميل بين المجتمعات الإسلامية، ذلك أن الانتقال العظيم للرساميل لغرض الاستثمار في العقدين الماضيين إنما كان بصفة أساسية باستخدام صيغة الصناديق الاستثمارية. فهذه الاستثمارات الأجنبية في دول شرق آسيا والصين التي تدل الإحصاءات على أنها تقارب 500 مليار دولار، إنما جرى استقطابها من ملايين المستثمرين عن طريق صناديق الاستثمار المتنوعة والمتخصصة.

### خامساً- أنواع الصناديق الإسلامية

تنقسم صناديق الاستثمار الإسلامية إلى قسمين شأنها في ذلك شأن الصناديق التي تنشئها المؤسسات المالية التقليدية : صناديق مفتوحة، وصناديق مغلقة، لكن هناك العديد من صناديق الاستثمار الإسلامية التي يلتزم المدير فيها بالضوابط الشرعية، التي تظهر في نشرة الإصدار الخاص بكل منها، وتقوم البنوك الإسلامية وغير الإسلامية بتسويق هذه الأنواع من الصناديق □: ومن هذه الأنواع:

#### **1- صناديق الأسهم الإسلامية:** ظهرت صناديق الاستثمار الإسلامية بالأسهم استجابة لرغبات ذوي

الالتزام من المسلمين الذي يحرصون على المباح من الدخل، يقوم عمل الصندوق على مبادئ أساسية:

- الاستثمار في أسهم الشركات التي يكون نشاطها مباحا، لتحقيق أرباحا من زيادة أسعار أسهم هذه الشركات، إلا أن الفقهاء اختلفوا في الشركات التي أصل عملها مباح، ولكنها تمارس بعض الأعمال المحرمة كأن تقتصر بفائدة، أو تودع أموالها بفائدة. حيث رأى البعض عدم الاستثمار في أسهمها، والرأي الثاني يرى إمكانية الاستثمار في أسهمها، وعلى مدير الصندوق أن يحسب الدخل الناتج عن أعمال محرمة، ويستبعده من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق، ومخاطر الاستثمار في هذه الصناديق عالية.

- أن لا يمارس المدير في الصندوق عمليات غير جائزة مثل البيع القصير للأسهم أو الخيارات المالية أو الأسهم الممتازة.

#### **2- صناديق السلع:** يعتبر نشاط صناديق السلع الأساسي شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، تتجه

هذه الصناديق بصفة أساسية إلى أسواق السلع الدولية، ولصناديق الاستثمار في السلع الإسلامية ضوابط منها أنها تقتصر على السلع المباحة وتلك التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل، فيستثنى من السلع الذهب والفضة. ويمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل أو المربحة أو السلم وكل هذه الصيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع الدولية، ولصناديق السلع نوعان:

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

أ- **صناديق المربحة:** تقوم صناديق المربحة على التمويل بالأجل بطريق المربحة وبخاصة في أسواق السلع الدولية. فيقوم الصندوق بشراء كمية من سلعة الحديد مثلاً بالنقد، ثم بيعها إلى طرف ثالث (غير من اشتراها منه) بالأجل. ويكون الأجل قصيراً في الغالب يتراوح بين شهر وستة أشهر. ويستفيد من عمليات التمويل الشركات المتعاملة في أسواق السلع لتمويل المخزون، ومصافي البترول لتمويل حصولها على الخام وشركات المواد الأولية كالسكر ونحوه.

ب- **صناديق السلم:** السلم بيع يؤجل فيه قبض المبيع ويعجل فيه قبض الثمن، ويمكن توليد الربح من بيع السلم في الصناديق الاستثمارية عن طريق الدخول في عقد سلم محله بضاعة موصوفة في الذمة كالقمح أو الشعير أو الزيوت... الخ.

3- **صناديق التأجير:** يعتمد عمل صناديق التأجير على امتلاك الصندوق للأصول المؤجرة مثل المعدات والسيارات والطائرات وأحياناً العقار. وتولد الدخل من الإيرادات الإيجارية، وتختلف الصناديق باختلاف عقود الإيجار لأصول الصندوق، فبعضها يقوم على عقد الإيجار المعتاد. وهنا يتحمل الصندوق مخاطرة ثمن الأصول عند انتهاء العقود، وربما كان على صفة الإيجار المنتهي بالتمليك وفي هذه الحالة تغطي الإيرادات قيمة الأصل كاملاً.

### سادساً- هيئات الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية

هناك ضرورة حتمية لخضوع معاملات وأعمال صناديق الاستثمار الإسلامية للرقابة الشرعية والمالية، رقابة شرعية حيث " يجب على الإدارة العليا لبرنامج الاستثمار الجماعي الإسلامي التأكد من وضع نظم وآليات مناسبة وفعالة للمتابعة السابقة واللاحقة للالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها"<sup>10</sup>، و رقابة مالية " توجب أن يكون على عمليات الصندوق رقابة فعالة متعددة المقاصد والجوانب للاطمئنان على المحافظة على الأموال وتميئتها وتحديد الحقوق بالعدل، و دليل ذلك من الكتاب قول الله تعالى: "وَلْيَكْتُب بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ" البقرة 282". ومنه فمفهوم الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية ومجالاتها كالآتي:

أ- **مفهوم الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية:** تتمثل الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية في "متابعة ومراجعة وفحص وتقويم كافة المعاملات والتصرفات والأعمال التي تقوم بها تلك الصناديق للاطمئنان من أنها تتم وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وكذلك طبقاً للفتاوى والقرارات والتوصيات المعاصرة الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات ومجالس الفتوى، وبيان المخالفات، وتحليل أسبابها، ثم تقديم المعالجات الشرعية لها مقرونة بالتوصيات والإرشادات اللازمة لتطوير الضبط

<sup>10</sup> - المبدأ 3: المبادئ الإرشادية لضوابط برامج الاستثمار الجماعي الإسلامي، مجلس الخدمات المالية الإسلامية، جانفي 2009، [www.ifsb.org](http://www.ifsb.org)  
"يعتبر هذا المجلس هيئة دولية مرجعية تضع معايير لتطوير وتعزيز صناعة الخدمات المالية الإسلامية."



## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

الشرعي إلى الأفضل<sup>11</sup> وذلك بتقديم تقارير دورية تثبت ما إذا كانت إدارة الصندوق قد التزمت في معاملاتها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

ب- مجالات الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية : تخضع كافة معاملات وعمليات الصناديق للرقابة الشرعية والتي تتمثل في الآتي<sup>12</sup>:

- الرقابة الشرعية على عمليات إصدار الوحدات (الصكوك) (الاستثمارية والتأكد من استيفاء شروط عقد المضاربة من الناحية الشرعية وأنها لا تتضمن أي بنود غير جائزة شرعا ، ويجب على هيئة الرقابة القيام بالعملية قبل الإصدار لمراجعة شروطه.

- التدقيق الشرعي على عمليات شراء الأوراق المالية وتكوين محفظتها والتأكد من أنها لا تتضمن أي أوراق محرمة شرعا ، وكذلك عمليات الاستثمار في مشروعات استثمارية مباشرة والتأكد من أنها تتم وفقاً لصيغ ومعايير الاستثمار الإسلامي.

- التدقيق الشرعي على عمليات التقويم الدوري لقيمة الوحدات الاستثمارية ، والاطمئنان من أنه قد اتبعت الأسس والمعايير الإسلامية ولاسيما الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

- التدقيق الشرعي على عمليات استبدال الوحدات الاستثمارية والاطمئنان من أنها قد تمت وفقاً للمعايير الشرعية الصادرة عن الهيئة.

- التدقيق الشرعي على عمليات تحديد وقياس أرباح / خسائر نشاط الصندوق والتأكد من أن التوزيع قد تم وفقاً لشروط عقود المضاربة والوكالة.

- التأكد من شرعية الإيرادات والتأكد من أنها لا تتضمن أي كسب حرام أو خبيث ، وإن وجد فقد جُنب في حساب مستقل تمهيداً للتخلص منه في وجوه الخير حسب الفتاوى الشرعية الصادرة في هذا الشأن.

- التأكد من شرعية النفقات، والتأكد من أنها لا تتضمن بنود إسراف أو تبذير أو ترف أو بنود لا تخص نشاط الصندوق.

### سابعاً- التجربة المصرية

#### 1- نشأة صناديق الاستثمار في مصر

نشأت صناديق الاستثمار في مصر تحت مظلة قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم (95) لسنة 1992 ، من أجل إيجاد أدوات جديدة تعمل على تنشيط سوق المال في مصر وهي الشركات العاملة في مجال

<sup>11</sup> ، 245 العدد الإسلامي، الاقتصاد مجلة الإسلامية، صناديق الاستثمار على والمالية الشرعية الرقابة لتفعيل مقترح منهج شحاتة، حسين - حسين<sup>11</sup> ، 9، ص: 20019، مصر، الأزهر، جامعة

<sup>12</sup> - المرجع أعلاه، ص: 20

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

الأوراق المالية، حيث نصت المادة "27" منه على أن المقصود بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية هي الشركات التي تباشر نشاطا أو أكثر من الأنشطة التالية :

- ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية.
- الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراق مالية أو في زيادة رؤوس أموالها.
- رأس المال المخاطر.
- المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.
- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
- السمسرة في الأوراق المالية.

### 2- مفهوم صناديق الاستثمار في مصر:

لقد حدد قانون رأس المال في جمهورية مصر العربية برقم 95 لسنة 1992 شكلين لمباشرة نشاط صناديق الاستثمار وهي: □□

- الشكل الأول: صناديق الاستثمار التي تؤسس في شكل شركة توصية بالأسهم لمزاولة نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، وهي بذلك تعتبر كيانا قانونيا قائما بذاته وله شخصيته الاعتبارية الخاصة به.
- الشكل الثاني: صناديق الاستثمار التي أجاز القانون الترخيص للبنوك وشركات التأمين بمباشرته ولكن بصفة مستقلة عن أنشطتهم المصرفية أو التأمينية، بحيث تكون أموال الصندوق واستثماراته وأنشطته مستقلة عن أموال المصرف أو شركة التأمين.

وبناء عليه فإن صناديق الاستثمار في مصر هي صناديق تتشبه المصارف أو الشركات المساهمة وتديرها شركات مساهمة مستقلة ذات خبرة وكفاءة في إدارة صناديق الاستثمار، بهدف تجميع الأموال من الأفراد والمؤسسات مقابل إصدار وثائق الاستثمار، واستخدام الأموال المجمعة، بما يحقق التنوع الكفاء والعائد المناسب لحملة الوثائق .

### 3- الضوابط العامة لصناديق الاستثمار:

تتمثل الضوابط العامة التي تحكم صناديق الاستثمار طبقا لقانون سوق المال ولائحته التنفيذية فيما يلي:

- 1- يجب أن تتخذ صناديق الاستثمار شكل المساهمة كما يجوز للبنوك وشركات التأمين بترخيص من هيئة سوق المال وبعد موافقة البنك المركزي أو الهيئة المصرية العامة للرقابة على التأمين أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الاستثمار بشرط أن تكون لها حسابات مستقلة عن الأنشطة الأخرى، بجانب الدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة ذلك النشاط.

<sup>13</sup> - الحسني، أحمد، صناديق الاستثمار: دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص:6.

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

- 2- يجب أن يكون رأسمال الصندوق مبلغا نقديا بحد أدنى خمسة مليون جنيه مصري كرأس مال مصدر مدفوعا بالكامل ولا يجوز المساهمة في الصندوق بحصص عينية ومعنوية، أما صناديق الاستثمار المباشر فلا يقل رأس المال النقدي المدفوع بالكامل عن عشرة مليون جنيه.
- 3- يجب أن يكون غالبية مجلس الإدارة من غير المساهمين في الصندوق أو المتعاملين معه أو ممن تربطهم له علاقة أو مصلحة، ويحدد النظام الأساسي للصندوق طريقة تعيين هذه الغالبية، وكيفية مشاركة حملة الوثائق في اختيار هؤلاء الأعضاء، على أن يتم تشكيل مجلس الإدارة خلال صدور ترخيص مزاوله النشاط، ويدير الصندوق خلال هذه الفترة مجلس إدارة مؤقت يحدد النظام الأساسي كيفية اختياره.
- 4- يصدر الصندوق أوراقا مالية تسمى استثمار اسمية بقيمة واحدة مقابل الأموال التي يتلقاها من المستثمرين الذين يشاركون في نتائج الاستثمارات على أن يتم الاكتتاب عن طريق أحد البنوك المرخص لها بذلك، ويجب ألا تقل قيمة الوثيقة عن عشرة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيهها، ويجب إصدار الوثائق دفعة واحدة، ويحدد النظام الأساسي لشركة الصندوق الحد الأقصى لقيمة الوثائق بما لا يزيد عن عشرة أمثال رأس المال المدفوع، وبالنسبة لصناديق البنوك وشركات التأمين فلا تزيد قيمة الوثائق عن عشرين مثل المبلغ المخصص لمباشرة النشاط، على ألا يقل ما يطرح للاكتتاب العام عن 30% من مجموع الوثائق المرخص بها ألا يقل عدد المكتتبين عن 150 مكتتب مع مراعاة انه يتم شطب قيد الوثيقة من الجداول الرسمية ونقلها إلى جداول غير الرسمية إذا انخفض عدد مالكيها عن مائة مستثمر لمدة تجاوز ثلاثة أشهر متصلة أو منفصلة خلال السنة المالية، وكذلك تشطب الوثيقة في حالة عدم الالتزام الشركة المصدرة لها بالإفصاح المحدد بقواعد القيد وذلك بعد مضي ثلاثة أشهر من إخطارها بعدم تنفيذها لالتزاماتها.
- 5- يتم استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية بصفة رئيسية وقد يستثمر جزء منها في القيم المنقولة أو غيرها من مجالات الاستثمار وبترخيص من هيئة سوق المال وفي حدود التي يقررها، على أن تقدم دراسة تتضمن بيانا بمجالات القيم المنقولة وغيرها من المجالات التي يرغب في الاستثمار فيها ومبررات ذلك والنتائج المتوقعة، ولا يجوز مزاوله الأعمال المصرفية وخاصة إقراض الغير أو ضمان العملاء أو المضاربة في العملات والمعادن النفيسة، كما لا يجوز الاقتراض بما يجاوز 10% من قيمة الوثائق القائمة على أن يكون اقراض قصير الأجل وبموافقة البنك الذي يحتفظ لديه الصندوق بالأوراق المالية التي يستثمر أمواله فيها، بجانب ضرورة مراعاة الضوابط التالية التي تحكم استثمارات الصندوق:
  - أ- يجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب السياسة الاستثمارية للصندوق
  - ب- يشترط ألا تزيد نسبة الأموال المستثمرة في شراء أوراق مالية لشركة واحدة عن 10% وبما لا يجاوز 15% من أوراق تلك الشركة.
  - ج- يشترط ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في الوثائق الاستثمار التي تصدرها الصناديق الأخرى عن 10% من أموالها وبما لا يجاوز 15% من أموال كل صندوق مستثمر فيه.

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

د- لا يجوز لصندوق البنك أو شركة التأمين استثمار أمواله في صناديق الاستثمار الأخرى المنشأة بأي منها أو في صناديق الاستثمار التي تنشئها أو تساهم فيها البنوك أو يساهم فيها ذات البنك أو شركة التأمين.

ه- يجب أن يحتفظ الصندوق بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات الاسترداد.

6- يجب أن يحتفظ الصندوق بالأوراق المالية التي يستثمر فيها أمواله لدى أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي على ألا يكون البنك مالكا أو مساهما في الشركة المالكة للصندوق أو الشركة التي تدير نشاطه، ويستثنى من ذلك صناديق البنوك التي يمكنها الاحتفاظ بالأوراق المالية لدى نفس البنوك المنشئة لها على أن يقدم الصندوق بيانا معتمدا من البنك بهذه الأوراق إلى الهيئة العامة لسوق المال.

7- ينقضي الصندوق إذا انخفض عدد وثائق الاستثمار إلى 50% من إجمالي الوثائق المكتتب فيها، ما لم يقرر أغلبية حملة الوثائق استمراره في اجتماع تدعو إليه الجهة المنشئة له ويحضره ممثل هيئة الاستثمار، وفي جميع الأحوال ينقضي الصندوق إذا انخفض عدد الوثائق عن 25% من العدد المكتتب فيه.

#### 4- آليات قياس أداء صناديق الاستثمار في مصر □□:

هناك عدة آليات ومؤشرات لقياس أداء الصناديق الاستثمارية، تقوم فكرة هذه المؤشرات على ترجيح عوائد صناديق الاستثمار بالمخاطرة المنطوية على تحقيق تلك العوائد، وذلك أن المديرين قد يتبعون استراتيجيات استثمارية ذات مخاطرة عالية للحصول على عائد أعلى، ومنها المقاييس التقليدية الأكثر تداولاً في السوق العالمية التي تعتمد على مقارنة أداء الصندوق مع أداء محفظة السوق، وأشهرها:

- مؤشر جنسن Jensen الذي يعتمد على مقارنة عائد الصندوق مع عائد محفظة السوق.

- مؤشر شارب Sharpe ويمثل نسبة المكافأة إلى التقلب ويقصد بالمكافأة الفرق ما بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطرة، منسوبة إلى التقلب لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية أي الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية.

- مؤشر ترينور Treynor الذي يعتمد على إمكانية السيطرة على المخاطر غير المنتظمة بواسطة التنويع الجيد. وتم اختيار هذا المقياس بحكم جل الصناديق المتداولة في السوق المصرية تعتمد.

#### أ- التعريف بنموذج ترينور: Treynor

يعد من النماذج الشهيرة المستخدمة في تقييم الأداء لصناديق الاستثمار والتي تأخذ في الاعتبار عنصر العائد وعنصر المخاطر معا. فالصندوق الذي يحقق عائدا أعلى من الصناديق المماثلة قد يكون مرتبطاً بمستوى أكبر من المخاطر. حيث يتم تقسيم مخاطر السوق إلى نوعين:

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

أ- مخاطر منتظمة: تلك المخاطر التي تصيب السوق المالي ولا يمكن تجنبها، فجميع المؤسسات والشركات العامة بالسوق تتعرض لتلك المخاطر، مثل مخاطر التضخم والتقلبات في أسعار الفائدة والتأثيرات العكسية من إفرازات العوالة المالية...إلخ.

ب- مخاطر غير منتظمة: تلك المخاطر التي تصيب بعض المنشآت ولذلك يمكن تجنبها والتخلص منها من خلال قيام الإدارة الرشيدة بالتنوع في الاستثمارات، بحيث أن يؤدي هذا التنوع إلى تحقيق معاملات ارتباط سلبية بين عوائد الاستثمارات.

وقد ركز ترينور عند تقييم أداء صناديق الاستثمار على المخاطر المنتظمة التي تصيب جميع وحدات السوق، واستخدام ترينور المعادلة التالية لقياس كفاءة الصندوق.

$$R_i = \frac{V_c - V_r}{\beta} \times 100$$

حيث أن:  $V_c$ : معدل العائد على الاستثمار بالصندوق.  $V_r$ : معدل العائد الخالي من المخاطر.  
B: معامل بيتا، مقياس للمخاطر المنتظمة.

ب- تطبيق نموذج ترينور على دراسة الحالة: Treyor

ب- أ- خطوات التحليل:

1- تم تجميع الأسعار الأسبوعية لوثائق صناديق الداخلة في الدراسة خلال فترة التحليل معدلة بالتوزيعات وكذلك قيم المؤشر العام لهيئة سوق المال الأسبوعية المناظرة لأسعار وثائق صناديق الاستثمار الأسبوعية، ومنها تم حساب العوائد الأسبوعية لكل من صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية.

2- جاءت الدراسة ما بين سنة 2005 - 2011، لكن تم استثناء سنتي 2008 و 2011. السنة الأولى كانت بسبب تأثر البورصة المصرية بالأزمة المالية العالمية، حيث جاءت جل النتائج سالبة وبخسائر فاقت نسبة 53% من سوق البورصة المصرية، كما تم استثناء سنة 2011 بسبب الأحداث التي وقعت بمصر مما أدى في معظم الأحيان غلق البورصة المصرية للهبوط الرهيب لقيمة مؤشر السوق المصري.

لهذا جاءت دراسة تتحدث عن السنوات (2010، 2009، 2007، 2006، 2005)، وهي الأعوام التي كانت فيها صناديق الاستثمار تعمل بشكل طبيعي، حيث بلغ معدل العائد على الاستثمار لسوق الأوراق المالية بالتقريب إلى 146%، 10%، 51%، 37%، 15%، على الترتيب بمتوسط معدل عائد على الاستثمار خلال تلك الفترة بلغ 51.9%.

3- تم حساب المتوسط السنوي لعوائد الصناديق الاستثمارية المصرية خلال سنوات الدراسة.

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

4- تم حساب معامل الانحراف المعياري و بيتا لكل صندوق استثمار بدأ مزاوله نشاطه من قبل بداية عام 2005 حتى نهاية 2010 ، وكذلك حساب متوسط مجموع الصناديق الداخلة في الدراسة ، وذلك لفترة الدراسة.

5- تم حساب مؤشر ترينور لصناديق الاستثمار خلال فترة الدراسة .

6- العائد الخالي من الخطر هو متوسط العائد على أذون الخزانة لمدة 91 يوم ، 180 يوم حيث أن عائد أذون الخزانة تمثل اقل أنواع الخطر وتم حساب متوسط العائد الأسبوعي على أذون الخزانة لنفس فترة الدراسة و ذلك لفترة الدراسة.

ب- نتائج تطبيق مؤشر ترينور (Treyor) على مجموع الصناديق لفترة الدراسة:

يعطي مؤشر ترينور العائد الإضافي من كل وحدة مخاطرة منتظمة يتحملها الصندوق من خلال فترة زمنية معينة ، ومن ثم كلما ارتفعت وحدات العائد المقابلة لكل وحدة مخاطرة منتظمة كلما كان أداء الصندوق أفضل ، أي أن قيمة المؤشر ترتفع كلما زادت عوائد الصندوق الإضافية ونقصت المخاطرة المنتظمة (β). وفيما يلي رصد لنتائج تقدير عوائد المؤشر العام لسوق الصناديق ومعدل العائد الخالي من المخاطرة ومعامل بيتا التي سبق تقديرها على النحو التالي :

- المتوسط السنوي لعوائد المؤشر العام لسوق الصناديق خلال الفترة (2005 - 2011) بلغ %15.52.

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال نفس الفترة بلغ % 8.74 (وهو متوسط العائد على أذون الخزانة المصرية □□ ، حيث يتم الاسترشاد به عند حساب العائد الخالي من المخاطرة).

- وبلغ متوسط معامل بيتا (المخاطرة المنتظمة) لعوائد مؤشر سوق الصناديق 0.18 .  
وفي ضوء هذه التقديرات يمكن حساب قيمة مؤشر ترينور للمؤشر العام لسوق الصناديق على النحو التالي :

$$T = \frac{48,7 - 15,52}{0,18} = 37,67$$

أي أن العائد الإضافي الذي استطاع سوق صناديق الاستثمار تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة 37.67 وحدة عائد ، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية السوق مرجحة بالمخاطرة خلال فترة الدراسة.

ويرجع الارتفاع في قيمة مؤشر ترينور بالنسبة للمؤشر العام لسوق الصناديق ، إلى انخفاض المخاطرة المنتظمة في تلك السوق خلال الفترة (2005 - 2010) ، ما عدا سنتي (2008 و 2011) حيث لم يتجاوز 18 % ، كما بلغت العوائد البسيطة للمؤشر خلال الفترة 15.52 % في المتوسط ، في حين متوسط العائد الخالي من المخاطرة 8.74 % ، وبالتالي تصبح علاوة المخاطرة للمؤشر العام لسوق الصناديق 37.67 في المتوسط

15 - حسب بواسطة الباحث من خلال بيانات البنك المصري، تقارير سنوية (2005-2011).



## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

وبترجيحها بالمخاطرة المنتظمة، أي المخاطرة التي يتعرض لها السوق ككل والمتمثلة في ارتفاع التضخم، وتذبذب سعر صرف الجنيه أمام الدولار، والمتغيرات الاقتصادية الكلية والمتغيرات السياسية... الخ، تصبح كل وحدة مخاطرة تعرض لها سوق صناديق الاستثمار المصري خلال فترة الدراسة.

**2- نتائج تطبيق مؤشر ترينور على الصناديق الاستثمارية المصرية من خلال أهدافها:**

بعد القيام بالعمليات الحسابية تم التوصل إلى ما يلي

- تم التوصل سابقا إلى المتوسط السنوي لعوائد المؤشر العام لسوق الصناديق خلال فترة الدراسة بلغ 15.52 % .

- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق الإسلامية من بين أربعة (4) صناديق وهذا خلال فترة الدراسة بلغ 29.20% .

- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق المتوازنة من بين ثمانية (8) صناديق وهذا خلال فترة الدراسة بلغ 12.76% .

- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق الأسهم من بين أربعة عشر (14) صناديق خلال فترة الدراسة بلغ 16.24% .

- تم التوصل إلى المتوسط السنوي لعوائد الصناديق السندات من بين ستة (6) صناديق خلال فترة الدراسة بلغ 11% .

- مع العلم بأن متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال نفس الفترة بلغ 8.74 % .

- وبلغت متوسط قيمة المخاطرة المنتظمة (معامل بيتا) بالنسبة إلى :

- الصناديق الإسلامية : 27.91 - الصناديق المتوازنة : 16.24

- صناديق الأسهم : 20.39 - صناديق السندات : 8.70

**الجدول رقم (2) :**

**نتائج تطبيق مؤشر ترينور على الصناديق الاستثمارية المصرية من خلال أهدافها**

الترتيب	نوعية الصناديق	متوسط العائد	مؤشر ترينور
M	المؤشر العام لسوق الصناديق	15.52 %	37.67 %
01	الصناديق الإسلامية	29.20 %	73.30 %
02	الصناديق المتوازنة	12.76 %	24.75 %
03	صناديق الأسهم	16.24 %	36.78 %
04	صناديق السندات	11 %	25.98 %

المصدر: وزارة التجارة الخارجية، سوق الأوراق المالية المصرية (2005 - 2010) جمهورية مصر العربية

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

لقد جاءت في المرتبة الأولى الصناديق الاستثمارية الإسلامية من حيث متوسط العائد وقد بلغ 29.20% مقارنة بالصناديق الاستثمارية الأخرى، وبهذا العائد حققت عائد إضافي إيجابي كبير من كل وحدة مخاطرة منتظمة قدرت بـ 73.30 وحدة عائد، ويرجع ارتفاع الربحية الذي استطاعت الصناديق الاستثمارية الإسلامية في السوق المصرية إلى طبيعة المجتمع المصري بأنه غالبية مسلم من جهة ومن جهة ثانية أن الصناديق الاستثمارية الإسلامية بالنسبة للعون الاقتصادي أكثر أمانا من حيث التنوع ومن حيث شفافية البيانات المقدمة من طرفها. كما أن مديري الصناديق الاستثمارية الإسلامية تعتبر شخصيات اقتصادية مرموقة في المجتمع المصري على غرار، وتعتبر خبرة وكفاءة مدير الاستثمار لأي صندوق عامل أساسي ومحدد لأدائه، فكلما زادت خبرة وكفاءة مديري الاستثمار كلما كان أداء الصندوق أفضل، وتشير نتائج الدراسة إلى وجود ارتباط ما بين كفاءة وخبرة مديري الاستثمار و نتائج العوائد التي حصلت عليه أداء الصناديق، وكلما كان الأداء أكبر كانت التكاليف قليلة جدا، مما يجعل الاستقطاب الكبير من الجمهور على هذه الصناديق. وهذا ما لاحظناه في الصناديق الإسلامية بدرجة كبيرة رغما أن المخاطرة المنتظمة جاءت كبيرة حيث قدرت بـ 0.28 مقارنة بالمؤشر العام للصناديق الاستثمارية حيث قدرت المخاطرة المنتظمة فيه بـ 0.18 .

كما جاءت صناديق الأسهم في المرتبة الثانية من حيث متوسط العائد والذي بلغ 16.24 % وبهذه النتيجة استطاعت صناديق الأسهم أن تحقق عائد إضافي من كل وحدة مخاطرة منتظمة 35.09 وحدة عائد وهي نسبة إيجابية مقارنة بالصناديق الأخرى

ومما سبق يمكن القول أن نتائج تطبيق مؤشر ترينور على مختلف مؤشرات سوق صناديق الاستثمار المصرية تعطي صورة واضحة لتقييم سوق صناديق الاستثمار المصري بصفة عامة وتقييم سوق كل نوعية من أنواع الصناديق الموجودة به، حيث جاءت نتائج التطبيق موافقة لما هو متوقع وفقا للطبيعة الاستثمارية الخاصة بكل نوعية من أنواع الصناديق في السوق.

وتبين النتائج أن العائد الإضافي المرجح بالمخاطرة المنتظمة الذي استطاعت سوق صناديق الاستثمار المصرية ككل تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة بلغ 18 وحدة عائد، وهو معدل مرتفع للربحية المعدلة بالمخاطرة ويعكس حجم المكاسب التي استطاعت سوق صناديق الاستثمار المصرية تحقيقها خلال فترة الدراسة وتختلف عوائد كل سوق من أسواق الصناديق من كل وحدة مخاطرة منتظمة، وجاءت الصناديق الإسلامية في المقدمة بنحو 107.67 وحدة عائد وتليها الصناديق المتوازنة بنحو 39.95 وحدة عائد ثم صناديق الأسهم بنحو 35.09 وحدة عائد، وفي الأخير جاءت صناديق السندات ذات الدخل الثابت بنحو 30.10، وهو ما يشير إلى ربحية السوق ككل خلال فترة الدراسة.

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

### الخاتمة :

إن صناديق الاستثمار الإسلامية ليست مجرد وسيط مالي كما هو الحال في صناديق الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمار، والبنوك التجارية التقليدية، وشركات التأمين. بل إن هذه الصناديق بالإضافة إلى ذلك تعتمد على منهج الاستثمار الإسلامي الذي يمزج بين رأس المال والعمل. إن الصناديق الاستثمارية أداة مهمة من أدوات الاستثمار المتنوعة، اهتمت بها الشركات الاستثمارية، ومجالات استثماراتها متنوعة جداً إلا أنها لا زالت تركز وبشكل كبير على الاستثمار في الأسهم. إن الصناديق الاستثمارية في الغرب منذ زمن بعيد، ثم انتقلت فكرتها إلى العالم الإسلامي، ولكن الملاحظ تزايد أعدادها في الآونة الأخيرة وخصوصاً منذ 2004.

إن الصناديق الاستثمارية لم تكن معروفة في الفقه الإسلامي بصورتها الحالية، ولكن لا تخرج في صورتها الحالية في أن تكون عقد مضاربة "شركة المضاربة في الفقه الإسلامي" أو عقد وكالة بأجر. إن وجود المصارف الإسلامية وتشجيعها أمرٌ بات مهماً بل وملحاً في الوقت الحاضر، ومما يدل عليه تزايد الطلب على المصرفية الإسلامية وأن الكثير من الصناديق في الآونة الأخيرة تعلن أنها متوافقة مع الشريعة الإسلامية، بينما لم تكن تهتم بذلك من قبل.

لا تختلف أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية من حيث الهيكل التمويلي لها عن صناديق الاستثمار التي تنشئها المؤسسات المالية التقليدية، ولكن تختلف في الطبيعة الاستثمارية لها، حيث تقوم صناديق الاستثمار الإسلامية باستثمار مواردها استثماراً حقيقياً وفي عمليات مباشرة مبنية على عقد المضاربة الشرعية ومجالات الاستثمار الإسلامي الأخرى كالتأجير والسلم والمرايحات ونحوها. ولا تكتفي بالوساطة المالية فقط كما هو الحال بالنسبة لصناديق الاستثمار التي تنشئها المؤسسات المالية التقليدية.

الجهة التي تقوم بالتطهير هي الرقابة الشرعية وبإشراف منها، ومتابعة من مدير الصندوق، وذلك في المؤسسات التي يوجد بها رقابة شرعية، أما التي لا يوجد بها أجهزة رقابة شرعية فإنها تقوم بالتطهير كل عام بحيث يتم عرض التوزيعات على الحسابات وبالتالي عرضها على الأمانة الشرعية لعرضها على الهيئة الشرعية ومن ثم اتخاذ القرار بمبلغ التطهير، حجمه ومصرفه.

إن توفير أدوات استثمارية إسلامية يعتمد إلى حد كبير على وجود سوق مالي إسلامي، يمكن بواسطته تداول هذه الأدوات، إلا أن هناك ما زال العديد من المعوقات أمام إيجاد مثل هذا السوق نذكر منها:

1- عدم تطوير أدوات إسلامية استثمارية بالدرجة التي تطورت فيها الأدوات الاستثمارية غير

الإسلامية.

2- غياب الإطار القانوني والتشريعي اللازم لتسجيل هذه الأدوات في الأسواق المالية الحالية.

## الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية

**آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي: 8 و 9 ديسمبر 2013**

3- غياب عملة موحدة تساعد على إصدار أدوات استثمارية بعملة موحدة يتم تداولها في معظم

البلدان العربية والإسلامية

**والحمد لله أولاً وآخراً، وصلى الله على نبينا محمد وعلى آله وصحبه وسلم.**

**ملاحظة:** هذه الورقة البحثية هي جزء من رسالتي الدكتوراة بعنوان دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية مع دراسة جمهورية مصر العربية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3

### قائمة المراجع :

- صحيح البخاري في النكاح (4822)، ومسلم في التوبة (4959) / والترمذي في الرضاع (1088)
- سنن الترمذي (2687)، سنن ابن ماجة (4169)، صحيح ابن حبان (2362)
- صحيح الإمام مسلم (2664)، مسند الإمام أحمد (8573)
- الحسني، أحمد، صناديق الاستثمار: دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
- الشبيلي يوسف عبدالله، الخدمات الاستثمارية في المصارف وأحكامها في الفقه الإسلامي، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك بن سعود الرياض، السعودية، 2005.
- المؤتمر العالمي للصناديق الاستثمارية الإسلامية المنعقد في البحرين في شهر سبتمبر، مطبوعات المؤتمر، البحرين، 2006.
- بيانات البنك المصري، تقارير سنوية (2005 - 2011).
- حسين حسين شحاتة، منهج مقترح لتنفيذ الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، العدد 245، جامعة الأزهر، مصر، 2009.
- عزالدين خوجة، صناديق الاستثمار الإسلامية.
- مجلس الخدمات المالية الإسلامية، جانفي 2009، [www.ifsb.org](http://www.ifsb.org)
- مصطفى إبراهيم محمد مصطفى، تقييم ظاهرة تحول البنوك التقليدية للمصرفية الإسلامية دراسة تطبيقية عن تجربة بعض البنوك السعودية، رسالة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، قسم الاقتصاد الإسلامي، مركز صالح كامل بجامعة الأزهر، القاهرة.
- موقع الدكتور محمد القرعلي [www.elgari.com](http://www.elgari.com)
- هشام جبر، ورقة بحثية بعنوان "الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة"، المؤتمر العالمي الأول تحت عنوان صناديق الاستثمار الإسلامية، المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، 8- 9 ماي 2005، جامعة النجاح، فلسطين.