



الجمهورية العربية السورية
جامعة دمشق
كلية الاقتصاد
قسم إدارة الأعمال

صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية
"دراسة مقارنة بالتطبيق على سوق مصر للأوراق المالية"

Traditional and Islamic investment funds

"Compared study of the application on the Egyptian securities market"

دراسة أعدت لنيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال

إعداد:

أحمد حسن خضر

إشراف الدكتور

نركوان قريط

بسم الله الرحمن الرحيم

"وفوق كل ذي علم عليم"

صدق الله العلي العظيم

بسم الله الرحمن الرحيم

"وما أوتيتم من العلم إلا قليلا"

صدق الله العلي العظيم

أعضاء لجنة الحكم والمناقشة

عضواً	الأستاذ الدكتور: علي الخضر الأستاذ في قسم إدارة الأعمال - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق
عضواً مشرفاً	الدكتور: نركوان قرط المدرس المساعد في قسم إدارة الأعمال - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق
عضواً	الدكتور: غذوان علي المدرس المساعد في قسم إدارة الأعمال - كلية الاقتصاد - جامعة دمشق

كلمة شكر

الحمد والشكر لله تعالى الذي أنعم عليّ بإتمام هذا البحث.
إذا ما كان لعمل أن ينجز فلا بد من تقديم الشكر والامتنان لكل من ساهم في إتمامه
، ومن هنا أقدم بخالص الشكر والمهر فان بالجميل إلى من كان له فضل الإشراف على
هذا البحث ، وإلى من كان عوناً لي لتذليل الصعاب ولا يخرج هذه الدراسة بهذه الحلة والذي
لم يخل علي لا يجهد ولا بوقت إلى

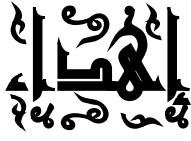
الدكتور: زكوان قريط

مع خالص العرفان بالجميل.

كما أقدم بالشكر لأستاذ الدكتور: علي الخضر الذي كان موجهاً
ومصوباً ومرشداً لي ولنر ملائي فله جزيل الشكر
كما أتوجه بالشكر للدكتور: غزوان علي لتفضله بتحكيم هذه
الدراسة.

كما أتوجه بالشكر لكل من علمني حرفاً

وإلى كل من ساعدني ووجهني وساندني لإتمام هذا البحث.



إلى النجم القوي أستدل به خطاي وأستمد منه قوتي وعزيمتي والدي العزيز

إلى ينبوع المحبة وشجرة الحنان المعطية بلا حساب والدتي الغالية

إلى فراشات عمري وأزهار دربي إخوتي وأخواتي

إلى الذي كان قدوتي والذي لم يزل لذكراه لهفة في القلب وغصتني الحلق

المرحوم: عمي علي

إلى من وجّهاني إلى العلم توجيه الوالدين وصقلا عزيمتي في طفولتي وخلال

فترات دراستي عمامي: د. أحمد و د. سليمان

إلى كل أصدقائي ورفاق دربي إلى كل من شد أزرني وساندني وإلى كل من

أحبهم ومحبوني . (رامي، هادي، فادي، وسام، زكريا، حسن، ...)

أحمد

الجزء النظري

الفصل التمهيدي

منهجية الدراسة

مقدمة

تعتبر سوق الأوراق المالية هدف يسعى إليه المستثمر ون والمدخرون على حد سواء ، ولطالما بقيت هذه السوق حكرًا على المستثمرين من ذوي الدخل المرتفعة والذين يمتازون بخبرة ودراية كافية للاستثمار في الأوراق المالية .

وبالتالي لم يكن بمقدور أولئك الراغبين بالاستثمار من ذوي المدخرات المحدودة التعامل بالأوراق المالية في البورصة لأنه قد لا تكف هذه المدخرات لتحقيق التنوع المطلوب للتقليل من حجم المخاطر التي قد تتعرض لها هذه الاستثمارات ، كذلك فإن المستثمرين الذين تتوفر لديهم الموارد المالية الكافية قد لا تتوفر لديهم الخبرة والدراية لتنوع استثماراتهم في الأوراق المالية وإدارتها الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض العائد المحقق على الاستثمارات التي يقومون بها.

ونتيجة لانخفاض المدخرات أو لعدم توافر الخبرة الكافية لإدارتها قد تبقى كميات كبيرة من المدخرات خارج الاستثمار، ومن هنا طرحت صناديق الاستثمار نفسها كأداة مالية قد تكون قادرة على جذب تلك المدخرات، وتحويلها إلى سوق الأوراق المالية أو إلى الاستثمار الحقيقي .

وكون الصناعة المالية الإسلامية باتت تشكل اليوم خياراً مرغوباً لكثير من المستثمرين سواء من المسلمين أو من غيرهم ، فكان حرياً بها أن تطرح البديل الشرعي للصناديق الاستثمارية والمتمثل بصناديق الاستثمار الإسلامية ، وقد حظيت هذه الصناديق باهتمام الكثير من المستثمرين وباتت تشكل حصة لا بأس بها من الحصة الإجمالية للصناديق الاستثمارية عامة في السوق العالمية، وبالتالي تركز هذه الدراسة على مقارنة أداء الصناديق الاستثمارية التقليدية بأداء الصناديق الإسلامية .

وتعتبر السوق المصرية من الأسواق الرائدة على المستوى العربي والعالمي على حد سواء وقد سعت هذه السوق جاهدة لتحافظ على هذا التفوق من خلال توفير السبل الكفيلة والتشريعات والقوانين اللازمة لاستحداث وتنمية كل ما من شأنه تحقيق رغبات المستثمرين واحتياجاتهم وما يحقق تنمية حقيقية في السوق المصرية ، وكان لقانون سوق المال رقم ٩٥ ولائحته التنظيمية الصادر في مايو ١٩٩٢ عظيم الأثر في هذه السوق ، ولم يغفل هذا القانون الأهمية البالغة للصناديق الاستثمارية كوسيط بين المدخرين والسوق وكأداة مالية بالغة الأهمية في جذب المدخرات وتوجيهها إلى القنوات الاستثمارية الملائمة وكان للصناديق الإسلامية نصيب من هذا الاهتمام .

أولاً: مشكلة الدراسة

أصبح اللجوء إلى الخيارات الإسلامية واسع الانتشار في الآونة الأخيرة ، وذلك لما لمسّه المستثمرون من عدم الاستقرار المحيط بالأنواع التقليدية أو الربوية من الاستثمار .

وتعتبر الصناديق الإسلامية واحدة من هذه الأدوات الإسلامية التي شاع التعامل بوثائقها مؤخراً، لذلك تتركز مشكلة البحث في التعرف على مدى قدرة الصناديق الإسلامية على أن تحقق أفضلية في الأداء على الصناديق التقليدية يجعلها مركز استقطاب أكثر جاذبية للمدخرات.

لذلك أمكننا أن نحدد مشكلة البحث من خلال التساؤلات التالية :

- هل تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية العاملة في مصر خياراً أفضل من الصناديق التقليدية بالنسبة للمستثمر من ناحية صافي قيمة الأصول ؟
- هل تحقق صناديق الاستثمار الإسلامية معدلات نمو أكثر استقراراً في صافي قيمة أصولها من تلك التقليدية ؟
- هل تحقق صناديق الاستثمار الإسلامية العاملة في مصر معدلات عائد أكبر من معدلات العائد التي تحققها الصناديق التقليدية ؟
- هل تحقق الصناديق الإسلامية العاملة في مصر تنوع في محفظتها الاستثمارية أفضل من التنوع الذي تحققه الصناديق التقليدية ؟
- هل تعتبر الصناديق الإسلامية العاملة في مصر خيار أكثر أماناً من الصناديق التقليدية؟
- هل تحقق صناديق الاستثمار الإسلامية العاملة في مصر أفضلية في العائد على كل وحدة مخاطر مقارنة بنظيراتها التقليدية ؟

ثانياً: أهمية الدراسة

الأهمية النظرية للدراسة: بما أن صناديق الاستثمار تعتبر من الأدوات المالية الحديثة الاستخدام وخاصة في البلدان العربية والتي أثبتت وجودها رغم الفترة الزمنية القصيرة، ورغم قيام بعض الباحثين بتناول هذه الصناديق بالدراسة والبحث إلا أن الباحث يجد أنه من الضروري إجراء بحوث جديدة تدعم الهمم السابقة وتعتبر إضافة يمكن الرجوع إليها للقيام بدراسات مستقبلية. أيضاً تعتبر الدراسات التي تناولت صناديق الاستثمار الإسلامية دراسات محدودة لذلك يعتقد الباحث أن هذه الدراسة ستضيف معلومات جديدة وخاصة من خلال إجراء المقارنة بين الصناديق الإسلامية والصناديق التقليدية.

الأهمية التطبيقية للدراسة : إن هذه الدراسة يمكن أن تكون أساس يمكن للمستثمرين الذين يودون استثمار أموالهم في صناديق الاستثمار الرجوع إليها للمفاضلة بين الاستثمار في الصناديق الإسلامية وبين الصناديق التقليدية. كما يمكن لهذه الدراسة أن تحدد مدى قدرة كل من الصناديق الإسلامية وتلك التقليدية في الوقوف في وجه الأزمات المالية.

ويأتي اختيار مصر لإجراء المقارنة فيها كون السوق المصرية سوق عربية تحتوي كلا النوعين من الصناديق الإسلامي والتقليدي ، كما تعتبر السوق المصرية من الأسواق الجذابة للمستثمرين على المستوى العربي والمستوى العالمي ، كما أن السوق المصرية تنتهج بشكل مستمر إجراءات وبرامج إصلاح اقتصادي لتحرير السوق وترك آليات السوق تحكم عمل المستثمرين والمدخرين، وبالتالي تعتبر تجربة مصر سواء على مستوى سوق الأوراق المالية أو على مستوى الصناديق الاستثمارية جديرة بالدراسة، ويمكن الاستفادة منها في تحسين أداء سوق الأوراق المالية في سورية ، ويمكن أن تكون الصناديق الاستثمارية خياراً مفضلاً للمدخرين في سورية، ويحقق جانبين إيجابيين : يتمثل الأول في جذب المدخرات من المدخرين وتوجيهها إلى السوق المالية ، مما يساعد في زيادة نشاط هذه السوق . أما الجانب الثاني فيتمثل بإتاحة الفرصة لذوي الدخل المنخفضة وقليلي الخبرة والذين يمثلون شريحة واسعة من المدخرين في سورية من الدخول إلى السوق مع الاحتفاظ بالمزايا التي يختص بها المستثمر الخبير وذو رأس المال المرتفع.

ثالثاً: أهداف الدراسة

- تسليط الضوء على الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار كصلة وصل بين المستثمرين من ذوي المدخرات المحدودة أو المستثمرين غير الكفؤين وسوق الأوراق المالية.
- التعرف على المزايا التي تختص بها كل من الصناديق الإسلامية وتلك التقليدية .
- تحديد الأنواع المختلفة للصناديق التي تندرج تحت مسمى الصناديق التقليدية وكذلك الأنواع المختلفة للصناديق الإسلامية .
- التعرف على كيفية تقييم أداء الصناديق الاستثمارية .
- محاولة تحديد أهم الفروق بين الصناديق الإسلامية والصناديق التقليدية .
- دراسة واقع السوق المصرية وصناديق الاستثمار العاملة فيها.
- تقييم أداء كلا النوعين من الصناديق ومن ثم القيام بمقارنة هذا الأداء.

رابعاً: متغيرات الدراسة

- صافي قيمة الأصول.
- معدل العائد على وثيقة الصندوق.
- درجة تنوع أصول الصندوق.
- العائد على كل وحدة مخاطر كلية.
- العائد على كل وحدة مخاطر منتظمة.
- العائد الغير العادي.

خامساً: فرضيات الدراسة

انطلاقاً من التساؤلات التي طرحت في مشكلة البحث أمكننا أن نحدد فرضيات الدراسة كالتالي:

الفرضية الأولى: "تحقق صناديق الاستثمار الإسلامية زيادة في قيمة وثائقها عن القيمة الاسمية لها أفضل من الزيادة التي تحققها الصناديق التقليدية".

ويتم التحقق من صحة هذه الفرضية عن طريق اختبار الفرضيات الفرعية التالية:

١. هناك اختلافات ذات دلالة إحصائية بين صافي قيمة الأصول التي تحققها صناديق الاستثمار الإسلامية وتلك التقليدية.
٢. يعتبر معدل النمو في صافي قيمة الأصول الذي تحققه الصناديق الإسلامية أفضل من معدلها للصناديق التقليدية .
٣. تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية أكثر استقراراً في الأداء مقوماً بصافي قيمة الأصول من صناديق الاستثمار التقليدية.

الفرضية الثانية: "لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين العوائد التي تحققها صناديق الاستثمار الإسلامية وتلك التقليدية"

الفرضية الثالثة: "تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية أكثر قدرة على تنويع استثماراتها من نظيراتها التقليدية."

الفرضية الرابعة : " لا يوجد اختلاف بين مستوى أداء محفظة الأوراق المالية بصناديق الاستثمار التقليدية عنها في تلك الإسلامية "

وتشتمل هذه الفرضية على الفرضيات الفرعية التالية :

١. لا يوجد اختلاف في قيمة العائد لكل وحدة مخاطر كلية بين محافظ الأوراق المالية بصناديق الاستثمار التقليدية والمحافظ الاستثمارية للصناديق الإسلامية .
٢. لا يوجد اختلاف في قيمة العائد لكل وحدة مخاطر منتظمة بين محافظ الأوراق المالية بصناديق الاستثمار التقليدية والمحافظ الاستثمارية للصناديق الإسلامية.
٣. لا يوجد اختلاف في قيمة العائد غير العادي بين محافظ الاستثمار التي تشكلها صناديق الاستثمار بنوعها الإسلامي والتقليدي ومحفظة السوق".

سادساً: منهج الدراسة

المنهج النظري : اعتمد الباحث في الفصول الأربعة الأولى بشكل عام على المنهج النظري وذلك في دراسة مفهوم وأهمية وأهداف الصناديق الاستثمارية أيضاً في دراسة آلية عمل هذه الصناديق ، بالإضافة إلى التعرف على مفهوم ومزايا وخصائص كل من صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية كل على حدة ومن ثم التعرف على تجربة صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية في مصر.

المنهج الوصفي التحليلي : قام الباحث بتحليل البيانات المتاحة والخاصة بصناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية العاملة في مصر .

المنهج الإحصائي : قام الباحث بتطبيق بعض النماذج الإحصائية لتحديد معاملات الارتباط ومعاملات التحديد والاختلاف والتغاير .

المنهج المقارن : قام الباحث بالاعتماد على النتائج التي توصل إليها من المناهج سابقة الذكر لإجراء المقارنة بين صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية .

سابعاً: أسلوب الدراسة

الدراسة النظرية : اعتمد الباحث في دراسته النظرية على مجموعة من المراجع والكتب العربية والأجنبية، بالإضافة إلى مجموعة من الأبحاث والدراسات وبعض المواقع الالكترونية والتي تطرقت لموضوع صناديق الاستثمار بشكل عام وأيضاً التي تطرقت إلى الصناديق الإسلامية بشكل خاص .

الدراسة التطبيقية : اعتمد الباحث في الدراسة التطبيقية على البيانات والأرقام الصادرة عن الهيئة العامة لسوق المال في مصر التي تقدمها شركة مصر لنشر المعلومات EGID (Egypt for Information Dissemination).

أساليب الدراسة التطبيقية

الطرق التقليدية: اعتمد الباحث على حساب صافي قيمة الأصول للصناديق الإسلامية والتقليدية ومعدل نمو هذا الصافي بالإضافة إلى العائد على الأموال المستثمرة في الصناديق، ومن ثم القيام بمقارنة النتائج التي تم التوصل إليها بين النوعين المعتمدين من الصناديق وذلك خلال فترتين جزئيتين قبل الأزمة وبعد الأزمة بالإضافة إلى المقارنة خلال الفترة كاملة .

النماذج الكمية: اعتمد الباحث على نماذج شارب وترينور وجنس لتقييم أداء الصناديق، وتعد هذه النماذج من أهم النماذج التي تأخذ العائد الذي يدره الأصل بعين الاعتبار إلى جانب المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد.

الأساليب الإحصائية: تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي spss في تحليل " الارتباط البسيط - بالإضافة لمعاملات التحديد والتغاير " للصناديق الاستثمارية الإسلامية والتقليدية .

ثامناً:مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة بكافة صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية العاملة في مصر والتي تم إنشائها طبقاً للمادة ٢٧ من قانون سوق المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢ والتي بلغ عددها ٥٩ صندوقاً حتى نهاية ٢٠٠٩ كان منها ٦ صناديق إسلامية والباقي صناديق استثمار تقليدية . وقد هدف الباحث إلى مقارنة الصناديق الإسلامية والتقليدية المتشابهة بالظروف من حيث العمر ومدير الصندوق والقيمة الاسمية للوثيقة ، لذلك تم استبعاد جميع الصناديق التي يقل عمرها عن سنتين كما تم استبعاد جميع الصناديق التي قامت بتجزئة القيمة الاسمية لوثيقة استثمارها كما استبعدت الصناديق التي قامت بتغيير مدير استثمارها كما استبعدت صناديق العملات والصناديق المغلقة التقليدية كون الصناديق الإسلامية هي صناديق مفتوحة .

وبالتالي اقتصرت الدراسة على ٢٠ صندوق استثماري منها ٥ صناديق إسلامية أما الصناديق التقليدية فقد تنوعت بين صناديق أسهم وهي ٥ وصناديق متوازنة وهي صندوقين و ٨ صناديق دخل ثابت .

تاسعاً:محددات الدراسة

١. تقتصر الدراسة على صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية التي مضى على نشاطها أكثر من سنتين.
٢. تقتصر الدراسة على صناديق الاستثمار التي لم تجري تغييراً على كل من القيمة الاسمية لوثيقة استثمارها و مدير الاستثمار .
٣. تقتصر الدراسة على الصناديق المفتوحة العاملة في السوق المصرية حيث يخرج عن نطاق هذه الدراسة الصناديق المغلقة وصناديق العملات والصناديق المصرية التي تعمل خارج مصر .
٤. تقتصر الدراسة على الفترة الزمنية الممتدة من ٢٠٠٦ إلى نهاية ٢٠٠٩ حيث أنه قبل عام ٢٠٠٦ كانت الصناديق الإسلامية تقتصر على صندوق فيحصل الإسلامي ومقارنة صندوق بمجموعة كبيرة من الصناديق التقليدية قد يفضي إلى نتائج غير واقعية .
٥. تقتصر الدراسة على بيانات نصف سنوية وذلك بسبب قيود الجهد والوقت والتكلفة .

٦. يعتمد الباحث على المؤشر العام لسوق المال كتقدير لمحفظة السوق دون المؤشرات الأخرى لأنه المؤشر الأكثر شمولاً لكافة الأوراق المالية المقيدة في السوق المصرية ، ولأنه يعتبر مؤشراً خاضعاً للرقابة الحكومية ومعتمد من هيئة سوق المال.
٧. يعتمد الباحث على معدل العائد على أذون الخزانة لمدة ٩١ يوماً كتقدير لمعدل العائد الخالي من المخاطر وذلك تماشياً مع الدراسات السابقة في هذا المجال.
٨. يستخدم الباحث لفظي "محفظة الصندوق" و "الصندوق" كمترادفين ، وكذلك الحال بالنسبة لوثيقة الصندوق والوثيقة الاستثمارية ، والأمر ذاته للفظي بحث ودراسة.
٩. يستخدم الباحث لفظ الفترة الأولى كمعبر عن الفترة الممتدة من ٢٠٠٦/١/١ إلى ٢٠٠٧/١٢/٣٠ ولفظ الفترة الثانية كمعبر عن الفترة من ٢٠٠٨/١/١ إلى ٢٠٠٩/١٢/٣٠ ولفظ كل من الفترة كمعبر عن الفترة من ٢٠٠٦/١/١ إلى ٢٠٠٩/١٢/٣٠.

عاشراً: الدراسات السابقة

أولاً: دراسة شادي أحمد زهرة بعنوان : "صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية" - دراسة التجربة المصرية وإمكانية الاستفادة منها في سورية - أطروحة دكتوراه ، كلية الاقتصاد ، دمشق ، ٢٠١٠.

هدفت هذه الدراسة إلى :

- التعرف على ماهية سوق الأوراق المالية ودورها في تنمية الاقتصاد الوطني
 - التعرف على ماهية صناديق الاستثمار ومزاياها.
 - دراسة تجربة صناديق الاستثمار في مصر بهدف الاستفادة منها في وضع تصور نظري لإقامة مثل هذه الصناديق في سورية.
 - تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر من خلال النقاط الآتية:
 - ✓ تقييم كفاءة مديري الاستثمار.
 - ✓ مقارنة أداء الصناديق بأداء مؤشر البورصة.
 - ✓ قياس المخاطر التي تتعرض لها صناديق الاستثمار ومستوى التنوع فيها.
 - ✓ دراسة العلاقة بين حجم الصناديق والعائد السنوي لها.
 - دراسة أثر صناديق الاستثمار في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية.
- وقد توصلت هذه الدراسة الى مجموعة من النتائج أهمها:

- تسهم صناديق الاستثمار في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية، حيث تقوم بدور فعال في توجيه الأموال الفائضة نحو السوق.
- تسهم صناديق الاستثمار في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية من خلال القوة الشرائية التي تطرحها، فالوثائق التي تطرحها صناديق الاستثمار تتناسب الفئات المختلفة من الجمهور الراغب في التعامل في البورصة، فخاصية التنوع وما يترتب عليها من انخفاض

- المخاطر من شأنه أن تُشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق المال وكذلك المستثمرين محدودي الموارد على استثمار مدخراتهم في شراء وثائق الاستثمار.
- إن أخذ عنصر المخاطرة بعين الاعتبار عند تقييم أداء صناديق الاستثمار يؤدي إلى اختلاف نتائج تقييم الصناديق.
 - يمكن استخدام صناديق الاستثمار للتأثير على وضع سوق الأوراق المالية وذلك من خلال قيام الحكومة بتشكيل صناديق استثمار احتياطية؛ أي بمعنى تخصيص رؤوس أموال جاهزة بهدف الدخول في السوق، وشراء الأسهم في حالات انهيار الأسعار، ومن ثم الخروج من السوق عند تراجع الأزمة وبدء الأسعار بالارتفاع.

ثانياً: دراسة فريدة بن يوسف زيني بعنوان: "صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات" - تجربة جمهورية مصر العربية وإمكانية تطبيقها في سورية - رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، دمشق، ٢٠٠٦ م .

وقد هدفت الدراسة إلى

توضيح الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار والمتمثل في توظيف المدخرات في سوق الأوراق المالية من أجل استخدامها لتمويل المشروعات المحلية . ومحاولة نقل التجربة المصرية لصناديق الاستثمار وتطبيقها في الجمهورية العربية السورية.

وقد توصلت الدراسة للنتائج التالية:

- تحقق صناديق الاستثمار عوائد سنوية للمدخرين على اختلاف فئاتهم أعلى من عائد السوق.
- تستثمر صناديق الاستثمار مدخرات الأفراد والمؤسسات في أصول تحقق عائداً أعلى من عائد السوق.
- تقوم صناديق الاستثمار بصرف توزيعات نقدية على وثائق الاستثمار للمدخرين أعلى من عائد السوق.
- إن إقامة صناديق استثمار في سورية يتطلب "وجود شركات مساهمة- وجود مصارف قادرة على استقطاب المدخرات-وجود سوق للأوراق المالية".

ثالثاً: دراسة رائد عبد الرحمن وهيبة "أثر التنويع على الأداء المالي لصناديق الاستثمار المصرية دراسة تطبيقية" ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، القاهرة ، ٢٠٠٥ م .

هدفت الدراسة إلى

تقديم مجموعة من التوصيات المتعلقة بتحديد أثر التنويع في الأوراق المالية المكونة للصناديق الاستثمارية المصرية على أدائها وذلك لتحقيق أقصى استفادة ممكنة من التنويع في تحقيق أعلى عائد على الاستثمار عند أدنى معدل للمخاطر.

وقد توصلت الدراسة إلى

- كان للتنوع تأثير جوهري وإيجابي على الأداء المالي لصناديق الاستثمار وذلك في حالة الصناديق ذات مستوى التنوع المرتفع والمتوسط وتأثير سلبي على الصناديق ذات مستوى التنوع المنخفض .
- اختلفت نتائج تأثير التنوع على الأداء المالي للصناديق باختلاف المقاييس المستخدمة لقياس الأداء من حيث درجة التأثير واتفقت من حيث طبيعة التأثير.
- اختلفت نتائج تأثير التنوع على الأداء المالي للصناديق باختلاف مستوى تنوع الصناديق من حيث كل من درجة التأثير وطبيعته.
- التنوع الأمثل لمحفظة الاستثمار هو الذي يزيد فيه معامل التحديد بين عوائد الصندوق وعوائد السوق.

رابعاً:- دراسة عصران جلال عصران بعنوان : " أثر متغيرات سوق الأوراق المالية على أداء صناديق الاستثمار - دراسة مقارنة بين الصناديق المفتوحة والمغلقة " ، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال ، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية ، ٢٠٠٤ م .

هدفت الدراسة إلى

- تحديد التباين في درجة المخاطر الكلية والمنتظمة لنوعي صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة .
- التعرف على مستوى المخاطر الفعلية لنوع ي صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة ومدى توافقها مع مستوى المخاطر المستهدفة في ظل تقلب عوائد سوق الأوراق المالية.
- تحليل قدرة صناديق الاستثمار بنوعها على التنوع في ظل حالات صعود وهبوط سوق الأوراق المالية ، وتحديد علاقة مؤشر التنوع بأداء صناديق الاستثمار.
- توصيف التباين في أداء صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة وفقاً لمقياس جنسن في ظل حالات صعود وهبوط عوائد سوق الأوراق المالية.
- التحليل الكمي لأثر التحركات السعرية للأسهم القائمة (النشطة) على أداء سوق الأوراق المالية من جانب ، وعلى أداء نوعي صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة من جانب آخر.

وقد توصلت الدراسة إلى بعض النتائج منها

- تحقق صناديق الاستثمار المغلقة درجة مخاطر كلية ومنتظمة أقل من الصناديق المفتوحة في ظل تقلب عوائد سوق الأوراق المالية .
 - وجود تداخل في أهداف الاستثمار فبعض الصناديق حقق درجة مخاطر فعلية أكبر من المخاطر المستهدفة طبقاً للأهداف الاستثمارية.
- خامساً:** دراسة منذر عبد الكريم مرهج بعنوان : "أثر إستراتيجية توقيت السوق على أداء الاستثمار في البورصة المصرية". أطروحة دكتوراه ، جامعة قناة السويس، ٢٠٠٣ م .

هدفت الدراسة

إلى تقييم أثر إتباع إستراتيجية توقيت السوق كإستراتيجية استثمارية على أداء الاستثمار في سوق الأوراق المالي المصري وقد تم التطبيق على محافظ الأوراق المالية التي تشكلها صناديق الاستثمار العاملة في جمهورية مصر العربية .

وقد توصلت الدراسة للنتائج التالية

- إستراتيجية توقيت السوق من الاستراتيجيات الاستثمارية الهامة التي تساعد على تجنب مخاطر هبوط أداء السوق.
- عدم كفاءة سوق الأوراق المالي المصري وبالتالي إمكانية الاعتماد على البيانات التاريخية للتنبؤ بالاتجاهات المستقبلية.
- ضعف أداء صناديق الاستثمار المصرية .
- إتباع إستراتيجية استثمارية لتوقيت سوق المال المصري يزيد من معدل العائد ويخفض من المخاطر.
- استخدام نظام توقيت السوق المقترح من الباحث يساعد في اتخاذ القرار الاستثماري المناسب في الوقت المناسب ويؤدي بالتالي إلى تحسين أداء الاستثمار في السوق المالي المصري.

سادساً: دراسة حسين حسين شحاتة ، بعنوان " الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية " جامعة الأزهر ، ٢٠٠٣ م .

هدفت الدراسة إلى

- ١ - إيضاح الإطار العام لمنهج وأسس وضوابط ومعايير ونظم وأساليب وأجهزة الرقابة على معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية ، وهذا يفيد في تفعيل دور الرقابة الشرعية والمالية .. وغيرها عليها وفي تحقيق التنسيق والتكامل وتجنب الازدواجية والتعارض بينهما .
- ٢ - بيان كيفية التخطيط ووضع برامج الرقابة الشرعية والمالية وتحديد وسائل تنفيذها طبقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية ، وفي ضوء قرارات وتعليمات البنوك المركزية ، وطبقاً للوائح والنظم الداخلية لهذه الصناديق .
- ٣ - بيان الإجراءات التنفيذية للرقابة الشرعية والمالية على معاملات تلك الصناديق منذ وضع الخطط والبرامج التنفيذية وحتى إعداد التقارير الرقابية الدورية والسنوية ، ومتابعة تسوية الملاحظات والأخذ بالتوصيات .
- ٤ - تقديم نماذج إرشادات معاصرة للرقابة الشرعية والمالية معدة وفقاً للمنهج والفكر والنظم الإسلامية ليُحتذى بها في الصناديق التقليدية .

وتوصلت للنتائج التالية

لقد تناولت هذه الدراسة الجوانب العملية للرقابة الشرعية والمالية على معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية في إطار أحكام و مبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات

والتعليمات المختلفة الضابطة لتلك الصناديق ، وطبقاً لأسس ومعايير المراجعة والرقابة الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية ، وخلصت إلى بعض الثوابت التي تمثل الإطار الفكري و العملي لنظم الرقابة الشرعية والمالية لتلك الصناديق .

اختلاف الدراسة عن الدراسات السابقة

- بالرغم من تعدد الدراسات التي تناولت صناديق الاستثمار بشكل عام إلا أن الدراسات التي تناولت صناديق الاستثمار الإسلامية بشكل خاص هي محدودة جداً .
- إن الدراسات التي قامت على المقارنة بين أداء الصناديق التقليدية والإسلامية هي قليلة جداً. ولذلك يمكننا القول أن هذه الدراسة تعتبر من الدراسات السبقة في المقارنة بين أداء الصناديق التقليدية والإسلامية.
- قامت الدراسة على مقارنة أداء الصناديق التقليدية بالإسلامية وذلك خلال فترتين مختلفتين الفترة الأولى شهدت فيها السوق المصرية نمواً ملحوظاً وهي فترة ما قبل الأزمة والفترة الثانية هي فترة الأزمة وما بعدها وهذه الخصوصية تميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات السابقة .

الفصل الأول

صناديق الاستثمار

تُعدُّ صناديق الاستثمار إحدى صيغ الاستثمار الجماعي للمدخرات نيابةً عن الآخرين، وتلعب دوراً مهماً في أسواق الأوراق المالية وذلك كوسيلة فعالة لتجميع المدخرات وإتاحة فرص الاستثمار لصغار المستثمرين تحت إشراف أجهزة متخصصة وإدارات محترفة.

والمستثمرون المستهدفون لهذه الصناديق هم الذين لا تتوفر لديهم الموارد المالية الكافية لتكوين محفظة الأوراق المالية الخاصة بهم، أو أولئك الذين تتوافر لهم الموارد المالية ولكن تنقصهم الخبرة والدراية أو ليس لديهم الوقت الكافي لإدارة تلك الأموال.

أما الأوراق المكونة لمحفظة الصندوق فهي ذات تداول عام مثل الأسهم والسندات وأذون الخزانة، وليس من حق المستثمر أن يدعي ملكية أوراق معينة داخل المحفظة، إنما يتمثل حقه فقط في حصة في المحفظة ككل يحصل فيما يقابلها على وثيقة دالة على ذلك ، كما تجدر الإشارة إلى أن تكوين محفظة من الأوراق المالية لا يعتبر الخيار الوحيد للصناديق الاستثمارية بل يمكن للاستثمار الحقيقي أن يكون واحد من التوجهات التي تعتمد عليها الصناديق في تحقيق أهدافها .

وينطوي ضمن هذا الفصل ثلاثة مباحث رئيسية تنسدل ضمنهما مجموعة من البنود أمكنها طرحها كما يلي :

المبحث الأول: ماهية صناديق الاستثمار :

- نشأت وتطور صناديق الاستثمار
- أهمية صناديق الاستثمار .
- أهداف صناديق الاستثمار .

المبحث الثاني: الإطار العام لعمل صناديق الاستثمار:

- سمات صناديق الاستثمار .
- عمليات صناديق الاستثمار .
- آلية الاستثمار في صناديق الاستثمار .
- مصاريف وعوائد ومخاطر الصناديق الاستثمارية .

المبحث الثالث : علاقات صناديق الاستثمار بغيرها من الكيانات الاستثمارية وكيفية تقييم أدائها:

- صناديق الاستثمار وشركات الاستثمار .
- علاقة صناديق الاستثمار بالمؤسسات والأسواق المالية .
- تقييم أداء صناديق الاستثمار .

المبحث الأول :ماهية صناديق الاستثمار

في هذا المبحث سيتم التطرق إلى نشأة صناديق الاستثمار عالمياً وعربياً بالإضافة إلى أهمية هذه الصناديق على جميع المستويات الفردي والجماعي والإقليمي والوطني بالإضافة إلى التعرف إلى الأهداف العامة والفرعية التي تسعى هذه الصناديق إلى تحقيقها.

١-١ نشأت وتطور صناديق الاستثمار

على الرغم من عدم وجود اتفاق بين الباحثين على تحديد المكان والزمان الذي شهد بداية ظهور صناديق الاستثمار ، حيث ترى إحدى الدراسات أن نشأة صناديق الاستثمار تعود إلى الاسكتلنديين عام 1870 في شكل الصناديق المغلقة Closed End Fund ذات رأس المال الثابت ، ثم انتقلت الفكرة إلى الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924 واتخذت شكل الصناديق المفتوحة open End Fund ذات رأس المال المتغير ، وأدى انتشاره في الولايات المتحدة الأمريكية إلى قيام الحكومة الأمريكية بإصدار القانون الذي ينظم عملها عام 1940 the investment Company Act^١.

وترى دراسة أخرى أن صناديق الاستثمار ظهرت في مطلع القرن التاسع عشر في هولندا نتيجة لظهور شركات الاستثمار بها ثم انتقلت بعد ذلك إلى فرنسا ثم بريطانيا ، واتخذت شكل الصناديق المغلقة حتى عام 1930 حيث ظهرت الصناديق المفتوحة ولم تظهر الصناديق في الولايات المتحدة الأمريكية حتى نهاية الحرب العالمية الأولى ، وكانت الصناديق المغلقة هي المسيطرة في فرنسا منذ عام 1945 حتى عام 1964 الذي شهد ظهور الصناديق المفتوحة بها ثم انتقلت التجربة إلى الدول النامية مثل الهند وتايلاند وماليزيا والفلبين وهونج كونج.^٢

توصلت دراسة ثالثة إلى أن بداية ظهور صناديق الاستثمار كان في لندن عام 1868 تحت اسم " Investment Trust " وكان أول صندوق هناك هو Foreign and Colonail Government Investment Trust ثم انتشرت الصناديق بعد ذلك في باقي دول العالم.^٣

إلا أن الكثير من الدراسات أجمعت على نسب فكرة الاستثمار الجماعي إلى الهولنديين في عهد الملك "وليام" عام (١٨٢٢م)^٤. فبذلك تعتبر بريطانيا نقطة البداية لظهور صناديق الاستثمار ، حيث يرجع الفضل إلى الاسكتلنديين في ابتكار الصناديق المغلقة Closed – end أو شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت عام (١٨٧٠م) . فإنگلتر اعتبر أول دولة عرفت الإدارة الجماعية للمدخرات وقد اعتمدت في هذا المجال على نظام الترسر The Trust ذلك النظام الأصيل المعروف من القديم في القانون الإنكليزي ، ويتمثل جوهر هذا النظام في التزام شخص

^١ .حافظ، حسن: *تقييم سياسات الاستثمار لصناديق الاستثمار في البنوك المصرية* ، رسالة ماجستير غير منشورة ، القاهرة :جامعة عين شمس ،كلية التجارة ،٢٠٠٠، ص ٢٠١.

^٢ السيد الطيبي: *تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر* ،دراسة نظرية وتطبيقية ،مؤتمر صناديق الاستثمار في مصر ،جامعة الأزهر . مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ، 1997، ص ١٠٥.

^٣ . عمرو مصطفى أبو زيد *صناديق الاستثمار في مصر* ،الأموال والإدارة . "دراسة مقارنة" ،مؤتمر صناديق الاستثمار في مصر ،القاهرة .جامعة الأزهر . مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ، 1997، ص ٤٠.

^٤ Dian Fujovich ,straight talk about Mutual Funds , Mack grow – Hill , Inc. NewYork ,1991 ,p.13.

يسمى الأمين Trustee يتلقى بعض أموال الغير بغرض إدارتها لحسابهم ويسمون المنتفعون Cetuis Jue Trust .^٥

وقد عبرت فكرة صناديق الاستثمار إلى الولايات المتحدة الأمريكية وأخذت سبيلها إلى التجديد والتطوير بابتكار الأمريكيين لصناديق الاستثمار ذات الهيكل المفتوح لرأس المال - Open end والتي تعتمد على إصدار أسهم أو صكوك ملكية جديدة بطريقة متواصلة ، وإعادة شراء الصكوك القديمة دون المرور ببورصة الأوراق المالية ، والتي تعد البداية الحقيقية للصناديق بمفاهيمها الحالية. ففي عام (١٩٢٤م) تم إنشاء أول صندوق استثمار في بوسطن وحمل اسم : Masashotes Investment Trust وعمل كأداة استثمارية لأساتذة جامعة "هارفارد" بأصول تجاوزت (٣٩٢) ألف دولار يملكها (٢٠٠) مساهم في ذلك الوقت.^٦

وقد تمكنت الصناديق المفتوحة من النجاة من انهيار أسواق المال عام (١٩٢٩م) بينما لم تصمد الصناديق المغلقة، بسبب اتجاهها إلى عمليات المضاربة رغم ضعف خبرتها وسوء إدارتها، في نفس الوقت التي كانت أسواق الأسهم الأمريكية تعاني فيه من مشاكل متعددة.

وقد شهدت الولايات المتحدة عام (١٩٤٠م) ميلاد قانون شركات الاستثمار The Investment Company Act الذي عمل على تنظيم شركات الاستثمار من حيث تكوينها وإنشائها وإدارتها مما فتح المجال أمام صناديق الاستثمار المفتوحة لتأخذ مكانتها في الولايات المتحدة تحت اسم الصناديق المشتركة أو صناديق الاستثمار Mutual Funds. وقد بلغ عدد الصناديق الأمريكية في نفس العام (٨٠) صندوقاً بإجمالي أصول قدرها (٥٠٠) مليون دولار .^٧

وفي أعقاب الحرب العالمية الثانية ازدهرت صناديق الاستثمار بشكل كبير في الولايات المتحدة حيث بلغ عددها في يونيو (١٩٤٧م) ٣٥٢ صندوق ،وقد رت صافي أصولها ب(٤)مليار دولار وقد تطور هذا العدد على مدار الأعوام حتى بلغ في يونيو (١٩٦٦م) ٥٥٠ صندوق صافي أصولها (٥٠)مليار دولار ، وبحلول عام (١٩٩٥م) وصل عدد هذه الصناديق إلى حوالي (٥٦٥٥) صندوق تتعامل في أصول يبلغ حجمها (٢.٧) ترليون دولار .^٨ وفي بداية عام ٢٠٠١ تم إطلاق صناديق جديدة لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية حيث اتجهت عائلات الصناديق الاستثمارية نحو إطلاق صناديق لقطاعات محددة يهتم لها الناس محاولة من مدراءها تلبية متطلبات المستثمرين بشكل عام . ومع استمرار الأثر السلبي لهبوط السوق خلال الأعوام ٢٠٠٠ - ٢٠٠٢ الذي سبب خسائر فادحة لصناديق الاستثمار كافة حيث ١٤% من الصناديق تم تصفيتها أو دمجها وذلك طبقاً لمؤشر ستاندرد أند بورز standard & Poors ففي عام ٢٠٠٢ لوحده ٦.٦% من الصناديق الاستثمارية انهي عملها و ١١% غيرت

^٥ J.Senn: Les Societes d , investissement en droit Francais et compare ,These Nancy ,L.G.D.J, PARIS,1957,PP228-229.

^٦ فخر الدين علي الفقي وآخرون : دليل للاستثمار في صناديق الاستثمار، وكالة الأنباء الكويتية (كونا) القسم الاقتصادي ،ص١٣.

^٧ دواية ، اشرف محمد بصناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق ، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع و الترجمة ،مصر ، الاسكندرية ، ط١ (٢٠٠٤)، ص٢٧.

^٨ الهندي ،عدنان ، وآخرون :المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار ،مجلة إتحاد المصارف العربية ،بيروت ،لبنان ،١٩٩٥، ص٤٦.

أسمائها.^٩ وإن الأثر السلبي الذي كانت تعانيه الصناديق الأمريكية لم يؤثر بشكل كبير على الصناديق الاستثمارية في بقية الدول كفرنسا وبريطانيا والنمسا وألمانيا حيث أنه في عام ٢٠٠٢ لوحده بلغ حجم الاستثمارات الإجمالية في الصناديق الاستثمارية في ألمانيا ١.٤٦ بليون يورو.^{١٠}

في عام ٢٠٠٣ حققت صناديق الاستثمار الأمريكية عائدات ايجابية جيدة بالعموم وذلك مقارنة مع المؤشر Standard & Poors حيث ارتفعت بمعدل ٨.٧% عنه .

شكل عام ٢٠٠٤ تحولاً مهماً لصالح الصناديق الاستثمارية حيث عملت الصناديق الدولية بشكل جيد بمتوسط عائد ١٧.٧% وذلك في أسواق آسيا الصاعدة وبورصة وول ستريت wall Street، مما أدى إلى رفع عائداتها فحققت صناديق أمريكا اللاتينية أفضل العائدات ٣٨.٢%، كما أن صناديق العقارات حققت أفضل العائدات السنوية ٢١.٦% مقابل هبوط عائدات صناديق التكنولوجيا حيث انتهت بعائدات سلبية ١٦.٤%.^{١١}

ثم شهدت الفترة ما بين ٢٠٠٦ - ٢٠٠٧ تطوراً ملحوظاً في مجال الصناديق الاستثمارية في الولايات المتحدة الأمريكية وحاولت الاستفادة من الأزمات التي مرت بها في السنوات السابقة حيث توسع الإقبال على الاستثمار بكافة أنواع الصناديق بدءاً من أموال سوق النقد Money market Funds التي امتلكت ٢٦% من أصول صندوق الاستثمار والتي تميزت بمخاطرة أقل ومعدلات دوران أقل حيث تؤخذ معدلات الفائدة من صناديق سوق النقد المعروفة اليوم Day SEC Yield^{١٢} إلى أن وصلت إلى ٩٥٠٧ صندوق في أبريل من عام ٢٠٠٧ بأصول حجمها حوالي ٩ تريليون دولار^{١٣}

في آب ٢٠٠٧ سيطرت أزمة الرهون العقارية الأمريكية the Real Estate Mortgage Crisis على أسواق الأسهم في مختلف أنحاء العالم وإن كان تأثيرها الأقوى من نصيب وول ستريت Wall Street ويتم الكشف عن ١٤ شركة متورطة في أزمة الائتمان وكانت أكثر الصناديق تأثراً بهذه الأزمة هي صناديق التحوط وصناديق التقاعد كونها تتعامل مع أدوات استثمارية طويلة الأجل.^{١٤}

أما بالنسبة للمنطقة العربية فكان أول ظهور للصناديق الاستثمارية في ديسمبر ١٩٧٩ والذي أنشأه البنك الأهلي التجاري وسمي صندوق الدولار القصير الأجل ومن ثم بدأت تتألي عمليات الترخيص للصناديق الاستثمارية مترافقة مع إنشاء وإفتتاح البورصات العربية ونموها

^٩ <http://www.sec.gov>

لجنة الأوراق المالية الأمريكية

نص العبارة : the dear market of the last three years has taken its toll on the mutual funds ,with 14% of active funds liquidated or merged , accrding to S&P.In 2002 alone ,6.6% of funds bit the dust, and 11% of active funds changed their name (the figures are for domest funds only and don't include sector funds).

^{١٠} <http://www.nachhatiges-investment.org>

^{١١} <http://www.USAtoday.org>. mutual funds close out 2004 with showings, posted 31\12\2004.

^{١٢} <http://www.sec.gov> Securities and Exchange Commission (SEC). 11 April,2007

^{١٣} <http://money.cnn.com/data> , retrieved 3 May 2007

^{١٤} Warther, Vincent A,2007.Asharp Decline to Stoks along with the Estate Mortgage Crisis Journal of Financial Economics, Volume 80,November 2007.

وبحث هذه البورصات عن أدوات مالية قادرة على جذب المدخرات من خارج التداول الى داخل السوق وقد طرحت صناديق الاستثمار نفسها كوسيلة مجدية في جذب هذه المدخرات .

وأما في مصر لم تظهر صناديق الاستثمار رسمياً إلا في أعقاب صدور قانون سوق رأس المال في مايو ١٩٩٢ وحصول صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الأول على ترخيص هيئة سوق المال في ٢٦ يونيو ١٩٩٤م و الذي بدأ نشاطه في ٢٦/١٠/١٩٩٤م ثم بنك الإسكندرية في ٢٧/١٠/١٩٩٤م وبعدها توالى إنشاء صناديق الاستثمار في مصر حتى وصل عددها في نهاية ٢٠٠٩ إلى ٥٩ صندوق استثماري كان من بينها ٦ صناديق إسلامية والباقي صناديق تقليدية متنوعة بين صناديق مفتوحة أسهم ودخل ثابت ومتوازنة وصناديق تحديد أصول وصناديق مغلقة وغيرها من الأنواع الأخرى للصناديق التقليدية.

٢-١ أهمية صناديق الاستثمار

تحظى صناديق الاستثمار بأهمية بالغة لما تحدثه من تنمية اقتصادية على المستوى الجماعي والفردى والوطني والإقليمي والعالمي ، فالفرص الاستثمارية التي تتيحها صناديق الاستثمار متنوعة ومتعددة، ويمكن إبراز أهمية هذه الصناديق من خلال النقاط التالية^{١٥}:

- تلعب صناديق الاستثمار دوراً مهماً في تنمية الوعي الاستثماري لدى الجماهير والمستثمرين من خلال ما توفره من سهولة ومرونة في الأنشطة الاستثمارية.
- تشجيع الناس على الاستثمار وخاصة أصحاب الدخل المحدود، من خلال تخفيض الحد الأدنى الذي يمكن لصغار المستثمرين استثماره من خلال هذه الصناديق .
- تحد هذه الصناديق من كنز الأموال وتعطيها عن القيام بدورها في التنمية الاقتصادية من خلال استقطاب المدخرات وإدارتها ، وتنميتها .
- تعمل صناديق الاستثمار على رفع مستوى الدخل الفردي ، والوطني مما يساهم في التنمية الاجتماعية وتحسين الحياة وإشاعة الرفاهية بين أفراد المجتمع بما يستتبع ذلك من تقدم اقتصادي وعلمي وتقني.
- حماية المدخرات الوطنية من التآكل الناتج عن التضخم ، وانخفاض القيمة الشرائية حيث تقوم صناديق الاستثمار بتعظيم الأرباح من خلال أنشطتها الاستثمارية المتعددة في المجالات المختلفة كالمضاربة ، وتجارة العملات ، وغيرها من الأنشطة الاستثمارية المختلفة .
- تساهم صناديق الاستثمار في جذب رؤوس الأموال الأجنبية ، وتوطينها الأمر الذي يساهم في رفد الاقتصاديات المحلية .

هـ ذا وتتنوع الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها صناديق الاستثمار ويمكن لنا أن ندرج أهم الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها الصناديق بما يلي.

^{١٥} العنزي، عصام خلف: *صناديق الاستثمار الإسلامية والرقابة عليها* "دراسة فقهية"، الأردن، الجامعة الاردنية، ٢٠٠٤، ص ٢٥-٢٦.

٣-١ أهداف صناديق الاستثمار

تشترك صناديق الاستثمار سواء التقليدية أو الإسلامية بمجموعة من الأهداف العامة التي تسعى إلى تحقيقها هذا بالإضافة إلى الأهداف الخاصة والفرعية لمجموع الصناديق حسب أنواعها مضافاً إليها الأهداف الخاصة بكل صندوق على حداً ويمكن لنا أن نجل الأهداف العامة لصناديق الاستثمار بما يلي:^{١٦}

١ ٣ ١ تسعى صناديق الاستثمار إلى توجيه الأموال نحو السوق المالية سواء من المقيمين أو المغتربين أو المستثمرين الخارجيين (الأجانب) والذين يعانون من ضعف إمكانياتهم في الاستثمار والحضور بشكل مستمر للاطلاع على أوضاع السوق المالية واتخاذ القرارات .

١ ٣ ٢ تهدف صناديق الاستثمار الى أن تلعب دوراً بارزاً في توجيه المدخرات نحو الاستثمارات السليمة وذلك من خلال الإدارة المحترفة لهذه الصناديق، مما يخلق مناخاً استثمارياً مستقراً يوفر الفرص ال لازمة لبناء شركات سليمة ويساهم في زيادة الوعي الاستثماري ويرفع المستوى العام لأداء السوق المالية .

١ ٣ ٣ تهدف صناديق الاستثمار الى توفير حماية لصغار المدخرين و توفير المناخ الاستثماري الملائم لهم ، وتزيد الطلب على الأوراق المالية لما فيه صالح السوق، والمتعاملين فيه.

١ ٣ ٤ تهدف إلى التقليل من المضاربة وتحقيق فاعلية في السوق المالية ، نتيجة وجود الصناديق الاستثمارية وحجم أموالها فإنها ستحقق نوع من التوازن في السوق بإتباع الأسلوب العلمي السليم في اختيارها ومتاجرتها بالأسهم وابتعادها عن المضاربة.

والجدول التالي يوضح بعض الأهداف الخاصة لبعض الصناديق العاملة في جمهورية مصر العربية :

^{١٦} خريوش، حسني، أرشيد، عبد المعطي : *الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق* ، الشركة الدولية للخدمات المكتبية ، عمان ١٩٩٥، ص ٦٨.

جدول (١) يوضح أهداف بعض صناديق الاستثمار العاملة في مصر			
اسم الصندوق	مالك الصندوق	مدير الصندوق	هدف الصندوق
صندوق استثمار البنك الأهلي سويتيه جنرال (ثمار)	البنك الأهلي سويتيه جنرال	المجموعة المصرية لإدارة صناديق الاستثمار	يهدف الصندوق بصفة خاصة إلى تقديم وعاء ادخاري واستثماري يوفر السيولة النقدية اليومية عن طريق احتساب عائد يومي تراكمي على الأموال المستثمرة وبناء على ما تقدم سمح الصندوق بالاكتتاب والاسترداد اليومي في وثائق الاستثمار التي يصدرها. ويستثمر الصندوق أمواله في استثمارات سائلة قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل مثل السندات وأذون الخزانة والودائع البنكية و صكوك التمويل وشهادات الادخار
صندوق استثمار البنك الأهلي المصري الرابع النقدي ذو العائد اليومي التراكمي	مجموعة سامبا المالية	الأهلي لإدارة صناديق الاستثمار	يهدف الصندوق إلى منح عائد يومي تراكمي من خلال تحقيق عائد جيد لحملة الوثائق يزيد عن متوسط عائد أوعية الاستثمار الآمنة مثل أذون الخزانة والودائع والسندات الحكومية وسندات الشركات وذلك عن طريق : -الاستثمار في أدوات سوق النقد في: أذون الخزانة، صكوك التمويل، السندات الحكومية ووثائق الصناديق الأخرى المثيلة العاملة بالسوق وغيرها من الأدوات المالية قصيرة الأجل. -استثمار جزء من أموال الصندوق في سوق رأس المال في: سندات البنوك والشركات لمحاولة رفع متوسط عائد الصندوق عن متوسط عائد الأوعية الاستثمارية النقدية قصيرة الأجل. -استثمار جزء من أموال الصندوق في ودائع أوعية ادخارية بنكية بأجل مختلفة. -يعتمد الصندوق على سياسة متحفظة تتمثل في تنويع الاستثمارات المختلفة على النحو الموضح بعالية بهدف المحافظة على أموال المستثمرين. -يعتمد الصندوق بصفة أساسية على آليات التداول العادية المعمول بها حالياً وفقاً للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولانته التفيذية ويمكن للصندوق العمل وفقاً للآليات الأخرى التي يقرها القانون مثل التداول بالهامش أو الشراء والبيع في ذات الجلسة أو الافتراض بغرض البيع أو أية آليات جديدة للتداول يتم إضافتها وإقرارها وفقاً للقانون المذكورة ولانته التفيذية وذلك حسب مقتضيات الحاجة وبما يخدم أهداف وسياسات الصندوق الاستثمارية. -بنيت السياسة الاستثمارية للصندوق في الأوعية الاستثمارية المذكورة أعلاه بهدف تخفيض درجة المخاطر المتعلقة بالاستثمار
صندوق البنك المصري لتنمية الصادرات – الثاني النقدي ذو العائد التراكمي	البنك المصري لتنمية الصادرات	أيه بي ان امرو دلتا	يهدف الصندوق إلى إيجاد أداة استثمارية ذات درجة عالية من السيولة تتمثل في إمكانية الشراء و البيع اليومي للوثيقة بدون أي مصروفات و تحقق عائد يومي تراكمي لحامل الوثيقة يفوق متوسط العائد علي الودائع المصرفية و الحسابات الجارية. و يتم هذا عن طريق استثمار أصول الصندوق في أدوات مالية ذات درجة عالية من السيولة و آجال استحقاق مختلفة قصيرة و متوسطة و طويلة الأجل تتمتع بدرجة منخفضة من المخاطر بهدف المحافظة على الأموال المستثمرة
صندوق استثمار بنك مصر النقدي ذو العائد الدوري	مجموعة سامبا المالية	بلتون	يهدف الصندوق بصفة خاصة إلى تقديم وعاء ادخاري واستثماري يوفر السيولة النقدية اليومية عن طريق احتساب عائد يومي تراكمي على الأموال المستثمرة فيه يتم إضافته إلى حساب العميل طرف البنك في آخر كل يوم
صندوق استثمار بنك مصر الرابع " وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية "	مجموعة سامبا المالية	اتش سي	يهدف صندوق استثمار بنك مصر الرابع "وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية" استثمار أمواله وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية وقرارات وتوصيات هيئة الرقابة الشرعية الدائمة للصندوق كما يهدف الصندوق الى تعظيم أرباح حملة الوثائق والمحافظات على الأموال المستثمرة عن طريق توزيع المخاطر على القطاعات المختلفة المباحة شرعاً.

المصدر:الجدول من إعداد الباحث بعد الاطلاع على نشرات الاكتتاب الخاصة بكل صندوق.

نلاحظ أن الكثير من الصناديق يمكن لها أن تتفق بالهدف العام وبعض الأهداف الخاصة ولكن يبق لكل صندوق هدف خاص يميزه عن غيره من الصناديق الأخرى .

المبحث الثاني: الإطار العام لعمل صناديق الاستثمار

في هذا المبحث سيتم التعرف على السمات التي تميز صناديق الاستثمار عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى المشابهة لها كما سيتم التعرف على آلية عمل هذه الصناديق بالإضافة إلى عملياتها ومواردها ومصروفاتها.

٢-١ سمات صناديق الاستثمار^{١٧}

لصناديق الاستثمار سمات وصفات تتصف بها تميزها عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى وأيضاً لها شروط أساسية وتكميلية لإنشائها ولقيامها بأعمالها وهنا يتم مناقشة هذه الصفات والسمات التي تتسم بها صناديق الاستثمار.

٢-١-١ مدة الصندوق

في بداية نشأة صناديق الاستثمار كان يتم تحديد تاريخاً معيناً لانتهاء عمل الصندوق (فترة عمر الصندوق) ويتم تدوين ذلك في عقود التأسيس الخاصة بالصندوق، إلا أن ذلك قوبل بانتقادات كثيرة نتيجة لانخفاض قيمة الأوراق المالية عند القيام بالتصفية لكثرة المعروض من تلك الأوراق المالية عند القيام بالتصفية وإنهاء الصندوق، ولمعرفة جمهور المشتريين بالسوق حقيقة الغرض من بيع تلك الأوراق المالية مما كان يعرض الصناديق لخسائر محققة، أما في الصناديق الحديثة فإن عقودها – وإن حددت مدة لانتهائها – فإنها تجزئ تمديداتها لفترة أخرى بالاتفاق بين كل من المديرين والأمناء وحملة الوثائق على أن يكون ذلك قبل انتهاء عمر الصندوق بفترة محددة.

٢-١-٢ نوع الوثائق (الحصص)

تصدر صناديق الاستثمار صكوك أو وثائق استثمارية تكون في صورة شهادات لحاملها أو شهادات اسمية وتعبئ هذه الوثائق عن حصة المستثمر في الصندوق.

٢-١-٣ أموال الصناديق

يجب أن تكون أموال الصناديق مهما صغرت كافية ليتم شراء المحفظة الاستثمارية الأصلية وأن تكون كافية لتغطية مصاريف إنشاء وتأسيس مكتب لإدارة الصندوق ولتغطية المصاريف القانونية والدعائية والمصروفات الأخرى اللازمة، وأن تكون النسبة المقررة لتغطية المصاريف الإدارية وتكوين احتياطي لتفادي الصعوبات التي قد تواجه الصندوق في أول نشأته، وكذلك أن يتوافر النقد الكافي لدى المديرين لشراء ما يُعرض عليهم للبيع من الوثائق.

٢-١-٤ السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار^{١٨}

تختلف السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار باختلاف طبيعة الصندوق والغرض من إنشائه والعائد المتوقع منه، وبناء على ذلك تقوم إدارة الصندوق بشراء وبيع الأوراق المالية

^{١٧} شرف هاشم، غادة إبراهيم نور الدين: دور صناديق الاستثمار في تويح الاستثمار في سوق الأوراق المالية في مصر في ظل آليات السوق دراسة مقارنة، مصر، جامعة عين شمس، ٢٠٠٧، ص ١٠٨، ١٠١.

^{١٨} بنك مصر، مركز البحوث، أوراق بنك مصر البحثية، تجربة صناديق الاستثمار في مصر، ٢٠٠٧، ص ٨.

من أجل تكوين محفظة استثمارية تتلاءم مع هذه الأهداف وتعمل على تحقيق السياسات الاستثمارية المتوقعة منه ، وتنقسم السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار إلى عدة أنواع :

النوع الأول : السياسة المتحفظة (الدفاعية) Defensive Policy :

هـ ي سياسة تتحفظ تجاه المخاطر الاستثمارية وتقوم بالتالي على توفير عامل ي الأمان والاستقرار ، لذا الاستثمار في هذه الأموال يكون غالبا في شكل السندات الحكومية طويلة الأجل والأسهم الممتازة مما يضمن الدخل المستقر المستمر والثابت إلى حد ما.

النوع الثاني: السياسة الهجومية Aggressive Policy :

تتركز هذه السياسة على تحقيق الأرباح الرأسمالية نتيجة لحدوث ارتفاعات في أسعار الأوراق المالية ولذا تتكون غالبية المحفظة من أسهم عادية ، خاصة في الرواج والانتعاش الاقتصادي حيث يتم شراء أسهم عادية بأسعار منخفضة والاحتفاظ بها ثم بيعها عند ارتفاع أسعارها مما يحقق أرباحاً رأسمالية ، إلا أن هذه السياسة ذات مخاطر عالية خاصة في حالة عدم صدق توقعات ارتفاع الأسعار والذي يكون نتيجته خسائر كبيرة قد تصل لفقد كل المحفظة الاستثمارية.

النوع الثالث : السياسة المتوازنة Balanced Policy :

وهي خليط من السياستين السابقتين حيث تهدف لتحقيق دخل ثابت إلى حد ما عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية التي تدر عوائد ثابتة كالسندات الحكومية والأسهم الممتازة ، بالإضافة إلى تحقيق بعض الأرباح الرأسمالية من خلال استثمار جزء من أموال الصندوق في الأسهم العادية والأوراق المالية قصيرة الأجل.

النوع الرابع : قاعدة الرجل الحريص Prudent Man Rule :

يجب على إدارة الصندوق عند تطبيق هذه السياسة التعرف على ما قد ينشأ من مشكلات عند التطبيق بهدف تلافيها مثل التكلفة العالية ، كبر حجم الأموال المستثمرة ، والتنوع غير الضروري ، وعدم الاستفادة من تحليل البيانات الاقتصادية ، وكذلك عدم الاستفادة من البدائل الاستثمارية المتاحة.

٢-١-٥ الأسس التي يقوم عليها صناديق الاستثمار:

عند إنشاء الصندوق الاستثماري يجب على المؤسسة المنشئة لهذا الصندوق أن تحدد بعض الأسس والتي يمكن تلخيصها بالتالي:

- تحديد نوع الصندوق المزمع إنشاءه.
- تحديد نوع الاستثمارات التي سيستهدفها الصندوق ، وهل هي صناعي أم خدمي أم . . .
- وأي نوع من الصناعات أو الخدمات .
- تحديد نوع الأوراق المالية التي سوف يتم شرائها لتكوين محفظة صندوق الاستثمار من الاستثمارات التي وقع عليها الاختيار.

- بحث عن الأوراق المالية التي سوف يتم شراؤها ؛ وخاصة إذا ما كان صندوقاً ثابتاً.
- حجم رأس مال الشركة المراد شراء أسهمها خاصة إذا ما كانت هناك صناديق استثمار أخرى تستثمر في نفس النوع من الأسهم.

٢-١-٦ عقد الصندوق

بعد الانتهاء من إجراء الدارسات الخاصة بقيام الصندوق من اختيار نوع الصندوق المراد إنشائه والأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة ، وبعد التوصل إلى الشركة التي سوف تقوم بدور أم ين الاستثمار للصندوق ، يتم وضع مواد عقد تأسيس الصندوق بمعرفة المديرين والأمناء بمعاونة المستشارين القانونيين للطرفين ويتضمن العقد ما يلي :

- تعريف المصطلحات الخاصة بالصندوق وبالعقد.
- تحديد نوع الصندوق (ثابت - مرن - ... إلخ).
- تحديد سلطة المديرين ومدى إمكانياتهم القيام بتغيير نوع الاستثمارات التي يتكون منها محفظة الصندوق .
- تحديد الظروف التي يمكن للمديرين التصرف فيها بالبيع للأسهم أو للاستثمارات الخاصة بالصندوق (بعد أخذهم موافقة الأمناء) .
- تحديد أنواع الأوراق التي تتكون منها المحفظة خاصة في حالة الصناديق الثابتة ، مع وجود كشف ببيان الأوراق المالية البديلة التي يمكن الاختيار من بينها عند إجراء تغيير بالمحفظة، مع تحديد عدد الوثائق (الحصص) التي تقسم إليها المحفظة (في حالة الصناديق الثابتة) ، والمحفظة الأصلية في حالة الصناديق المرنة ووضع كشف بالأوراق المالية البديلة التي يمكن الاختيار من بينها عند إجراء تغيير في المحفظة .
- كيفية إصدار الوثائق ووضع الحد الأدنى للحيازة والحد الأقصى إن وجد ، وتحديد كيفية القيام بتقييم الوثائق في حالة البيع أو في حالة الشراء مع تبيان عناصر ذلك التقييم.
- توضيح تفاصيل المصاريف الإدارية التي يتقاضاها المديرين عن طريق إضافتها على ثمن بيع الوثائق للجمهور .
- تبيان ماهية نظام التوزيع الذي سيتم إتباعه ، وهل سيكون نظام التوزيع النقدي للأرباح أم إعادة استثمارها.
- توضيح حقوق حملة الوثائق والحصص .
- توضيح تاريخ انتهاء حياة الصندوق والظروف المختلفة التي تجيز إنهاءه قبل انقضاء مدة حياته المقررة في العقد وكيفية إنهاء الصندوق أو تصفيته .
- توضيح حقوق المديرين والأمناء وواجباتهم تجاه حملة الوثائق والحصص مثل تزويدهم ببيانات عن حسابات الصندوق في مواعيد منتظمة ودورية (وغالباً ما تكون مواعيد توزيع الأرباح) وأيضاً حقوق المديرين والأمناء لدى حملة الوثائق مثل أجرهم ومكافآتهم.

٢-١-٧ مدير الصندوق

تتخذ إدارات الصناديق – خاصة الصناديق المرنة منها – شكل شركات خاصة Private Companies ويتطلب خبرات وكفاءة كبيرة ويكون لها مديراً مسؤولاً ، حيث يطلب منه تحقيق أمرين رئيسيين:^{١٩}

الأول : تحقيق عوائد فوق المتوسط العام للاستثمارات مماثلة في نفس درجة المخاطرة.

الثاني : تحقيق تنوع كامل لمحفظة الاستثمارات بحيث تجعل المخاطرة غير المنتظمة عند أقل حد ممكن.

كما تقع على عاتقه عدة واجبات أساسية من أجل الحفاظ على سلامة أموال المستثمرين وسلامة الأوراق المالية من أي هزات قد تحدث إذا لم يتم إدارة الصندوق بالصورة الجيدة المطلوبة ومن تلك الواجبات :

- اتخاذ الإجراءات اللازمة لإنشاء الصندوق.
- إصدار نشرة الاكتتاب في الصندوق الذي يضطلع بإدارته وهذه النشرة لابد وأن تتضمن بعض البنود الأساسية من أهمها :^{٢٠} "اسم الصندوق - شكل الصندوق القانوني - الهدف من إنشاء الصندوق - مدة الصندوق - القيمة الاسمية للوثيقة - السياسة الاستثمارية للصندوق - أتعاب مدير استثمار الصندوق - أي أعباء مالية أخرى يتحملها المستثمرون - طريقة التقييم الدوري لأصول الصندوق - شروط الاسترداد" .
- تقع على عاتقه مسؤولية بيع الوثائق والحصص للجمهور وكذلك شرائها منهم.
- تقع على عاتقه مسؤولية إتباع السياسات الاستثمارية التي من شأنها تحقيق النفع لحملة الوثائق وذلك في حالة الصناديق المرنة Flexible Trusts .
- يقوم بالاحتفاظ بسجلات لقيد أسماء حملة الوثائق .
- يقوم بالاحتفاظ بالسجلات الأخرى اللازمة للصندوق .
- يقع عمل مدير الصندوق تحت رقابة أمناء الصندوق.

٢-١-٨ أمناء الصندوق

يمكن اعتبار أمناء الصندوق حراساً على مصالح حملة الوثائق والحصص، ويقع على عاتقهم عدة مهام وفقاً لنصوص عقد صندوق الاستثمار :

- هم مسؤولون عن صحة البيانات التي ينشرها المديرون .
- مراقبة توزيع متحصلات بيع الوثائق والحصص على عناصرها المختلفة .
- إصدار شهادات الحصص .
- توزيع الأرباح .
- حفظ سجل بأسماء حملة الحصص.

¹⁹ Frank K. Relly, Investment Analysis and Portfolio Management, Virginia: The Dyrone Press, 1994 p.944

^{٢٠} قاسم، منى : صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية ، القاهرة، ١٩٩٦، ص ٣٤.

-حفظ الأوراق المالية والنقدية الخاصة بالصندوق.
قد يكون من حقهم أحياناً الاعتراض على تغيير محتويات المحفظة.

٢-١-٩ كيفية بيع وثائق صندوق الاستثمار

هناك عدة طرق لبيع وثائق وحصص صندوق الاستثمار ، منها :

- **نشر إعلان في الصحف والجرائد:** حيث يقوم مديرو الصندوق بنشر إعلان في الصحف عن الصندوق المراد عرض وثائقه للبيع ومزاياه وبعض التفاصيل اللازمة للمستثمرين والجمهور الراغب في الاستثمار فيه ، إلا أن تلك الوسيلة مكلفة وتزيد من نسبة المصاريف الإدارية الخاصة بالصندوق والتي غالباً ما تحدد مقدماً في عقد الصندوق.
- **البيع عن طريق الوكلاء:** كأن يتم البيع بواسطة البنوك والوكلاء بعد معرفتهم بالأسعار الجارية من المديرين ، وعند إتمام البيع يقوم المدير بإرسال مذكرة بالعملية للوكيل ، ثم يرسل الأمناء شهادات الوثائق و الحصص للمشتريين ، ويقوم المديرون بدفع عمولة الوكلاء وأحياناً يحملها الوكيل للمشتري.
- **البيع عن طريق السماسرة:** فقد يعهد المديرون إلى أحد السماسرة ببيع وشراء الوثائق والحصص لحسابهم في مقابل أن يستأثر السماسر بعد ذلك بعمليات البيع والشراء التي تتم في محفظة الصندوق .
- **عرض عدد معين من الحصص للبيع بسعر محدد:** حيث يعلن صندوق الاستثمار عن عرض عدد معين من الوثائق والحصص للبيع بسعر محدد خلال فترة معينة ، وه ي قد تكون حصصاً جديدة وقد تكون حصصاً سبق للجمهور بيعها للمديرين.
- **البيع المباشر عن طريق المديرين أو هيئة مستقلة يتم تعيينها من قبل المديرين لهذا الغرض:** حيث قد يقوم المديرون ببيع الوثائق والحصص بصورة مباشر رة للجمهور على أساس الأسعار المحددة يومياً بعد تقويم المحفظة ، كما قد يعهد المديرون بتلك العملية لهيئة مستقلة مصرح لها التعامل في الأوراق المالية لإبعاد الإدارة عن التعامل في وثائق الصندوق بصورة كبيرة.

٢-٢ عمليات صناديق الاستثمار^{٢١}

تتمثل أهم العمليات التي يقوم بها الصندوق الاستثماري بما يلي:

٢-٢-١ التسعير^{٢٢}

وهو إعلان سعر الوحدات الاستثمارية (الوثائق) في الصندوق . وتحدد الصناديق الاستثمارية في نظام تأسيسها ما إذا كانت مفتوحة أو مغلقة، فإذا كانت مغلقة لا يقوم المدير بإعلان سعر للوحدات إلا في آخر يوم من عمر الصندوق، على أن ذلك لا يعني أن تلك الوحدات ليس لها سعر خلال هذه المدة إذ يمكن التعرف على قيمتها من خلال تبادلها في الأسواق المنظمة كالبورصات أو من خلال تبادلها بطريقة البيع المباشر بين المستثمرين .

أما إذا كان الصندوق مفتوحاً فإن المدير يحدد يوماً معيناً م ن كل أسبوع إذا كان أسبوعياً أو اليوم الأول من كل شهر إذا كان شهرياً وهكذا ، يسمى هذا اليوم بيوم التسعير وفي هذا اليوم يعلن المدير سعر الوحدة الاستثمارية وهو السعر الذي يمكن بناءً عليه خروج المستثمرين الراغبين في الحصول على السيولة ودخول أولئك الذين يرغبون في الاستثمار . ويعتمد السعر الذي يعلنه المدير على تقى يه للأصول المملوكة في الصندوق . فإذا كان الصندوق خاصاً بالأسهم اعتمد سعر الوحدة الاستثمارية على السعر السوقي للأسهم التي يملكها الصندوق مضافاً إليه الدخل المتولد لهذا الصندوق من أرباح الشركات أو فروق سعر الصرف أو ما إلى ذلك . فإذا أراد المستثمر الخروج يمكن له أن يبيع الوحدات التي يملكها إلى الصندوق بالسعر المعلن . وإذا أراد مستثمر جديد الدخول يمكن له الشراء بذلك السعر لأن بإمكان المدير توظيف هذه الأموال الجديدة في أسهم جديدة يشتريها بالسعر السوقي . فهو عندئذ يستمر في إصدار وحدات جديدة للمستثمرين الجدد . وقد يفرق بين سعر الدخول والخروج . وفي الصناديق الإسلامية يلزم لتداول الوحدات أن تتحقق شروط منها أن أصول الصندوق لا بد أن تكون أصولاً عينية حقيقية وليست ديوناً أو التزامات مالية . ذلك إن التداول هو نوع من البيع لهذه الوحدات فإذا كان ما تمثله ديون آل تداولها إلى بيع الدين وهو ممنوع لغير من هو عليه بغير قيمته الاسمية

٢-٢-٢ الرسوم على المشتركين^{٢٣}

تفرض الصناديق الاستثمارية أحياناً رسوماً على المشتركين لتغطية جزء من تكاليفها ولا سيما تلك المتعلقة بعمليات توظيف الأموال .

وتتبرى بعض الصناديق المفتوحة التي تتداول وحداتها في الأسواق المنظمة طريقة فرض الرسوم ابتداءً عند الاشتراك وتسمى (Load -Funds) وتظهر هذه الرسوم على صفة زيادة في القيمة الصافية للأصول عند الشراء ولكن يحصل عليها المسوق

^{٢١} زنجري، فريدة بن يوسف "صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات"، "تجربة جمهورية مصر وامكانية تطبيقها في سورية"، دمشق، ٢٠٠٦، ص ٢٦.

^{٢٢} <http://isegs.com/forum/showthread>

^{٢٣} <http://www.islamifn.com/basic/funds/htm>

بينما تتبنى صناديق أخرى طريقة فرض الرسوم عند الخروج من الصندوق . وترتبط بعض الصناديق هذه الرسوم بمدة بقاء المستثمر في الصندوق بحيث تتناقص تلك الرسوم بقدر ما تطول هذه المدة أما إذا كان مُصدر الصندوق يقوم بنفسه بتسويقه فلا يفرض في العادة رسوماً على الدخول أو الخروج وتسمى هذه الصناديق (- No Load Funds) وفي الصناديق المغلقة التي يجري تداول وحداتها في الأسواق المنظمة قد يقوم المستثمر بدفع رسوم للسمسار في السوق .

٢-٢-٣ الاسترداد والتداول^{٢٤}

لما كان عنصر السيولة يعد أهم عناصر الجذب في الصناديق الاستثمارية فقد صممت لتوفر للمستثمرين طرقاً فعالة في تحقيق هذا المطلب ، وتعتمد الصناديق المفتوحة على ما يسمى بالاسترداد حيث يمكن للمشاركين استرداد أموالهم بصفة دورية . أما الصناديق المغلقة فلا تتحقق السيولة فيها إلا بتداول الوحدات في السوق . ويقوم عمل الصناديق الاستثمارية المفتوحة على حرص المدير على الاحتفاظ بقدر من السيولة يملكته من شراء وحدات أولئك المستثمرين الذين يرغبون في استرداد أموالهم في يوم التسعير . ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير وعلى عمر الصندوق والظروف والبيئة الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق. ومن الجلي أن هذه السيولة المستبقاة لا تدر عائداً للصندوق (أو لا تدر عائداً مجزياً لقصر أجلها) ولذلك يحرص المدير على الاحتفاظ بالحد الأدنى منها . ويفترض أن جزءاً كبيراً من عمليات الاسترداد في يوم التسعير سيتم تغطيته من الأموال الجديدة التي يقدمها الراغبون في الدخول فيه. ولذلك فإن السيولة المستبقاة تكون عند الحد الأدنى.

وفي كثير من الأحيان يحرص المدير على توزيع مدد الاستثمار بطريقة يتحقق معها قدر من السيولة في كل يوم تسعير دون الحاجة إلى تعطيل الأموال خلال مدة الصندوق حتى لو كانت مدة قصيرة لأسبوع أو نحوه . ومع ذلك فلن المدير يواجه أحياناً حجماً من الاسترداد يزيد عن السيولة الموجودة في الصندوق وعن حجم الأموال الجديدة المستثمرة فيه . ولذلك تحرص كثير من صناديق الاستثمار على النص في نظامها الأساسي على علاج هذه الحالة بطرق منها أن لا تلتزم في حالة عدم توفر السيولة برد كامل مبلغ الاستثمار بل جزءاً منه فحسب لمن يأتي أولاً وتطلب من الآخرين الانتظار . وفي أحيان يتفق الصندوق مع أحد المؤسسات الكبيرة التي تقدم له (مقابل رسوم محددة) التزاماً بتوفير السيولة له عند الحاجة إليها، أو الالتزام بشراء الوحدات التي لا يستطيع الصندوق استردادها لعدم توفر السيولة له.

٢-٢-٤ رسوم الإدارة

يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته. تصمم طريقة احتساب رسوم المدير بحيث تولد الحوافز لديه على تحقيق النمو للصندوق بما يفيد جميع المشاركين ، ولذلك يعتمد حسابها على ما يسمى بالقيمة الصافية لأصول الصندوق . يقوم المدير عندئذ بحساب هذه القيمة الصافية بصفة دورية، وفي حالة الصناديق المفتوحة يفعل ذلك في يوم التسعير، ويقطع أجره بالنسبة المتفق عليها . ويتراوح أجور الإدارة غالباً بين ١% إلى ٥% من القيمة

²⁴ <http://www.elgari.com/article70.htm>

الصافية^{٢٥}. فتزيد أجور المدير كلما كبر حجم أصوله. فإذا اعتبرنا المدير وكيلاً عن المستثمرين فهي وكالة بأجر فلزم أن يكون الأجر معلوماً لصحة الوكالة لأن حكمها حكم عقود المعوضات الأخرى ولذلك يجب أن يكون الأجر معلوماً مقدماً وليس في نهاية فترة الإدارة. وإن كان على أساس المضاربة فللمدير أن يحصل على جزء من الربح المتولد من الاستثمار^{٢٦}.

٥-٢-٢ الاحتياطات

تحتفظ الصناديق عادة باحتياطات يتم اقتطاعها من الأرباح و الغرض منها تحقيق الاستقرار في ما يدفعه الصندوق من أرباح للمشاركين فيه، وتعويض الخسائر التي قد تحصل في بعض الأوقات. وتستمر هذه الاحتياطات في التراكم في الصندوق وتعد جزءاً من الأموال فيه بحيث يستحقها أولئك الذين كانوا يملكون وحداته عند انتهاء عمره إن كان قد حدد عمر الصندوق.

٣-٢ آلية الاستثمار في الصناديق الاستثمارية

عند رغبة أحد المستثمرين في الاستثمار عن طريق الصناديق الاستثمارية يجب أن يمر بمجموعة من المراحل والإجراءات والتي يمكن لنا أن نضعها ضمن التسلسل التالي:

١-٣-٢ اختيار الصندوق

تحرص الشركات والبنوك المؤسسة للصناديق الاستثمارية على طرح تشكيلة من الصناديق الاستثمارية وذلك لتتلاءم مع أكبر قدر ممكن من رغبات وأذواق المستثمرين ، ويتأثر اختيار المستثمر للصندوق من بين التشكيلة المطروحة على مجموعة من الاعتبارات يتمثل أبرزها بالتالي:

- مدى موافقتها لمبادئ الشريعة الإسلامية ، وفي هذا الصدد نجد أن المصارف والشركات الاستثمارية وشركات التأمين سواء التقليدية أو الإسلامية تتنافس فيما بينها في اختيار تشكيلة الصندوق متلائمة - من وجهة نظر المؤسسة المالية - مع أحكام الشريعة الإسلامية ، بحيث يتجنب الاستثمار في السندات أو سوق النقد أو أسهم الشركات ذات الأنشطة المحرمة . أو ضمان رأس مال المستثمر . إلا أن مدى قابلية المستثمرين لهذه الفكرة يرتبط أساساً بثقتهم في إدارة المؤسسة المالية ، وقدرتها على تمييز الضوابط الشرعية للاستثمار المشروع، وفي هذا الصدد لا يلحظ توجه لدى إدارات الخدمات الاستثمارية في المؤسسات المالية لتشكيل هيئات للرقابة الشرعية إلا في عدد محدود منها^{٢٧}.
- مدى قدرة الصندوق على تحقيق التوازن بين المخاطر والعوائد ، وفي هذا الصدد يرتبط الاقتصاديون بين عنصري العائد والمخاطرة بعلاقة طردية فكما ارتفع طموح

٢٥ زيني، فريدة بن يوسف: "صناديق الاستثمار ونورها في تفعيل استخدام المدخرات"، مرجع سبق ذكره، ص ٢٨.

²⁶ <http://bltagi.com/portal/articles.php?action=show&id/9>

^{٢٧} الشبلي، يوسف عبد الله: "الخدمات الاستثمارية في المصرف وأحكامها في الفقه الإسلامي" (الصناديق الاستثمارية والودائع المصرفية)، أطروحة دكتوراه، السعودية، الرياض، جامعة الامام محمد بن سعود الإسلامية، ٢٠٠٥، ص ١٠٤.

المستثمر لتحقيق عائد أعلى فعليه أن يعد نفسه لتحمل درجات أعلى من المخاطرة والعكس بالعكس^{٢٨}.

٢-٣-٢ الاشتراك في الصندوق^{٢٩}

تلتزم الشركة المؤسسة للصندوق الاستثماري سواء أكان تقليدياً أو إسلامياً بإصدار اتفاقية أو نشرة تتضمن وصفاً كاملاً للصندوق المكتتب فيه ، والتي تتضمن نوعه، وكيفية إدارته، ودرجة المخاطرة فيه، وكيفية تقييم الوحدات الاستثمارية، ومدى قابليتها للاسترداد، وعملة الصندوق ، وسعر الوحدات الاستثمارية عند بداية عمل الصندوق ، والحد الأدنى من عدد الوحدات التي يلزم الاكتتاب به ١ للاشتراك المبدئي ، والحد الأدنى من عدد الوحدات اللازمة للاشتراك الإضافي ، وهي عادةً تكون أقل من الأولى ،الخ.

وتحرص الصناديق على طرح أساليب ترغيبية في مرحلة الاكتتاب لجذب المستثمرين ولدعم الصندوق في مراحله الأولى، ومن ذلك^{٣٠}:

أن بعض الصناديق في مرحلة الاكتتاب وقبل بدء النشاط يقوم باستثمار مبالغ الاشتراك بشكل مؤقت في صناديق استثمارية قائمة للمصرف أو الشركة المؤسّسة ، ثم يتم تحويل تلك المبالغ مضافاً إليها الأرباح المحققة من الصندوق (صافي الاستثمار) إلى الصندوق عند بدء نشاطه.

كما أن بعض الصناديق تتيح للمستثمرين إمكانية دفع رأس المال المكتتب به دفعة واحدة أو على شكل أقساط دورية وفق خطة تجميع ادخارية يحددها الصندوق ، ولا شك أن هذه الميزة تحقق مصلحة لكلا الطرفين : إدارة الصندوق والمستثمر، فالمدبر يستطيع أن يرسم خطته الاستثمارية وفقاً للتدفقات النقدية المتوقعة فلا يثقل كاهله بأموال سائلة لا يقدر على استثمارها على الوجه المطلوب ، والمستثمر - فضلاً عن أن هذه الطريقة أيسر عليه في التسديد - فإنها تشكل له نوعاً من الضمان والأمان حيث تتاح له الفرصة لمتابعة وتقويم أداء المدير ويكون استمراره في الصندوق مبنياً على حقائق ونتائج ملموسة .

وتتبع الصناديق في سياستها الهادفة إلى تقسيط رأس المال إحدى الطريقتين :

- فإما أن يتم الاشتراك وفق خطة تجميع مدخرات اختيارية ، يحق للعميل فيها متى يشاء أن يعدل عن تنفيذها .
- وإما أن يكون وفق خطة تعاقدية ، حيث يحصل العميل على تسهيلات أكثر في رسوم الاشتراك مقابل تعرضه للجزاء متى ما أخل بالخطة^{٣١}.

^{٢٨} سلامة، زينب السيد: ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها في المملكة العربية السعودية ،مجلة الادارة العامة ،٢٠٠٠، ص٨٤.

^{٢٩} وهبة، رائد عبد الرحمن: أثر التنويع على الاداء المالي لصناديق الاستثمار المصرية (دراسة تطبيقية)، جامعة عين شمس، مصر القاهرة ،٢٠٠٥، ص٧.

^{٣٠} زيني، فريدة بن يوسف: صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات ،"تجربة جمهورية مصر العربية ومدى إمكانية تطبيقها في سورية"، سورية، دمشق ٢٠٠٦، ص٤٨.

^{٣١} هندي، منير إبراهيم: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2002، ص١٥١.

٢-٣-٣ صكوك الاستثمار

تصدر إدارة الصندوق شهادات للمستثمرين يسجل في كل شهادة عدد الوحدات التي يملكها المستثمر في الصندوق ، وتسمى هذه الصكوك شهادات أو وثائق الاستثمار، وهي على نوعين^{٣٢}:

- شهادات الوحدة الاستثمارية: وتصدرها عامة الصناديق ، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة، بصرف النظر عن القيمة التي ستؤول إليها.
- شهادات القيمة الاسمية: وهي لا تشكل إلا نسبة ضئيلة جداً مما تصدره الصناديق من الشهادات، وتصدرها صناديق الاستثمار المضمونة، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة مع ضمان قيمتها الاسمية وهي القيمة المدونة عليها.

٢-٣-٤ تنوع الاستثمارات

إن من المبادئ الأساسية التي يقوم عليها الصندوق الاستثماري هو التنوع، والذي يقصد به أن يقوم مدير الصندوق بتشكيلة محفظة استثمارية تساهم في تحقيق أهداف الصندوق . وهذا بالإضافة إلى أن التنوع ضرورة تقتضيها السياسة المثلى للاستثمار، فهو إلزام توجبه اللوائح والأنظمة في كافة البلدان، ففي النظام المصري مثلاً^{٣٣} : يجب ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على ١٠% من أموال الصندوق، وبما لا يتجاوز ١٥% من أوراق تلك الشركة، وهذا يستلزم ألا يقل ما يمتلكه الصندوق عن عشرة إصدارات متنوعة^{٣٤}

وتتبع الصناديق في سياسة الاستثمار هذه عدة اتجاهات^{٣٥} : فمنها ما يتوسع في ذلك ليشمل إصدارات من عدة دول مختلفة، كالأسمم الأوروبية وأسمم جنوب شرق آسيا وغيرها، ومنها ما يقتصر على الإصدارات المتداولة في دولة واحدة ، ومنها ما يتخصص في شركات من قطاع معين، كأسمم الشركات الصناعية، أو شركات النقل، ونحو ذلك.

ومن الحوافز الترويجية التي تلجأ إليها بعض المصارف التي تؤسس عدداً من الصناديق أن تتيح للمستثمر إمكانية تشكيل محفظة خاصة به تسمى (محفظة شخصية) بحيث تكون من وحدات من صناديق شتى بحسب رغبة المستثمر.

٢-٣-٥ تقييم الوحدة الاستثمارية

يقوم مدير الصندوق الاستثماري بإجراء تقييمات دورية للوحدات الاستثمارية التي تم طرحها للاكتتاب ، وذلك إما بشكل يومي أو أسبوعي أو في أيام محددة ضمن الأسبوع ، وذلك بحسب ما

^{٣٢} زيني، فريدة بن يوسف : *صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات*، مرجع سبق ذكره، ص ٤٨-٤٩ .

^{٣٣} الحناوي، محمد صالح، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر

، الإسكندرية، ١٩٩٤، ص ٥٨١

^{٣٤} دواية، اشرف محمد: *صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق* ، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية ، القاهرة

، مصر ، ٢٠٠٤، ص ١٠٨

^{٣٥} السيسى، حسين صلاح الدين: *الإدارة العلمية للمصارف التجارية* ، دار الوسام للطباعة والنشر، بيروت، ص ٣٤٨ .

تنص عليه نشرة الاكتتاب، والهدف من وراء القيام بهذه التقييمات هو تحديد المبلغ الذي يبنى عليه تداول الوحدة الاستثمارية بيعاً وشراءً. وللوحدة الاستثمارية ثلاث قيم مختلفة وهي :

- **قيمة الإصدار:** وهي القيمة التي تصدر بها الوحدة عند الاكتتاب المبدئي.
- **القيمة الحقيقية:** وهي صافي قيمة الأصول المكونة للصندوق مقسومة على إجمالي عدد وحدات الصندوق المستحقة في تاريخ التقييم ، وتتحدد قيمة صافي الأصول من خلال القيمة السوقية للأوراق المالية التي يشتمل عليها الصندوق وقت إجراء الحساب مخصوماً منها أي التزامات أو أتعاب إدارية أو مصروفات تشغيلية مستحقة على الصندوق.
- **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي تباع بها الوحدة الاستثمارية . وثمة فارق في تحديد القيمة السوقية للوحدات في صناديق الاستثمار المفتوحة عنها في الصناديق المغلقة، ففي الصناديق المغلقة حيث يسمح بتداول الوحدة الاستثمارية في السوق المالية، متأثرة بالعرض والطلب والمضاربات وغيرها، بينما في الصناديق المفتوحة – حيث لا يسمح ببيع أو شراء الوحدة إلا من مدير الصندوق- فإن المدير يحدد سعرين للوحدة هما^{٣٦}:
- **سعر البيع :** وهو السعر الذي يبيع به المدير الوحدات للمستثمرين ، ويساوي القيمة الحقيقية للوحدة مضافاً إليها مصروفات الشراء إن وجدت.
- **سعر الشراء :** هو السعر الذي يشتري به المدير الوحدات من المستثمرين ، ويساوي القيمة الحقيقية للوحدة مخصوماً منها أي أتعاب إدارية إن وجدت.

و يمثل الفرق بين هذين السعريين (البيع والشراء)^{٣٧} عمولة غير مباشرة يتقاضاها المدير من المستثمرين، وقد تعتمد بعض الصناديق إلى توحيد السعريين بما يساوي القيمة الحقيقية، إلا أنها تفرض رسوم استرداد أو اشتراك بنسبة معينة من المبلغ المستثمر.

٢-٣-٦ الرسوم والمصاريف الإدارية^{٣٨}

يتقاضى مدير الصندوق من المستثمرين بعضاً أو كلاً من الرسوم الآتية:

- رسوم الإصدار : وهي رسوم بنسبة معينة من صافي قيمة الاشتراك ، ويدفعها المستثمر مرة واحدة في بداية اشتراكه.
- رسوم الإدارة : وهي الرسوم السنوية التي يدفعها المستثمر للمدير مقابل إدارته لصندوق الاستثمار، والتي تتمثل في الخدمات التي تقدمها إدارة الصندوق . وهي تحتسب للمدير بشكل يومي بنسبة معينة من صافي قيمة الأصول وتبلغ تلك التكاليف في المتوسط ٠.٥% من القيمة السوقية الكلية للتشكيلة.
- رسوم الأداء: وهي رسوم إضافية يقطعها المدير إذا زادت أرباح الصندوق عن نسبة معينة.

^{٣٦} هندي، منير ابراهيم: *أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال* - الأدوات المالية وصناديق الاستثمار، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، البحرين، ١٩٩٣، ص ١١٤.

^{٣٧} المهلكي، عباد: *واقع وآفاق صناديق الاستثمار السعودية*، مؤتمر صناديق الاستثمار في مصر، القاهرة، جامعة الأزهر، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، ١٩٩٧، ص ٦٢.

^{٣٨} زينيني، فريدة بن يوسف: *صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات*، مرجع سبق ذكره، ص ٥٠.

- رسوم الاسترداد : يقصد بها تلك الرسوم التي قد يتحملها المستثمر عندما يتقدم لشركة الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، طالباً استرداد قيمة الوثيقة ولا توجد نسبة محددة لتلك الرسوم ، فهي تتراوح في المتوسط ما بين ٤% إلى ٥% من قيمة الأصل الصافية.

وأما المصاريف الإدارية

فتتمثل في جميع المصاريف المترتبة على إدارة الاستثمار مثل : الأتعاب القانونية ومصاريف التدقيق والطباعة والترويج ، ورسوم الوساطة المالية، و حفظ الأوراق المالية، والاستشارات ، ومصاريف المعاملات وغير ذلك . وتنص نشرات الاكتتاب في عامة الصناديق على أن يتم خصم هذه المصاريف من إجمالي أصول الصندوق ، أي أنها لا تخصم من حصة المدير وحده وإنما من عموم حصته وحصة المستثمرين.^{٣٩}

٢-٣-٧ استرداد وحدات الصندوق

يحق للمستثمر في الصناديق المفتوحة متى شاء استرداد كل أو بعض الوحدات المستثمرة ، وفي حال الاسترداد الجزئي تشترط بعض الصناديق ألا تقل قيمة الوحدات المتبقية عن حد معين ، وإذا قلت عن ذلك فيلزمه استرداد كامل مبلغ الاستثمار . وبالنسبة لقيمة الوحدة المستردة فإن بعض الصناديق تأخذ بالأسعار القائمة في يوم التقديم ، والبعض يأخذ بالأسعار في يوم التقييم اللاحق ليوم تقديم الطلب (أي بأسعار مستقبلية) ، والبعض يشترط ألا تقل المدة بين يوم التقديم ويوم التقييم عن حد معين ، ولا تدفع قيمة الوحدات المستردة مباشرة^{٤٠} . وإنما بعد مدة متفق عليها مسبقاً وهي في العادة لا تتجاوز ثلاثة أيام من تاريخ طلب الاسترداد. ومن الإجراءات المتبعة في الكثير من الصناديق^{٤١} : النقل بين الصناديق ، فإذا كان للمصرف المؤسس عدد من الصناديق فإنه يمكن المستثمرين من نقل استثماراتهم من صندوق إلى آخر بدلاً من استرداد الوحدات والحصول على قيمتها نقداً ، ويتناسب هذا الإجراء مع المستثمرين الذين تتغير أهدافهم الاستثمارية عبر الزمن ، أو يتخوفون من انخفاض قيم الأصول المكونة للصندوق الأساس، وإذا كانت عملة الصندوق الأصلي مغايرة للبديل فإنه يتم التحويل حسب سعر الصرف المعتمد لدى الصندوق.

٢-٣-٨ أرباح الصندوق وتوزيعاتها

يحدد صافي أرباح الصندوق طبقاً للقواعد المحاسبية المتعارف عليها في الأوساط المالية ، ويتمثل صافي الربح أو الخسارة في الفرق بين صافي قيمة أصول الصندوق في بداية الاستثمار وصافي أصوله بتاريخ التقييم^{٤٢} .

وتتبع الصناديق إحدى الطريقتين لتوزيع الأرباح^{٤٣} :

^{٣٩} الشبيلي، يوسف بن عبد الله: *الخدمات الاستثمارية في المصرف وأحكامها في الفقه الإسلامي* ، مرجع سبق ذكره، ص ١١١.

^{٤٠} المهلكي ، عباد: *واقع وأفاق صناديق الاستثمار السعودية*، مرجع سبق ذكره، ص ٥٣.

^{٤١} هندي، منير إبراهيم: *أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال*، "الأوراق المالية وصناديق الاستثمار" ، مرجع سبق ذكره، ص ١٥٧.

^{٤٢} مطر ، محمد : *إدارة الاستثمارات* ، الإطار النظري والتطبيقات العملية، الأردن، عمان، دار النور، ١٩٩٣، ص ٨٣.

^{٤٣} هندي، منير إبراهيم: *أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال* ، مرجع سبق ذكره، ص ١٥٧.

أ- الطريقة الأولى : وهي الأكثر انتشاراً حيث يعاد استثمار الأرباح المحققة في وحدات الصندوق ولا توزع بشكل دوري ، وبالتالي فإن الأرباح والخسائر المحققة تساوي مقدار التغير الحاصل في قيمة الوحدة، ويحصل المستثمر على هذه الأرباح ببي ع الوحدة أو التربص حتى انتهاء عمر الصندوق وتصفية أصوله.

ب- الطريقة الثانية : يقوم مدير الصندوق بتوزيع أرباح دورية على المستثمرين وهم من يمتلكون وثائق الاستثمار وقت استحقاق الأرباح.

وقد تبدي بعض الصناديق استعدادها لتنفيذ رغبة المستثمر فيما إذا طلب الحصول على دفعات منتظمة من الأرباح ، بشرط أن لا يقل رصيده ولا حجم المبلغ المسحوب عن حد معين

٢-٣-٩ الحقوق والالتزامات

بما أن الصندوق مملوك بصفة جماعية للمستثمرين فإن أي التزامات أو حقوق على الصندوق ترجع على المستثمرين أنفسهم، وليس للمدير منها شيء إلا بقدر ما يملك من وحدات الصندوق. إلا أن من مزايا الاستثمار في الصناديق الاستثمارية أن الالتزامات المالية المترتبة عليها لا تشكل إلا نسبة ضئيلة من الأصول المستثمر فيها، وسبب ذلك أن هذه الالتزامات لا تعدو أن تكون إما مصاريف إدارية وهي محدودة بنسبة معينة من الأصول القائمة ، وإما قروضاً من جهات أخرى ، وهي لا تشكل إلا نسبة قليلة من الأصول، لأن عامة القوانين والأنظمة تقيد نشاط الصندوق الاقتراضي بنسب محددة لا يمكنه تجاوزها . فعلى سبيل المثال تنص القواعد المنظمة لصناديق الاستثمار في مصر على أنه يجوز للصندوق الاقتراض من الغير بما لا يتجاوز ١٠% من قيمة وثائق الاستثمار القائمة، على أن يكون القرض قصير الأجل وبموافقة المصرف الذي لديه الأوراق المالية التي تستثمر فيها أموال الصندوق، وذلك للحد من مجازفة المدير بضم المستثمرين.^{٤٤}

٢-٣-١٠ انقضاء الصندوق وتصفيته

ينقضي عمر الصندوق بانقضاء الفترة الزمنية المحددة له إن وجدت، وإذا لم يكن له نهاية محددة فإنه يظل باقياً ليقرر مدير الصندوق انقضاءه في الوقت الذي يراه مناسباً.

إن انقضاء الصندوق قد يكون لأسباب قانونية كتغيير الأنظمة المرعية في بلد الصندوق، وقد يكون لأسباب مالية كما لو كان حجم أصول الصندوق لا يسمح بالاستمرار في تشغيله ، أو لغير ذلك من الأسباب^{٤٥}. وقد يبقى الصندوق لفترات طويلة وخاصة تلك الصناديق المفتوحة، أو الصناديق التي يكون لها كيان قانوني قائم على شكل شركة استثمارية ونحو ذلك^{٤٦}.

عند انقضاء الصندوق يتم تصفية أصوله وتأدية التزاماته ، وتوزيع ما يتبقى من حصيلة هذه التصفية على المستثمرين بنسبة ما تحمله وحداتهم إلى إجمالي الوحدات التي يقرر المدير بأنها صادرة آنذاك.

^{٤٤} الحناوي، محمد صالح: *أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية*، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، ١٩٩٤، ص ٥٨١.

^{٤٥} الشبيلي، يوسف بن عبد الله: *الخدمات الاستثمارية في المصرف وأحكامها في الفقه الإسلامي*، "الصناديق الاستثمارية والودائع المصرفية"، مرجع سبق ذكره ، ص ١١٣.

^{٤٦} المهلكي، عباد: *واقع وآفاق صناديق الاستثمار السعودية*، مرجع سبق ذكره ، ص ٥٣.

٢-٤ مصاريف وعوائد ومخاطر الصناديق الاستثمارية

هنالك مجموعة من المصاريف التي قد يتحملها المستثمر في صناديق الاستثمار أيضاً هنالك مجموعة من العوائد والمخاطر المترتبة على التعامل بهذه الصناديق .ويمكن لنا أن نوضحها بما يلي:

٢-٤-١ مصروفات صندوق الاستثمار

تتمثل مصروفات صناديق الاستثمار بعدة بنود أولها أتعاب مدير الاستثمار لأنه عندما يعهد بإدارة محفظة استثمارية وإمساك السجلات والدفاتر الى مدير استثمار محترف يكون ذلك مقابل أتعاب متفق عليها ، وعادة ما تحسب كنسبة من أرباح أو فائض الصندوق ، أو كل ستة أشهر أو حسب الاتفاق . وإذا تم إنشاء الصندوق من قبل بنك يتم احتساب عمولة لصالح البنك ويتم تسوية العمولة حسب لائحة النظام الأساسي للصندوق ^{٤٧}.

وعادة ما يقوم البنك بحفظ الأوراق المالية للصندوق ، ويتقاضى مقابل ذلك عمولة حفظ الأوراق المالية بواقع نسبة محددة من قيمة الأوراق المالية ^{٤٨}.

كما توجد أيضاً رسوم بيع تحمّل على المساهم لدى انسابه إليها تسمى Front end Load يتم استيفائها من المساهمين مقدماً وهي نسبة مئوية من صافي قيمة المبالغ المستثمرة.

كما يمكن أن يتم استيفائها عند بيع المساهم حصته في الصندوق Back end Load وتحسب كنسبة مئوية من صافي المبالغ المستردة . أيضاً هناك صناديق استثمارية لا تتقاضى رسوم بيع مطلقاً وتسمى No Load Funds ^{٤٩}.

ويرى الباحث أنه في حال كون صناديق الاستثمار تتقاضى رسوم بيع فإن الصناديق التي تفرض رسوم بيع كنسبة مئوية من صافي المبالغ المستردة هي المفضلة كونها تتيح للمستثمر تحويل أكبر قدر ممكن من مدخراته إلى وثائق استثمارية في الصندوق .

وهناك نوع آخر من الصناديق الاستثمارية التي تتقاضى رسوم بيع قليلة تتراوح نسبتها بين ٠.١% إلى ١.٢٥% تقتطع من المبالغ المستثمرة في الصندوق سنوياً وليس لمرة واحدة ^{٥٠}.

وهذه الصناديق قد تكون مفضلة لبعض المستثمرين كونها تقوم بتقسيط الرسوم على عدة فترات بدلاً من أن يشعر المستثمر بوطأتها مرة واحدة .

ولكن إذا تقدم المستثمر لصندوق ذو نهاية مفتوحة طالباً استرداد قيمة الوثيقة يترتب عليه دفع رسوم استرداد Redemption Fees وتكون كنسبة مئوية من صافي قيمة الأصل

^{٤٧} شحاتة، شحاتة السيد – نصر علي، عبد الوهاب : مرجعة الحسابات في بيئة الخصخصة وأسواق المال و التجارة الالكترونية ،الدار الجامعية ،٢٠٠٣، ص٢٠٠

^{٤٨} عطية، أحمد صلاح :مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار ،الدار الجامعية ،٢٠٠٣/٢٠٠٢، ص١١٧.

^{٤٩} حمادة، عبد الكريم :صناديق الاستثمار المشتركة ،فصلت للدراسة والترجمة والنشر ،حلب ،٢٠٠٠، ص٩٦.

^{٥٠} لجنة الأوراق المالية الأمريكية <http://www.sec.gov>

Net Asset Value. كما قد يدفع للصندوق عمولات سمسرة عن عمليات شراء الأوراق المالية وبيعها.^{٥١}

وعلى اعتبار أن نشاط الصندوق قد يخضع للضريبة . في هذه الحالة تشكل الإدارة مخصص للضرائب عند إعداد قائمة الدخل على أن تتم تسوية المخصص عند تسوية مبلغ الضريبة.^{٥٢}

وبما أنه يتوجب على الصندوق الاستثماري تزويد حملة الوحدات والهيئة العامة في سوق الأوراق المالية بالبيانات المالية المنشورة ضمن التقارير المالية المدققة لذلك يجب أن تدفع إدارة الصندوق أنعاب مدققي الحسابات . ونظراً لأهمية هذه التقارير المالية بالنسبة للمستثمرين الحاليين والمرتقبين ، والمحللين الماليين في سوق الأوراق المالية ، والسلطات الضريبية وإدارة الصندوق نفسه . فقد تدخلت التشريعات المنظمة لعرض هذه التقارير المالية بحيث تنشر أكبر قدر من المعلومات ضمنها ، لا سيما وأنها تعتبر الوسيلة الرئيسية التي يتم من خلالها توصيل المعلومات للأطراف الخارجية للاعتماد على ما ورد فيها لاتخاذ القرار المناسب.^{٥٣}

٢-٤-٢ العائد على صناديق الاستثمار^{٥٤}

تحقق صناديق الاستثمار العوائد لمساهميها بطرق ثلاثة :

- قد يتحقق العائد من الإيرادات المتحصل عليها في شكل توزيعات أو الكوبونات التي يتحصل عليها المستثمر فهذه تشكل توزيعات يحصل عليها المساهمون في هذه الصناديق.

- قد يتحقق العائد من الأرباح الرأسمالية : من خلال الصندوق . والمساهمون في هذه الصناديق عليهم الاختيار بين الحصول على التوزيعات والأرباح الرأسمالية أو طلب إعادة استثمار هذه التوزيعات في الصندوق ويشكل هذا أو يعتبر بمثابة شراء واثق أو حصص إضافية في الصندوق.

- يتحقق النوع الثالث من العوائد بالنسبة للمستثمرين في الصندوق من خلال إعادة تقييم سعر الحصة أو الوثيقة في الصندوق . حيث أن ارتفاع أسعار الأوراق المالية التي في حوزة الصندوق ينعكس على القيمة الصافية للأصول بالزيادة وبذلك يحقق المساهمون في هذه الصناديق مكاسب من خلال بيع حصصهم أو وثائقهم .

٢-٤-٣ مخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار

^{٥١} هندي ،منير ابراهيم :*أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال* -الادوات المالية وصناديق الاستثمار ،المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية ، البحرين ، ١٩٩٣، ص١٤٨-١٤٩.

^{٥٢} صقر ،عطية عبد الحليم :*الإطار القانوني لصناديق الاستثمار* ، مركز الشيخ صالح كامل ،جامعة الأزهر ، ١٩٩٧، ص١٩١.

^{٥٣} لائحة صناديق الاستثمار الصادرة عن الهيئة العامة لسوق المال بسلطنة عمان الصادر بموجب القرار الإداري رقم ٢٠٠٤/١٠ . الفصل الرابع ،مدقق الحسابات الخارجية .

^{٥٤} حنفي، عبد الغفار :*البورصة "أسهم- سندات-صناديق استثمارية"* ،المكتبة العربية الحديثة، مصر ،الاسكندرية، ٢٠٠٢، ص٢٩٦-٢٩٧.

تتمثل أهم المخاطر التي يتحملها صندوق الاستثمار وبالتالي المستثمر الذي يحمل وثائق هذا الصندوق بثلاثة أنواع من المخاطر يمكن لنا أن نرتبها كما يلي:

أولاً: المخاطر المنتظمة: وتدعى أيضاً بالمخاطر السوقية حيث أن السوق بكامله يتأثر بهذه المخاطر ولا يمكن التخلص من هذه المخاطر بالتنوع.

ويتم اللجوء إلى المخاطر المنتظمة عند محاولة إيجاد العلاقة بين المخاطر التي يتعرض لها السهم ومخاطر المحفظة ، وعليه فإن المقياس النسبي للمخاطر الم منتظمة يمكن صياغته من المعادلة التي يُطلق على ناتجها معامل بيتا^{٥٥}:

$$Beta = \frac{Cov(X, M)}{\sigma_x^2}$$

حيث $Cov(X, M)$ هو التغير بين عائد السهم، وعائد السوق، ويُعطى بالعلاقة

$$Cov(X, M) = \sigma_x \sigma_m R_{xm} \text{ التالية:}$$

حيث أن R_{xm} هو معامل الارتباط بين عائد السهم وعائد السوق.

σ_m الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق.

σ_x الانحراف المعياري لعائد السهم (وثيقة الاستثمار).

ثانياً: المخاطر الغير المنتظمة :

يستخدم مفهوم المخاطر غير المنتظمة للإشارة إلى ذلك الجزء من المخاطر الكلية الذي يعزى لظروف المنشأة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، وهكذا يمكن تخفيض أو إضعاف المخاطر غير المنتظمة عن طريق التنوع DIVERSIFICATION في الاستثمار، أي شراء أسهم شركات تنتمي إلى قطاعات اقتصادية مختلفة ، وبالتالي فإن قياس حجم هذه المخاطر يدلنا على مستوى التنوع الذي حققه صندوق الاستثمار، ونستطيع معرفة درجة التنوع في صندوق الاستثمار، من خلال معرفة حجم المخاطر غير المنتظمة، وتقاس هذه الأخيرة عن طريق معامل التحديد، حيث تساوي المخاطر غير المنتظمة $(1-r^2)$ ، حيث (r) هو معامل الارتباط بين محفظة الصندوق ومحفظة السوق ، فالصندوق الذي تكون قيمة معامل التحديد له ٠.٧، فإن ذلك يدل على أن نسبة المخاطر التي يمكن التخلص منها تبلغ ٠.٣ من المخاطر الكلية^{٥٦} ، فلو وُجدَ صندوقين لهما قيمة بيتا نفسها، ولكن قيمة معامل التحديد بالنسبة لأحدهما أقل من قيمته للصندوق الآخر، فإن صندوق الاستثمار ذا معامل التحديد الأقل يتمتع بمخاطر أكبر (لأن ذلك يعني ازدياد نسبة المخاطر التي يمكن التخلص منها)؛ أي بكلام آخر

^{٥٥} هندي، منير إبراهيم "الفكر الحديث في مجال الاستثمار" ، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ١٩٩٦، ص ٢٥٦.

^{٥٦} المرجع السابق نفسه، ص ٢٦٥.

كلما اقتربت قيمة معامل التحديد من الواحد كانت محفظة الأوراق المالية ذات مستوى تنويع أعلى^{٥٧}.

ثالثاً: المخاطر الكلية :

تشكل المخاطر المنتظمة، والمخاطر غير المنتظمة بمجموعها المخاطر الكلية التي يتعرض لها عائد الاستثمار، ويُقاس بوساطة الانحراف المعياري (أو التباين) لمعدل عائدها المتوقع. حيث يعكس اتساع التوزيع الاحتمالي للعائد حجم هذه المخاطر الكلية؛ أي كلما زاد احتمال تشتت العائد عن قيمته المتوقعة زاد حجم المخاطر الكلية.

المبحث الثالث :علاقات صناديق الاستثمار بغيرها من الكيانات الاستثمارية وكيفية تقييم أدائها

في هذا المبحث سي تم التطرق إلى علاقة صناديق الاستثمار بلكيانات الاستثمارية الأخرى المشابهة لها كالشركات الاستثمارية وشركات التمويل والشركات القابضة كما سنوضح علاقة هذه الصناديق ببعض المؤسسات المالية وبسوق الأوراق المالية.

٣-١ صناديق الاستثمار وشركات الاستثمار

بجوار صناديق الاستثمار توجد العديد من الكيانات القانونية التي تمارس نشاطاً مشابهاً لنشاط الصناديق الاستثمارية في السوق ومنها الشركات الاستثمارية Investment company's والتي يمكن لنا أن نعرفها بأنها ببيان قانوني يأخذ شكل الشركة المساهمة وتقوم بدور الوسيط بين المدخرين والمشروعات الصناعية والتجارية ، وتعمل على تكوين محفظة من الأوراق المالية وإدارتها وفقاً لمبدأ توزيع المخاطر^{٥٨}.

يتضح من هذا التعريف أن كل من الصناديق الاستثمارية وشركات الاستثمار لها غرض واحد وهو تكوين وإدارة محافظ أوراق مالية وفقاً لمبدأ توزيع المخاطر ، الأمر الذي يوفر الأمن للمستثمرين في أي منها ، إلا أنه يمنع على كل من الصناديق الاستثمارية والشركات الاستثمارية القيام بأعمال التمويل والسيطرة والمضاربة على الصكوك في سوق الأوراق المالية .

وتختلف شركات الاستثمار عن صناديق الاستثمار من حيث أن شركة الاستثمار تتخذ شكل شركة مساهمة وتتمثل حقوق المساهمين فيها في الأسهم التي تصدرها وهؤلاء المساهمون هم المدخرون الذين قدموا إلى الشركة مدخراتهم بغرض تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية ، وعلى ذلك تعتبر شركة الاستثمار ذات ببيان ثنائي الأطراف هما الشركة كشخص معنوي من جهة والمساهمين كشركاء من جهة أخرى ، بينما صندوق الاستثمار يعد بنياناً ثلاثي الأطراف يعتمد على وجود المؤسس وأمين أو مدي ر الاستثمار والمدخرين ، وعلى ذلك يختلف الشكل القانوني لصناديق الاستثمار عن شركات الاستثمار ، أي تختلف القواعد الناظمة التي تخضع لها كل منهما . وبالرغم من ذلك يخضع كل من صندوق الاستثمار وشركات الاستثمار لقواعد واحدة فيما يتعلق بالجوانب الفنية لتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية بالنظر لوحدة غرضهما ، كما تتبع قواعد واحدة أيضاً فيما يتعلق بالشروط الواجب توافرها في المدير من حيث الخبرة والكفاءة ، وفيما يتعلق بمصاريف الإدارة وفيما يتعلق بالخضوع لرقابة السلطات المالية في الدولة سواء البنك المركزي أو هيئة سوق الأوراق المالية^{٥٩}.

⁵⁸ Farrar J. H ,Farrar's Company law ,Third edition , Butter worth , London ,1991,p7.

^{٥٩} حلمي ، خالد سعيد زغول :صناديق الاستثمار، مؤتمر الاسواق المالية والبورصات ،جامعة الامارات العربية المتحدة – كلية الشريعة والقانون ،٢٠٠٦، ص١٢-١٣ .

شركات التمويل Finance Companies:

هي مؤسسات مالية تتخصص في إقراض ومنح الائتمان ، ويتوجه نشاطها أساساً لتقديم قروض متوسطة وطويلة الأجل للأفراد ومنشآت الأعمال . أما مواردها فهي حصيله ما تصدره من أسهم وسندات وما تحصل عليه من البنوك التجارية^{٦٠}

الشركات القابضة Investment Holding Companies:

تهدف للسيطرة على المنشآت التي تستثمر فيها أموالها بامتلاك حصة كبيرة نسبياً من الأسهم . فموضوع هذه الشركات هو : امتلاك أسهم أو حصص في شركات مغلقة أو محدودة المسؤولين أو الاشتراك في تأسيسها . إضافة إلى إدارة الشركات التي تملك فيها حصص شراكة أو مساهمة ، وإقراض الشركات التي تمتلك فيها حصص شراكة أو مساهمة^{٦١} .
أوجه الاختلاف بين الاستثمار في أسهم (وثائق) الصناديق الاستثمارية وبين الاستثمار في أسهم الشركات أو المؤسسات^{٦٢} :

جدول رقم (٢): يوضح الفرق بين أسهم الصناديق الاستثمارية وأسهم الشركات

من حيث	أسهم (وثائق) صناديق الاستثمار	أسهم الشركات
الحصص وحق التصويت	هي حصص في صندوق الاستثمار يضم حزمة الأسهم والسندات ولا تمتلك حق التصويت.	هي حصص ملكية في شركة معينة يكون لها حق التصويت.
درجة المخاطرة	المخاطرة موزعة على عدد كبير من الأسهم والسندات .	المخاطرة عالية على المستثمر لأن استثماره مقتصر على عدد محدود من الأسهم والسندات .
صاحب القرار بالبيع والشراء	مدير الصندوق الاستثماري هو الذي يقرر م إذا يشتري ومتى يشتري .	الذي يقرر الشراء هو الشخص مالك الأسهم أو سمساره ، وهو الذي يحدد متى يبيع ومتى يشتري بناءً على توقعاتهما.

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

٣-٢ علاقة صناديق الاستثمار بالمؤسسات والأسواق المالية

بعد دراستنا لماهية صناديق الاستثمار وسماتها والعمليات التي تقوم بها بالإضافة إلى آلية عمل هذه الصناديق وعلاقتها بشركات الاستثمار يرى الباحث ضرورة التعرض إلى

^{٦٠} حنفي، عبد الغفار - قرياقص ، رسمية : *مذكرات في الأسواق والمؤسسات المالية* ، الناشر : قسم إدارة الاعمال ، كلية التجارة ، مصر الاسكندرية ، ١٩٩٥ ، ص ٤١٢

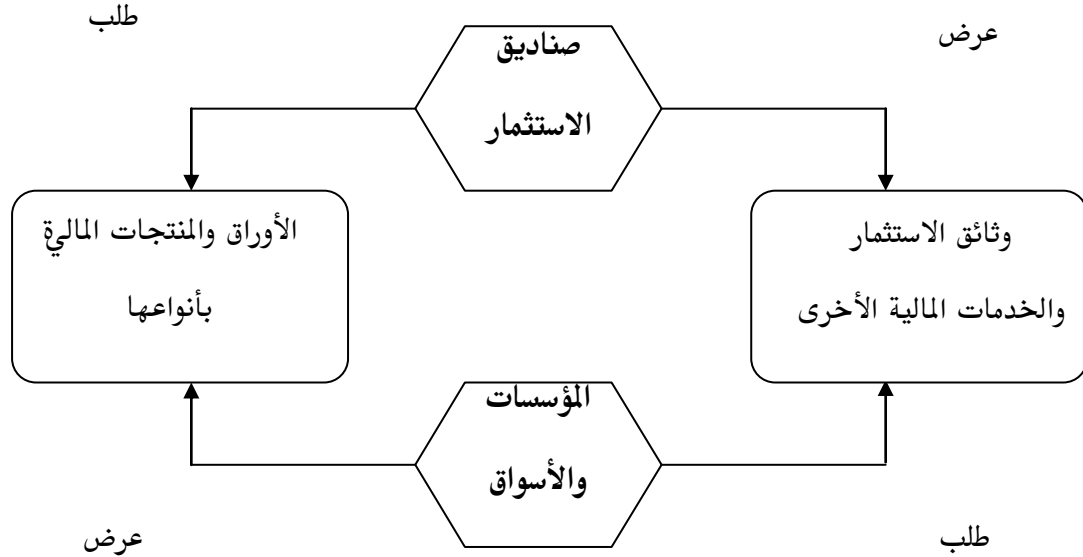
^{٦١} المرجع السابق نفسه ، ص ٤١١ .

^{٦٢} المرجع السابق نفسه ، ص ٤١١ .

^{٦٣} الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على دراسة عوجان ، وليد هويل : *صناديق الاستثمار "دراسة وتحليل"* ، مؤتمر الاسواق المالية والبورصات ، جامعة الامارات العربية المتحدة - كلية الشريعة والقانون ، ٢٠٠٦ ، ص ١٨ ، ١٩ .

العلاقات المتداخلة بين صناديق الاستثمار من جهة والأسواق والمؤسسات المالية من جهة أخرى . حيث ترتبط صناديق الاستثمار ارتباطاً وثيقاً مع عناصر البيئة المحيطة، خاصة الأسواق والمؤسسات المالية، ويمكن التعبير عن هذه العلاقة من خلال الشكل التالي:^{٦٣}

شكل رقم (١): يوضح العلاقة بين صناديق الاستثمار والأسواق والمؤسسات المالية



المصدر: ^{٦٤}

ومن خلال الشكل السابق نجد أن العلاقة بين صناديق الاستثمار، والأسواق والمؤسسات المالية تشمل النقاط التالية:

أولاً: فيما يتعلق بصناديق الاستثمار : تمثل صناديق الاستثمار جانب الطلب على الأوراق والمنتجات المالية التي تصدرها المؤسسات المالية والاقتصادية، ويتم طرحها في الأسواق المالية. ومن جهة أخرى تمثل جانب العرض على المنتجات والخدمات المالية الأخرى التي يتم طرحها في المؤسسات والأسواق المالية لمقابلة أهداف ورغبات المدخرين والمستثمرين على المستوى الفردي والمؤسسي.

ثانياً: فيما يتعلق بالأسواق والمؤسسات المالية: تقوم بعرض الأوراق والمنتجات المالية التي تحتاج إليها صناديق الاستثمار لبناء تشكيلات متنوعة من محافظ الاستثمار . ومن جهة ثانية

^{٦٣} . عبد الرحيم، هشام محمد : استخدام أدوات الهندسة المالية في تطوير أداء صناديق الاستثمار المصرية ، رسالة دكتوراه في إدارة الأعمال ، كلية التجارة - بنها ، ٢٠٠١ ص ٩٠ .

^{٦٤} زهرة، شادي: "صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية" - دراسة التجربة المصرية وإمكانية الاستفادة منها في سورية -، أطروحة دكتوراه، كلية الاقتصاد، دمشق، ٢٠١٠، ص ٧٤ .

تمثل الأسواق والمؤسسات المالية جانب الطلب على منتجات صناديق الاستثمار وخدماتها بهدف عرضها على المستثمرين والمدخرين، أو حتى الاستفادة منها، مثال : قيام المؤسسات المالية باستثمار أموالها في وثائق الصناديق.

مما سبق، يتضح وجود علاقات دائرية ومترابطة بين صناديق الاستثمار من جهة، و الأسواق والمؤسسات المالية من جهة أخرى . ويمكن تفسير علاقة صناديق الاستثمار بالمؤسسات والأسواق المالية كل على حدة كما يلي:

٣-٢-١ علاقة صناديق الاستثمار مع الأسواق المالية:

الأسواق المالية هي المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب على الأوراق المالية، وقد تكون أسواقاً أولية تتعامل في الأوراق المالية التي تصدر لأول مرة، أو أسواقاً ثانوية تتعامل في الأوراق المالية التي سبق طرحها في السوق الأولي . كما أنها قد تكون أسواق نقد تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل، أو أسواق رأس مال تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل ومتوسطة الأجل . وأياً كان نوعها، فإن هذه الأسواق تتداول فيها كافة أنواع الأوراق المالية، حيث توجد سوق لكل نوع من الأوراق والمنتجات المالية . فهناك أسواق الأسهم، وأسواق السندات، وأسواق النقد، وأسواق الخيارات المالية، وغيرها من الأدوات والمنتجات المالية الأخرى. وغني عن البيان، أن صناديق الاستثمار بحاجة إلى مثل هذه المنتجات المالية بغرض بناء محافظ الاستثمار التي تحقق توقعات ورغبات المدخرين والمستثمرين، وبالتالي توجد علاقة متداخلة بين الصناديق وهذه الأسواق^{٦٥} . وفيما يلي النقاط التي تشتمل عليها هذه العلاقة:

أسواق النقد : تستثمر صناديق الاستثمار في المنتجات المالية قصيرة الأجل والمتداولة في أسواق النقد مثال: أدون الخزنة والأوراق التجارية، وشهادات الإيداع وغيرها.
أسواق الأسهم والسندات : تتعامل صناديق الاستثمار في العديد من الأسهم ذات الدرجات المختلفة من العائد والمخاطر، و تقوم بشراء سندات الشركات، وسندات الحكومة لبناء محفظة الاستثمار. وتستخدم إيرادات الأوراق المالية لشراء أوراق مالية جديدة.
أسواق العقود الآجلة والخيارات : تلجأ صناديق الاستثمار إلى العقود الآجلة والخيارات للتغطية ضد المخاطر المرتقبة في أسعار الأوراق المالية، ومعدلات الفائدة.

٣-٢-٢ علاقة صناديق الاستثمار بالمؤسسات المالية

المؤسسات المالية هي مؤسسات وسيطة تقوم بضخ المدخرات الفردية، والمؤسسية والحكومية في قنوات الاستثمار والإقراض^{٦٦} . والجدول التالي يعرض العلاقات المتداخلة بين

٦٥ عبد الرحيم، هشام محمد : استخدام أدوات الهندسة المالية في تطوير أداء صناديق الاستثمار المصرية - رسالة دكتوراه في إدارة الأعمال - كلية التجارة، بها، ٢٠٠١، ص. ٩٢.

٦٦ . النجار، فريد : البورصات والهندسة المالية ، القاهرة، بيت الإدارة للاستشارات والتدريب، ١٩٩٥، ص ٢٢٨.

صناديق الاستثمار والمؤسسات المالية الأخرى.

الجدول رقم (٣): يوضح العلاقة بين المؤسسات المالية وصناديق الاستثمار

المؤسسات المالية	التفاعل مع صناديق الاستثمار
البنوك التجارية واتحادات الاستثمار والائتمان	* تستثمر صناديق أسواق النقد أموالها في شهادات الإيداع المصرفية والأوراق التجارية التي تصدرها الشركات التابعة للبنوك. * تؤسس البنوك التجارية بعض صناديق الاستثمار. * تستثمر صناديق الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها البنوك.
شركات التمويل	* تستثمر صناديق أوراق النقد في الأوراق المالية التي تصدرها شركات التمويل. * تستثمر الصناديق في الأسهم والسندات التي تصدرها شركات التمويل.
شركات التأمين	* تستثمر الصناديق في الأسهم التي تصدرها شركات التأمين والعكس صحيح. * تقوم شركات التأمين بتسويق وثائق صناديق الاستثمار. * تملك بعض شركات التأمين بعض صناديق الاستثمار مثل صندوق استثمار شركة المستثمرون المتحدون للتأمين في مصر.
صناديق المعاشات	* تستثمر صناديق المعاشات في وثائق صناديق الاستثمار لتحقيق التنويع اللازم لخفض تكلفة الصفقات.
شركات تداول الأوراق المالية	* تقوم شركات السمسرة بتسويق وتنفيذ عمليات صناديق الاستثمار. * يتم تنظيم بعض صناديق الاستثمار عن طريق شركات السمسرة. * تشتري صناديق الاستثمار الأوراق المالية عن طريق شركات السمسرة. * توفر شركات السمسرة الاستشارات الفنية لصناديق الاستثمار.

المصدر: ٦٧

من خلال ما تناولناه في هذا الفصل وخاصة بعد دراسة الأسواق المالية وماهيتها، وكذلك صناديق الاستثمار ومزاياها، وكيفية الاستثمار فيها، والعلاقة بين صناديق الاستثمار والأسواق والمؤسسات المالية الأخرى، وكيف تسهم صناديق الاستثمار في تنمية سوق الأوراق المالية بما تقدمه من مزايا للمستثمرين، يكون الباحث قد توصل إلى إثبات الفرضية الأولى للبحث ألا وهي: وجود علاقة وتفاعل بين سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار

٣-٣ تقييم أداء صناديق الاستثمار ٦٨

٦٧ النجار، فريد: الإدارة المالية الإستراتيجية والأسواق والمؤسسات المالية، القاهرة: بيت الإدارة للاستشارات والتدريب، ٢٠٠٠، ص ١٩٥ - ١٩٨.

٦٨ خطاب، سامي: المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، الامارات العربية المتحدة، أبو ظبي، بدون دار نشر، آذار ٢٠٠٧، ص ٢٢-٢٣-٢٤.

يعتبر تقييم أداء صناديق الاستثمار خطوة هامة يسعى إليها كافة المتعاملين مع تلك الصناديق كالمؤسسين وحاملي الوثائق ومديري محافظ الصناديق، لما لذلك من تأثير هام على تحقيق الأهداف التي يسعى إليها كل منهم ، بالإضافة الى المهتمين بصناديق الاستثمار بشكل عام باعتبارها من المؤسسات المالية ذات التأثير على سوق الأوراق المالية والاقتصاد القومي.

٣-٣-١ أهمية تقييم أداء صناديق الاستثمار

تعتبر عملية تقييم أداء صناديق الاستثمار ذات أهمية كبيرة للمستثمر الفرد المتعامل بوثائق الصناديق والمستثمر المؤسسي والاقتصاد الكلي للآتي:

١. يعتبر تقييم أداء الصناديق الاستثماري مهماً للمستثمر الفردي Individual Investor لمقارنة أداء الصندوق الذي يستثمر فيه بغيره من الصناديق ، ولمعرفة أسباب تحقيق مستوى معين للأداء What Caused Performance ومدى مساهمة الاستثمار في زيادة (أو على الأقل حماية) ثروته المالية ، وهل العائد المحقق منه يبرر الوقت والجهد والتكلفة التي تم إنفاقها ، ودرجة التزام مدير الصندوق بالسياسات الاستثمارية التي تحقق أهداف الاستثمار وذلك في سبيل اتخاذ القرارات المناسبة للتغير في حالة عدم تحقق النتائج المتوقعة.⁶⁹
٢. يهتم المستثمر المؤسسي Institutional Investor بتقييم أداء الصندوق الاستثماري وذلك سواء كان هذا المستثمر هو المؤسس للصندوق أو متعامل معه ففي حال كونه مؤسس له يهتم بتقييم أدائه للأسباب التالية:
 - الحاجة لتقييم أداء مدير الصندوق الاستثماري الذي عهد إليه إدارة الصندوق الاستثماري الذي تم تأسيسه واختبار السياسات الاستثمارية التي يطبقها ومدى تحقيقه للأهداف التي تم الإعلان عنها.
 - معرفة القيمة المضافة Value Added التي ساهم فيها المدير الاستثماري في تنفيذ الخطة الاستثمارية للصندوق ككل.⁷⁰
 - تحديد التكلفة المترتبة على فرض قيود معينة تحد من قدرة مدير الاستثمار على إدارة الصندوق.⁷¹
- أما بالنسبة للمستثمر المؤسسي المتعامل فشأنه شأن المستثمر الفرد يستطيع من خلال تقييم أداء الصناديق الاستثمارية المفاضلة بين الصناديق التي سيقوم بتوجيهه استثماراته نحوها.
٣. تظهر أهمية تقييم أداء صناديق الاستثمار على مستوى الاقتصاد القومي من حيث حاجة الاقتصاد إلى تشجيع الاستثمار غير المباشر في سوق الأوراق المالية بصفة عامة وفي صناديق الاستثمار بصفة خاصة ، لما تمثله هذه الصناديق من أداة استثمارية ملائمة للقاعدة العريضة من صغار المستثمرين وضرورة تحويل المدخرين

⁶⁹ Edgar A. Norton & Frank K. Riey. "Investment", 5th ed. (N.Y: The Dryden Press, 1999), p. 774..

⁷⁰ Edwin J. Elton & Martin J. Gruber, "Modern Portfolio Theory and Investment Analysis", 5 th ed, (N.Y. John Wiley & sons, 1991), p. 572

⁷¹ Jams L. Farrell Jr., "Portfolio Management: Theory and Application", 2nd ed, (N.Y: McGraw- Hill, International Edition, 1997), p. 511

إلى مستثمرين بتلك الصناديق، بجانب ما تمثله هذه الصناديق من أهمية لكونها شريكاً أساسياً في حجم التعاملات اليومي بالبورصة .

٢-٣-٣ أهم عناصر تقييم أداء صناديق الاستثمار:

تتمثل أهم العناصر التي يجب التركيز عليها عند تقييم أداء الصندوق الاستثماري في الآتي:

(١) ضرورة الاهتمام بكل من العائد والمخاطر والدمج بينهما حتى تحقق الدقة لعملية التقييم طبقاً لما أوضحته النظرية الحديثة للمحفظة The Modern Portfolio Theory لأن المحفظة الاستثمارية الكفاء بشكل عام ومن ضمنها محافظ الصناديق الاستثمارية هي التي تحقق أعلى عائد عند مستوى معين من المخاطر أو أقل مخاطر ممكنة عند مستوى معين من العائد مما يجعل من عملية تقييم أداء المحفظة ثنائية الأبعاد تقوم على العائد والمخاطر معاً في نفس الوقت لكونهما وجهان لعملة واحدة فالقاعدة العامة تقول بوجود علاقة طردية بين كل من المخاطر والعائد^{٧٢}.

(٢) التعرف على أسباب تحقق مستوى معين من الأداء وأسلوب تحسينه لأن الهدف النهائي لعملية تقييم أداء الصندوق هو تحسين ذلك الأداء وهو ما يبرر أهمية معرفة أسباب تحقق الأداء الجيد Superior performance للتأكيد عليها وللإستفادة منها وكذلك الحالة بالنسبة للأداء السيئ Inferior performance لمعالجتها وتجنب تكرارها مستقبلاً^{٧٣}.

(٣) يجب التفرقة بين أداء مدير الصندوق وأداء الصندوق ذاته وهنالك العديد من المقاييس التي تساهم في معرفة أداء مدير الصندوق مثل القدرة على التنويع، والقدرة على اختيار الاستثمارات والقدرة على تحقيق التوقيت السوقي الأمثل. أما مقاييس تقييم أداء الصندوق فتتمثل بمقاييس شارب وترينور وجنسين لقياس العائد لكل وحدة مخاطر كلية ومنظمة والعائد غير العادي.

وعند تقييم أداء صندوق الاستثمار من المفيد أخذ الاعتبارات التالية في الحسبان :

- استقرار الأداء سنة بعد أخرى يعتبر في نفس درجة الأهمية إن لم يكن أكثر أهمية من الأداء الكلي لعدد أكبر من السنوات وبالإضافة إلى ذلك فعند فحص بيانات الأداء السنوية يجب على المستثمر المرتقب أن يقرر ما إذا كانت النتائج التي تحققها إدارة الصندوق ترجع إلى الاختيار الموفق أم الرديء للأوراق المالية ، وما إذا كانت هناك

⁷² Charles j. Corrado et. al., "Fundamentals of Investments :Valuation & Management", (Boston: McGraw Hill, Irwin, 2000), p. 645.

⁷³ Robert C. Radcliffe, "Investment: Concept, Analysis and strategy", [California : Addisonwesley , 1997], p. 847

ورقة مالية أو اثنتان من الأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة هي السبب الرئيسي وراء النتائج التي يحققها الصندوق .

- الأداء السابق هو مؤشر جيد لاتخاذ القرار المرتبط بالاستثمار في الصناديق لاستثمارية ولكنه مرشد فقط ليس هناك سبب ضروري لأن يعاد أ أداء الماضي في المستقبل ، وبالتالي فإن النصيحة قد تكون شراء وثائق في عدد من صناديق الاستثمار المتميزة في أدائها والتي تكون أهدافها متفقة مع أهداف المستثمر بدلا من ربط أموال المستثمر كلها في صندوق واحد.
- أهداف صناديق الاستثمار على النحو المبين في النشرات والك تبيات التي تصدرها قد تضع تأكيداً كبيراً على النمو بالمقارنة مع جوانب الدخل الجاري ، وقدراً غير كاف على الأمان بالمقارنة بجوانب المخاطرة ، ويجب على المستثمر أن يزيد هذه الاعتبارات في ضوء ظروفه وأولوياته وإمكانياته .

٣-٣-٣ الأساليب المستخدمة في تقييم أداء الصناديق الاستثمارية :

هنالك العديد من الأساليب التي يتم من خلالها التعرف على أداء الصناديق الاستثمارية .

أولاً: الأساليب الكمية:

ويمكن التمييز فيما يتعلق بالأساليب الكمية بين الأسلوب البسيط والأسلوب المزدوج.

الأسلوب البسيط :

وفق هذا الأسلوب يقاس العائد بالعلاقة التالية :^{٧٤}

إجمالي العائد في سنة معينة = (صافي قيمة الوثيقة في نهاية العام – القيمة الاسمية للوثيقة الاستثمارية + التوزيعات النقدية التي تمت خلال العام) / القيمة الاسمية للوثيقة الاستثمارية في بداية العام .

إن هذا الأسلوب يركز على العائد دون الأخذ بعين الاعتبار المخاطر ويتم تطبيقه على الصناديق الاستثمارية المفتوحة والمغلقة على حد سواء.

فيما يتعلق بالصناديق المغلقة يتم استعمال المعادلة التالية

$$ع = (ق١ - ق + ت) / ق$$

حيث : ع: معدل العائد.

ق: قيمة الاستثمار الأولي .

^{٧٤} حنفي ، عبد الغفار : "البورصات" / أسهم ، سندات ، صناديق استثمار " ، المكتب العربي الحدث ، مصر ، الإسكندرية ، ٢٠٠٠ ، ص ٣١٠ .

ق ١: القيمة السوقية.

ت: التوزيعات خلال الفترة .

أما فيما يتعلق بالصناديق المفتوحة فيتم احتساب العائد من خلال المعادلة التالية:

$$ع = (ق ١ - ق + ر) / ق$$

حيث كل من ع، ق، ق١ تم توضيحاً سابقاً

أما " ر " فهي تمثل الأرباح الرأسمالية وغيرها من الأرباح.

وتجدر الإشارة إلى أن هذا العائد الإجمالي يمثل لهذا الأسلوب قياساً لأداء الصندوق ولكنه لا يمثل حقيقة معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر ، إذ لا بد من احتساب العائد الحقيقي للمستثمر في ظل التكاليف التي يتحملها والمصروفات والرسوم المرتبطة باستثماره بهذا الصندوق أو ذلك

وجداول رقم (٤) تقييم لبعض الصناديق الاستثمارية العاملة في مصر وفق الأسلوب البسيط وذلك في ٢٠٠٩/١/١ .

اسم الصندوق	القيمة الاسمية بالجنيه المصري	الحجم بالمليون جنيه	صافي قيمة الأصول في ٢٠٠٩/١/١	التوزيعات منذ بدء النشاط	إجمالي العائد منذ بدء النشاط
صناديق مفتوحة متوازنة					
البنك الأهلي المصري الأول	١٠	٢٠٠	29.15	3.60	227.5
بنك مصر الأول	١٠٠	٥٠٠	87.52	١٠٣.٨	٩١.٣٢
البنك الأهلي المصري الثاني	١٠٠	٣٠٠	٧٢.٦٢	125.25	97.87
صناديق مفتوحة أسهم					
بنك كريدي أجريكول مصر - الأول	١٠٠	٣٠٠	١٩٤.٣٣	220.25	314.58
بنك الاسكندرية الأول	١٠٠	٢٠٠	٢١٠.٧٩	266	376.79
بنك مصر الثاني	66.67	٣٠٠	٥٥.١٨	٥٨.١٥	69.99
صناديق مفتوحة ذات دخل ثابت					
صندوق الراجح	١٠٠	٥٠	101.77	83.35	85.12
بنك كريدي أجريكول مصر الثالث	١٠٠٠	١٥٠	1077.35	869.98	94.73
البنك التجاري الدولي الأول "أصول"	١٠٠	١٠٠٠	136.77	٠	36.77
الصناديق المفتوحة الإسلامية					
بنك فيصل الاسلامي	١٠٠	٥٠	100.06	٥٢	52.06
بنك التمويل المصري السعودي	١٠٠	٥٠	70.51	39.32	9.83
بنك فيصل الاسلامي المصري "أمان"	١٠٠	١٠٠	55.81	٠	(44.19)
الصناديق المغلقة					
أورينت تراست	١٠٠٠	٥٠	1339.62	300	63.96

صناديق تحديد الأصول					
المجموعة العربية المصرية للتأمين	٥٠٠	١٠٠	590.27	٢٣٧	65.45

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على الكتاب السنوي الصادر عن بورصتي القاهرة والإسكندرية.

الأسلوب المزدوج

يجمع هذا الأسلوب بين العائد والمخاطر كمدخل لتقييم أداء الصندوق ويندرج تحت هذا الأسلوب المقاييس التالية:

1- مقياس شارب (Sharpe Measure): يقوم هذا المقياس على أساس قسمة متوسط العوائد الإضافية للمحفظة على الانحراف المعياري:

$$Sharpe Ratio = \frac{\overline{R1} - \overline{R2}}{Q1}$$

حيث أن:

$\overline{R1}$: هي متوسط عوائد المحفظة خلال الفترة.

$\overline{R2}$: هي متوسط العائد الخالي من المخاطر خلال الفترة.

$Q1$: هو الانحراف المعياري لعوائد المحفظة خلال الفترة.

وهذا المؤشر يقيس عملياً مستوى كفاءة أداء محفظة الصندوق الاستثماري في تحقيق عائد إضافي عن مستوى العائد الخالي من المخاطر والذي يمثل سعر الفائدة على الأدوات الحكومية قصيرة الأجل وفي حال عدم توفره يمكن استبداله بسعر الفائدة على الودائع، واستخدام الانحراف المعياري للعائد في هذه المعادلة البسيطة يعني أن هذا المقياس يأخذ في الاعتبار المخاطر الكلية التي تواجه محفظة الصندوق، وبطبيعة الحال فإن قيمة المؤشر العالي تعني أداءً عالياً للمحفظة، خاصة حين يستخدم هذا المقياس لغايات المقارنة بين عدد من الصناديق، وبالنسبة لهذا المقياس فإنه لا يجري تصنيف المخاطر بين منظمة وغير منظمة بل تؤخذ كلها وحدة واحدة من خلال استخدام الانحراف المعياري.

2- مقياس ترينور (Treynor Measure): يقوم هذا المقياس على أساس قسمة متوسط العوائد الإضافية لمحفظة الصندوق الاستثماري على معامل بيتا، ويشبه هذا المقياس مقياس شارب ولكنه يختلف في أنه يعتمد على معامل بيتا للمحفظة وليس على الانحراف المعياري وبالتالي فإنه يفحص الأداء في المحفظة من زاوية مدى قدرة الإدارة على تنويع الاستثمارات على نحو يمكن معه التخلص إلى حد بعيد من المخاطر غير المنتظمة:

$$Treynor Ratio = \frac{\overline{R1} - \overline{R2}}{\beta 1}$$

حيث أن:

$\overline{R1}$: هي متوسط عوائد محفظة الصندوق خلال الفترة.

$\overline{R2}$: هي متوسط العائد الخالي من المخاطر خلال الفترة.

$\beta1$: هو معامل بيتا لمحفظة الصندوق خلال الفترة.

وكلما كانت قيمة مؤشر ترينور أكبر كلما دل ذلك على ارتفاع عوائد محفظة الصندوق مقارنة إلى بمخاطرها وبالتالي الأداء أفضل .

3- مقياس جنسن (Jensen Measure): يقوم هذا المقياس على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) حيث ينص نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على النموذج التالي:

$$\overline{R1} = \overline{R2} + \beta1(\overline{R3} - \overline{R2})$$

$\overline{R1}$: هي متوسط عوائد محفظة الصندوق خلال الفترة.

$\overline{R2}$: هي متوسط العائد الخالي من المخاطر خلال الفترة.

$\beta1$: هو معامل بيتا لمحفظة الصندوق خلال الفترة.

$\overline{R3}$: هو معدل عائد محفظة السوق.

ولو كان العوائد الفعلية للمحفظة أعلى أو أقل من العائد المتوقع حسب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ، عندها يمكننا القول بأن الانحراف المعياري يعود الى الأداء الجيد أو السيئ لمحفظة الصندوق. وهكذا يمكننا صياغة المعادلة التي يمكن من خلالها احتساب مقياس جنسن كما يلي:

$$\alpha1 = \overline{R1} - [\overline{R2} + \beta1(\overline{R3} - \overline{R2})]$$

حيث أن $\alpha1$ هو المعبر عن مقياس جنسن ، وكلما كانت قيمة ألفا أكبر كلما دل ذلك على الأداء الجيد للمحفظة.

ثانياً: الأساليب النوعية

إلى جانب الأساليب الكمية في قياس أداء الصناديق الاستثمارية ثمة جوانب أخرى يتم من خلالها تقييم أداء الصناديق ونذكر منها مدى إمكانية المحافظة على مستوى المخاطر المحدد في هدف إنشاء الصندوق ، والتأكد من ملائمة مستوى التنويع ، والتأكد من تحقيق عائد ملائم ، إضافة إلى الوقوف على حجم التكاليف التي يتكبدها المستثمر ومدى تأثيرها على العائد الذي يحققه ويمكن لنا توضيح هذه الجوانب كما يلي:^{٧٥}

^{٧٥} زيني، فريدة بن يوسف: *صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات "تجربة جمهورية مصر العربية وإمكانية تطبيقها في سورية"*، بحث معد لنيل درجة الماجستير في إدارة الأعمال ، جامعة دمشق ، ٢٠٠٦، ص ٦٢.

- المحافظة على مستوى المخاطر : من بين المعايير الأخرى لأداء صناديق الاستثمار هو مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطرة الذي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق ، وذلك مقارنة مع مستوى المخاطرة المحدد في هدف إنشائه أو في نشرة الاكتتاب.
- قياس مستوى التنوع : من بين الأسباب التي تدفع المستثمرين للإقدام على شراء وثائق استثمار الصناديق الاستثمارية هي مدى تنوع محفظة ذلك الصندوق وذلك كون التنوع يرتبط ارتباطاً قوياً مع مستوى المخاطر التي يتحملها الصندوق وذلك كلما ارتفع مستوى التنوع في المحفظة الاستثمارية للصندوق أدى إلى تخفيض المخاطر التي يتعرض لها .
- قياس متوسط العائد : يعتبر متوسط معدل العائد للصندوق مؤشر جيد على أداء هذا الصندوق وذلك بمقارنة متوسط العائد المحقق بمعدل معياري آخر مثل متوسط العائد لأحد مؤشرات السوق .
- قياس التكاليف: إن التكاليف المرافقة لصناديق الاستثمار تندرج تحت نوعين
 - النوع الأول : هي التكاليف المباشرة التي يمكن قياسها ويقصد بها أتعاب الإدارة والمصاريف الإدارية ، وهذه التكاليف عادة ما تكون منشورة.
 - النوع الثاني : فهي تكاليف المعاملات وهي تكاليف غير مباشرة وتنقسم بدورها إلى تكاليف يمكن قياسها وأخرى يصعب قياسها ، ويقصد بالتكاليف التي يسهل قياسها عمولة السمسرة وعادة ما تتوافر عنها بيانات منشورة أما التكاليف التي يصعب قياسها فهي هامش ربح بيع وشراء السهم **Bid Ask Spread** إضافة إلى التأثير الذي تحدثه الصفقات الكبيرة بيعاً وشراءً على القيمة السوقية للسهم .

خلاصة الفصل

ركز هذا الفصل على صناديق الاستثمار بشكل عام وقد تم عرض المنشآت هذه الصناديق وتطورها عالمياً وعربياً ومن ثم تم التعرف على أهمية هذه الصناديق بالإضافة إلى أهدافها على المستويات كافة كما تم التعرف على الأهداف الخاصة ببعض الصناديق العاملة في جمهورية مصر العربية ، كما تم التطرق لأهم سمات ومميزات صناديق الاستثمار بالإضافة

إلى أهم العمليات التي يقوم بها الصندوق الاستثماري بصفته شخصية معنوية مستقلة عن الجهة التي أنشأته .

كما تم التطرق إلى كيفية تحقيق صندوق الاستثمار للعوائد بالإضافة إلى أهم المخاطر التي يتعرض لها الصندوق الاستثماري ومطرح المصروفات لهذه الصناديق .

ومن ثم تم التعرض إلى علاقة الصناديق الاستثمارية بغيرها من الكيانات الاقتصادية الأخرى سواء الشركات الاستثمارية أو المؤسسات المالية الأخرى أو الأسواق المالية .

وأخيراً تم التطرق إلى تقييم أداء صناديق الاستثمار وذلك من حيث أهمية عملية تقييم أداء صناديق الاستثمار بالإضافة إلى أهم العناصر التي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تقييم أداء صناديق الاستثمار وأخيراً تم عرض لأهم الأساليب الكمية والنوعية التي يتم اللجوء إليها في عملية تقييم أداء الصناديق .

وخلص الباحث إلى أن صناديق الاستثمار تعتبر من الأدوات المالية التي أثبتت جدواها - وذلك خلال فترة طويلة من العمل- في أن تكون حلقة الوصل بين ما تبقى من المدخرات التي لم تستطع سوق الأوراق المالية من جذبها إلى الاستثمار وبين تلك السوق أو الاستثمارات المباشرة، وبالتالي عملت هذه الصناديق على مد الاقتصاد بشكل عام بالمزيد من التدفقات المالية والتي انعكست إيجاباً على هذه الاقتصاديات ، كما توصل الباحث إلى أن هذه الصناديق هي كيانات مستقلة لها شخصيتها الاعتبارية الخاصة وبالتالي فإن هذه الصناديق تؤثر وتتأثر بغيرها من الكيانات الاقتصادية الموجودة في جسد الاقتصاد عامة ، أما من ناحية تقييم أداء هذه الصناديق فيرى الباحث أن تقييم أداء الصناديق من خلال العائد المرجح بالمخاطر أو العائد على المخاطر هو من أفضل الطرق التي من خلالها يمكن الاستدلال على الأداء الفعلي لهذه الصناديق، كما وتعتبر قدرة المدير على تنويع المحفظة الاستثمارية للصندوق من أهم المرتكزات التي يمكن الاستناد عليها عند تقييم أداء المدير الاستثماري .

الفصل الثاني

صناديق الاستثمار التقليدية

تعتبر صناديق الاستثمار أداة مالية مهمة للاستثمار في الأوراق المالية وتقوم فكرتها على تجميع الأموال من المدخرين الصغار والكبار وتوجيه هذه المدخرات إلى سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال تشكيل محفظة من الأوراق المالية يتم اختيارها وإدارتها عن طريق شركات متخصصة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية من أجل تحقيق الأهداف المختلفة للمستثمرين.

وقد تعددت المعايير التي يتم على أساسها تقسيم صناديق الاستثمار، واختار الباحث التقسيم القائم على مدى توافق أعمال الصناديق مع أحكام الشريعة الإسلامية وبذلك قسمت الصناديق إلى إسلامية وتقليدية.

وفي هذا الفصل سيتطرق الباحث إلى صناديق الاستثمار التقليدية بشيء من التفصيل وذلك من خلال المبحثين التاليين :

المبحث الأول : ماهية صناديق الاستثمار التقليدية .

يتناول هذا المبحث صناديق الاستثمار التقليدية من حيث النقاط التالية :

- مفهوم وتعريف صناديق الاستثمار التقليدية .
- العوامل المؤثرة على اختيار المستثمر للصندوق.
- مزايا صناديق الاستثمار التقليدية .

المبحث الثاني : أنواع صناديق الاستثمار التقليدية .

يتناول هذا المبحث أنواع صناديق الاستثمار التقليدية بشيء من التفصيل وذلك وفقاً للمعايير المختلفة التي يمكن الاستناد إليها في هذا التقسيم :

- وفق معيار مكونات محفظة الأوراق المالية التي تنشئوها .
- وفق معيار الأهداف المقررة .
- وفق معيار هيكل رأس المال.
- وفق معيار عنصر الأمان .
- وفق معيار تكلفة البيع .
- وفق معيار السياسة الاستثمارية .
- وفق معيار مراعاة سلطة المدير.

المبحث الأول : ماهية صناديق الاستثمار التقليدية

من خلال هذا المبحث سيتم التعرف على المفاهيم و التعاريف التي حاولت أن ترسم صورة حقيقة لمعنى صناديق الاستثمار بشكلها التقليدي وأيضاً سيتم اقتراح التعريف الخاص بالباحث كما سيتم التطرق إلى أهم المزايا التي تختص بها صناديق الاستثمار التقليدية .

١-١ مفهوم وتعريف صناديق الاستثمار التقليدية

تعتبر فكرة صناديق الاستثمار فكرة قديمة جداً مرت بالعديد من المراحل حتى وصلت إلى ما هي عليه الآن فكما ذكرت كتب التاريخ فإن المصريين القدماء والفينيقيين اعتادوا بيع أجزاء من مراكبهم وعرباتهم حتى يقللوا من المخاطر على المالكين الأفراد.^{٧٦} أي توزيع المخاطر وهو من المبادئ الأساسية التي تقوم عليها فكرة صناديق الاستثمار.

وانطلاقاً من الفكرة السابقة وضع الباحثون العديد من التعريفات التي حاولت أن تعطي فكرة واضحة عن معنى الصندوق الاستثماري بمفهومه العام أو التقليدي ومنها:

- صناديق الاستثمار التقليدية: هي نوع من شركات الوساطة المالية التي تقوم بجمع الأموال واستثمارها في الأصول المالية كالأسهم والسندات مقابل حصول المستثمرين على العوائد التي تحققها تلك الأصول^{٧٧}.

وضح هذا التعريف أن صندوق الاستثمار ما هو إلا شركة شأنه في ذلك شأن باقي منظمات الأعمال ، ويسري عليه كل ما يتعلق بإدارتها ، وأن الوظيفة الأساسية للصندوق تتمثل في الوساطة المالية بجمع الأموال ثم استثمارها في الأوراق المالية ، بجانب أنه أبرز المقابل الذي يحصل عليه المستثمر بتلك الصناديق والذي يتمثل في العوائد المحققة من الأوراق المالية .

- صناديق الاستثمار التقليدية : هي شركات تقوم بتجميع الأموال من الأفراد عن طريق إصدار أسهم عادية في السوق ثم تستخدم متحصلات بيع هذه الأسهم في شراء أوراق مالية لعدد من الشركات الأخرى والتي يتم تداولها في السوق.^{٧٨}

أبرز هذا التعريف الطريقة المتبعة في تجميع الأموال ، وهي إصدار أسهم عادية مقابل الأموال التي يدفعها المستثمرون للصندوق ، وتسمى في السوق المصرية بوثائق الاستثمار وهي أدق ، حيث أن السهم يعتبر ورقة مالية واحدة بينما وثيقة الاستثمار تمثل حصة من محفظة الصندوق ككل ، فمن يملك وثيقة يعد مالكاً لمحفظة أوراق مالية بنسبة الوثيقة إلى إجمالي قيمة محفظة الصندوق ، ويتمتع بمزايا المحفظة من حيث التنوع وتقليل مخاطر الاستثمار وانخفاض تكلفة الصفقات على خلاف من يملك سهماً واحداً حيث يفقد هذه المزايا.

- صندوق الاستثمار التقليدية: هو وعاء للاستثمار له ذمة مالية مستقلة ، ويهدف إلى تجميع الأموال واستثماره في مجالات محددة ، ويدير الصندوق شركة استثمارية تمتلك تشكيلة من الأوراق المالية^{٧٩}.

^{٧٦} الفقي، فخر الدين علي وآخرون: "دليل للاستثمار في صناديق الاستثمار"، وكالة الأنباء الكويتية (كونا) القسم الاقتصادي، ١٩٩٦م، ص ١٣.

^{٧٧} William F.Sharpe,et,al., "Fundamentals of Investmtments", 3ed ., (New Jersey:Prentice-Hall,2001),p 573.

^{٧٨} توفيق، سعيد: "الاستثمار في الأوراق المالية"، الطبعة الثانية، القاهرة، مكتبة عين شمس ١٩٩٨. ص ٤٤٩.

^{٧٩} أبو غدة ، عبد الستار: "التكليف الشرعي لصناديق الاستثمار ومشروعيتها"، مؤتمر صناديق الاستثمار في مصر ، جامعة الأزهر-مركز صالح كامل للاقتصاد الاسلامي، ١٩٩٧، ص ١٠.

يؤخذ على هذا التعريف اعتباره تجميع الأموال واستثمارها هدف للصندوق في حين أنها وظيفة له يتم من خلالها تكوين محفظة الأوراق المالية التي تحقق أهداف الصندوق ، ويحسب له أنه أوضح أن إدارة الصندوق تتم من خلال شركات متخصصة في الاستثمار .

- وقيل ه و : مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة ، أو وحدة تنظيمية مستقلة تنظيمياً ومحاسبياً عن المؤسسة التي تنشئها، تتولى تجميع المدخرات من الجماهير بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة ، ثم تعهد بها إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار ، لاستثمار هذه المدخرات مع رأس مال الصندوق في الأوراق المالية أساساً ومجالات الاستثمار الأخرى تبعاً لصالح المدخرين والمستثمرين معاً.^{٨٠}

أوضح هذا التعريف أن صناديق الاستثمار قد تكون كياناً قائماً بذاته في شكل شركة مساهمة لها شخصيتها الاعتبارية ، أو قد يكون وحدة تنظيمية بداخل المؤسسات التي تنشئها ، إلا أن هذه الوحدة تتميز بالاستقلال التنظيمي والمحاسبي مما يعني أن لها دفاترها والسجلات الخاصة بها والتقارير الدورية سواء المالية أو الإدارية المستقلة عن نظيرتها لباقي المؤسسة.

- وتعرفها لجنة تداول الأوراق المالية الأمريكية بأنها : "شركات استثمار تجمع الأموال من المستثمرين وتستثمر المال في الأسهم ، السندات ، أدوات السوق القصيرة الأجل ، أوراق مالية أو أصول أخرى وتدار الأوراق المالية بشكل احترافي لمصلحة المستثمرين حيث كل مستثمر يمتلك حصة في محفظة الأوراق المالية بناء عليها يحصل على حصته من الأرباح والخسائر ."^{٨١}

مما تقدم أمكن لنا أن نقدم التعريف التالي لصناديق الاستثمار التقليدية هي:

أوعية مالية استثمارية تنشئها مؤسسة مالية (شركة استثمارية ، مصرف ، شركة تأمين) تقوم على مبدأ جمع مدخرات المؤسسات والأفراد بشكل عام ومن ذوي الدخل المنخفضة أو قليلي الخبرة الاستثمارية بشكل خاص وتعهد بإدارتها إلى جهة محترفة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية والتي تقوم باستثمار هذه المدخرات في تشكيلة مدروسة من الأوراق المالية وذلك بما يحقق أهداف المستثمرين والشركة المؤسسة والإدارة على حد سواء.

وبما أن صندوق الاستثمار التقليدي هو وعاء مالي يقوم بإدارة مجموعة متنوعة من الأوراق المالية فيجب أن تتوافر في هذا الوعاء المالي مجموعة من الشروط تتلخص بما يلي:^{٨٢}

• سبب من أجله أنشئ الصندوق ، أو بمعنى آخر الغرض الذي أنشئ من أجله الصندوق.

^{٨٠} مبروك، نزيه عبد المقصود محمد : *صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي* ، دار الفكر الجامعي ، مصر، الإسكندرية، ٢٠٠٦، ص٨٩.

^{٨١} <http://www.sec.gov> :U.S. Securities and Exchange Commission

^{٨٢} دواية ، اشرف محمد : *صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق* ، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع و الترجمة ، مصر ، الإسكندرية ، ط١ (٢٠٠٤) ، ص٤٩. منقولة عن

Dian Fujovich , straight about Mutual Funds ,Machgraw – Hill, Inc. New York, 1991, p13.

- مدير أو فريق لإدارة محفظة أوراق الصندوق ،على أن تكون الإدارة محترفة.
- طريقة تمكن كل مستثمر من معرفة قيمة استثماراته ،أي التقييم اليومي للأسهم الداخلة في نطاق الصندوق .
- طريقة تمكن المستثمرين من وضع أيديهم على حصصهم من الأموال المستثمرة ،وهذا يعني القدرة على شراء وبيع أسهم الصندوق يوميا.
- مجموعة متنوعة أو تشكيلة من الأوراق المالية يستثمر الصندوق أمواله فيها ،أو بمعنى آخر تنويع الصندوق لاستثماراته.

وقبل أن يقوم المستثمر بأي استثمار في أي صندوق من الصناديق المطروحة في السوق عن طريق الاكتتاب أو عن طريق شراء الوثائق عليه أن يقوم بتحديد الأهداف التي يضعها لنفسه من قيامه بذلك الاستثمار ، والاسترشاد ببعض العوامل المهمة والأساسية قبل اتخاذ قرار الشراء

ومن ثم يجب عليه الإجابة عن الأسئلة التالية⁸³:

- ١ - ما هو غرضه من الاستثمار؟
 - ٢ - ما هو مستوى المخاطرة الذي يمكن أن يقبل به؟
 - ٣ - ما هي الفترة التي يرغب في الدخول في الاستثمار خلالها؟
 - ٤ - ما هي درجة السيولة التي يرغب بها عند قيامه بالاستثمار؟
- ثم عليه القيام بدراسة بعض العوامل ليرى من خلالها ما هو أقرب صندوق لمتطلباته فيقوم بالاستثمار من خلاله

ومن تلك العوامل التي عليه دراستها⁸⁴:

- ١ - نوع العائد من الاستثمار الذي يمنحه الصندوق ؛ هل هو عائد دوري أم نمو رأسمالي أم كليهما.
- ٢ - درجة المخاطرة التي يتمتع بها الصندوق ، فهناك صناديق خالية من المخاطر وصناديق ذات مخاطر عالية وهناك صناديق بين هذا وذاك مما يؤثر على مستوى العائد الذي يقدمه الصندوق.

٢-١ مزايا صناديق الاستثمار التقليدية

هنالك العديد من المزايا التي يمكن لصناديق الاستثمار التقليدية أن تحققها سواء على مستوى الفرد أو الجهاز المصرفي أو على مستوى الاقتصاد الوطني ككل :

⁸³ How to pick a Mutual Fund, USA today Magazine, vol.123, April 1995,p7

⁸⁴ How to choose a Mutual Fund , San Antonio Business Journal, Vol.11 , Oct. 1992, p 2.

١-٢-١ على مستوى الفرد

تحقق الصناديق الاستثمارية التقليدية مجموعة من المزايا على مستوى المستثمر الفرد يمكن لنا أن نجلها بما يلي :

١) الإدارة المحترفة (professional Management)

يدير صناديق الاستثمار مدراء محافظ محترفون ، يتولون اتخاذ القرارات المتعلقة بالصندوق . ويكون مدير الصندوق مدعوماً بمحللين يقومون بإجراء الدراسات عن اتجاهات السوق، والصناعة، والشركات ^{٨٥}. وبالتالي اتخاذ قرارات رشيدة قد لا يتمكن المستثمر الفرد من اتخاذها لعدم امتلاكه الخبرة الكافية أو الأدوات المؤهلة لذلك.

٢) التنوع الكفاء (Diversification)

حيث تستثمر صناديق الاستثمار في أوراق مالية مختلفة للحصول على محفظة متنوعة- قد لا يتمكن صغار المستثمرين من تحقيقها - تساعد على تخفيض الخطر من خلال تعويض الخسارة في بعض الأوراق المالية بالمكاسب من الأخرى. وبالتالي تزود صناديق الاستثمار المستثمر العادي بطريقة اقتصادية للحصول على نفس الإدارة المحترفة لأمواله وتنوع استثماراته المتاحة للمؤسسات الكبيرة والمستثمرين الأغنياء ^{٨٦}.

٣) تخصيص الأصول (Asset Allocation)

تخصيص الأصول هو تنوع المحفظة الاستثمارية بين الأنواع الاستثمارية المتاحة (أسهم ، سندات ، نقدية ،) يستطيع المستثمرون في الصندوق الاستثمار الشراء في مجموعة صناديق مختلفة لتحقيق التخصيص الذي يهدفون إليه ، أو الاستثمار في صندوق تخصيص الأصول (Asset Allocation fund) الذي يستثمر بشكل ينسجم مع أهدافهم لتخصيص الأصول ^{٨٧}.

٤) السيولة (liquidity)

يستطيع المستثمر في صناديق الاستثمار رد الوثائق إلى الصندوق في أي يوم عمل عند القيمة الصافية للأصول (NAV) "للوثيقة" والتي تحسب في نهاية ذلك اليوم (تحسب هذه القيمة أسبوعيا في مصر).

وذلك دون أن يدفع المستثمر أية تكلفة أو أن يدفع رسوم استرداد صغيرة تقل كلما طالت فترة الاحتفاظ بالوثائق ، وغالباً ما تلغى بعد انقضاء فترة معينة على الاحتفاظ يحددها الصندوق . وبذلك يمنح المستثمر إمكانية الخروج في الوقت الذي يرغب فيه وتحويل أصوله إلى نقد سائلة دون أن يتكبد أية تكاليف (أو بتكاليف صغيرة).

⁸⁵ King, J Sephen . "Mutual funds: investment of choice for individual investment." Review of business, Fall 2002, p35.

⁸⁶ Investment Company Institute (ICI), Guide to understand Mutual Funds, Washington, 2004, p5.

⁸⁷ Bernstein, Phylis Jan Stephen J Roja, The world of Mutual funds 'Journal of accountancy', NOV1994, p44.

٥) المرونة (Flexibility)

تقوم بعض شركات الاستثمار بتكوين مجموعة متنوعة من الصناديق تدعى (Family of funds). ويستطيع حملة الوثائق من تحويل أموالهم من صندوق إلى آخر مقابل تكاليف بسيطة أو بدون تكاليف، وغالباً عن طريق مكالمة هاتفية فقط.^{٨٨} وهذا يعني مرونة تحويل المستثمر من إستراتيجية استثمارية إلى أخرى لا سيما عند تغيير أهدافه الاستثمارية، وذلك بالانتقال من صندوق لآخر يحقق أهدافهم الجديدة.

٦) انخفاض تكلفة الاستثمار (Low Cost)

تتاجر صناديق الاستثمار بكميات كبيرة من الأوراق المالية، وبالتالي يمكن أن تحقق توفيراً كبيراً في عمولات السمسرة والعمولات الأخرى^{٨٩}. ذلك أن عمولات السمسرة غالباً ما تقل نسبتها كلما زاد حجم الصفقة. كذلك فإنه كلما زاد عدد الأسهم المتاجر بها يقل نصيب السهم من التكاليف الثابتة والرسوم التي تدفع مهما كان عدد الأسهم.

١-٢-٢ على مستوى الجهاز المصرفي

بما أن المصارف تعد الراعي الأساسي و أحد أهم المؤسسات المالية المنشئة للصناديق الاستثمارية فيمكن لهذه الصناديق أن تحقق بعض المزايا للمصارف التي تنشئها والتي تتمثل في^{٩٠}:

- ١) القيام بتقليب محافظ الأوراق المالية داخل البنوك بيعاً وشراءً بدلاً من الاحتفاظ بها دون حراك، وذلك عن طريق بيع جزء منها لصناديق الاستثمار مما يوفر فرصة كبيرة لتحقيق أرباح تنشأ من فروق تقييم الأوراق المالية التي يتم بيعها لصناديق الاستثمار^{٩١}.
- ٢) مواكبة المتغيرات الدولية في تعظيم العمليات المصرفية خارج الميزانية out of balance عن طريق ما تحصل عليه البنوك من أتعاب وعمولات من خلال أداء مهامها في صناديق الاستثمار.
- ٣) تعتبر صناديق الاستثمار نشاطاً جديداً ومكملاً لخدمات البنوك؛ مما يعد ترسيخاً لمفهوم البنوك الشاملة.
- ٤) توظيف فائض السيولة لدى البنوك في صناديق الاستثمار؛ مما يخلص البنوك مما تعانيه من أزمة السيولة المتزايدة.

١-٢-٣ على مستوى الاقتصاد الوطني^{٩٢}

⁸⁸ Bernstein, Phylis Jand Stephen J Roja, The world of Mutual funds 'Journal of accountancy', NOV1994, p44

⁸⁹ Bodie, Z. Kane, A. and Marcus. A. Essential of investment, 3ed I11, frwin; 1999, p102

^{٩٠} دواية، اشرف محمد: *صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق*، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، القاهرة، مصر، ٢٠٠٤، ص ٥٦، ٥٧.

^{٩١} إبراهيم، حسني عبد السميع: *استثمار الأموال في الشريعة الإسلامية*، المكتب الجامعي الحديث، مصر، القاهرة، ٢٠٠٨، ص ٣٩٤.

^{٩٢} مبروك، نزيه عبد المقصود: *صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي*، دار الفكر الجامعي، مصر، الإسكندرية، ٢٠٠٦، ص ١١٧، ١١٨.

إن صناديق الاستثمار بالإضافة لما تحققه من مزايا على مستوى الفرد وعلى مستوى الجهاز المصرفي فإنها تحقق جملة من المزايا على مستوى الاقتصاد الوطني ككل نذكر منها:

(١) تنشيط سوق الأوراق المالية

لا شك أن فشل المدخرين العاديين في استثمار مدخراتهم في الأوراق المالية بسبب عدم خبرتهم وتواضع مدخراتهم يجعلهم يحجمون عن ارتياد سوق الأوراق المالية. وبما أن صناديق الاستثمار تتعامل مباشرة مع السوق الثانوية وليس مع السوق الأولية ، بمعنى أن الصناديق لا تشتري الأوراق المالية التي تطرح للاكتتاب لأول مرة ، وإنما تتعامل مع الأوراق المالية المتداولة بالفعل ، فيمكن للصناديق أن تلعب دور الوسيط بين أولئك المدخرين والسوق وتعمل على توجيه تلك المدخرات إلى سوق الأوراق المالية مما يزيد من نشاط تلك السوق.

(٢) انتظام سوق الأوراق المالية

فضلاً عن كون صناديق الاستثمار تعمل على تنشيط واتساع سوق الأوراق المالية ، فإنها تضمن أيضاً انتظام هذه السوق وذلك بعدم تعريضها للتقلبات المفاجئة التي تحدث كثيراً بسبب المضاربات المحمومة أو الجامحة على الأوراق المالية ، ويرجع ذلك إلى أن صناديق الاستثمارية لا تغامر بهذه المضاربات بل تعمل على تكوين محافظها من الأوراق المالية لتلك الشركات التي تتمتع بمركز مالي جيد الأمر الذي يساهم في تحقيق التوازن لعمليات سوق الأوراق المالية .

(٣) توفير السيولة اللازمة للشركات

حيث تمثل صناديق الاستثمار قوة شرائية في سوق الأوراق المالية بتوفيرها السيولة اللازمة للشركات مما يساعد هذه الشركات على الاتجاه لسوق المال لتمويل نشاطها بدلاً من اللجوء إلى البنوك للاقتراض.

(٤) حماية المدخرات الوطنية ومنع تسريبها للاستثمار في الخارج

حيث تؤدي صناديق الاستثمار إلى فتح مجالات جديدة أمام المدخرين لاستثمار أموالهم بما يمكن من جذب أصحاب المدخرات الذين قد لا يناسبهم الإيداع في البنوك حتى لا تتسرب مدخراتهم عن دورة النشاط الاقتصادي القومي ، وكذلك فتح المجال أمام أصحاب المدخرات الذين يرغبون في الاستثمار في الأوراق المالية ولكن تعوزهم الخبرة أو المقدرة المالية للقيام بذلك ، ومن ثم تساهم صناديق الاستثمار في حماية المدخرات الوطنية ومنع تسريبها للاستثمار خارج البلاد.

بالإضافة لما ذكر سابقاً

يمكن لنا أن نضيف بعض المزايا التالية التي توفرها صناديق الاستثمار لمجموع المتعاملين بها بشكل عام^{٩٣} :

- تحقيق زيادة في مستوى الدخل في الاقتصاد الوطني نظراً لارتفاع مستويات الأرباح من جهة وتنشيط الاستثمار من جهة ثانية.
- وسيلة لتطوير القطاع العام وتحويله إلى قطاع أعمال عن طريق الاكتتاب العام وتوسيع قاعدة الملكية من خلال طرح جزء من أسهم الشركات و المصارف إلى الاكتتاب العام.
- تدعيم التقييم السليم للأوراق المالية وتحسين شروط البيع لصالح الاقتصاد الوطني.
- تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها للأنشطة الاستثمارية الأمر الذي يخفف الضغط على الاستهلاك ويخفض معدل التضخم ويزيد من معدلات نمو الناتج الوطني.
- تنشيط رأس المال الوطني على المدى الطويل لأن كل عملية إنشاء صندوق جديد تساهم في تأسيس شركة استثمارية جديدة ترفد الاقتصاد الوطني بالأموال اللازمة.

المبحث الثاني : أنواع صناديق الاستثمار التقليدية

^{٩٣} الهندي ،عدنان، وآخرون :المصارف العربية وصناديق الاستثمار ،إتحاد المصارف العربية ،بيرون ،١٩٩٥، ص٥١.

هناك العديد من المعايير التي يمكن الاستناد إليها في تقسيم صناديق الاستثمار التقليدية نذكر منها:

١-٢ وفق معيار مكونات محفظة الأوراق المالية التي تنشئها

تتنوع صناديق الاستثمار التقليدية إذا ما قسمت حسب مكونات محفظتها المالية وأمكنا أن نحصر هذه الأنواع ب:

١-٢ صناديق الأسهم العادية common stock funds

تتكون هذه الصناديق من أسهم عادية فقط ، وبالرغم من ذلك فإنها تختلف باختلاف خصائص وسمات تلك الأسهم ، فهناك الصناديق التي تركز على الأسهم العادية التي تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو ، وهناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعة ما أو منطقة جغرافية معينة أو التي تتميز بإعفاءات ضريبية وكذلك هناك صناديق المؤشرات index funds التي تستثمر في تشكيلة الأسهم التي يتكون منها أحد مؤشرات سوق الأوراق المالية^{٩٤} .

لذا يمكن تقسيم هذه الصناديق بشكل عام إلى :^{٩٥}

- (١) صناديق أسهم محلية : ويتم من خلالها تحقيق مزايا ضريبية للمستثمرين وتشجعهم الدولة على حيازتها لتمويل الشركات الوطنية دون الأجنبية .
- (٢) صناديق أسهم متنوعة دولياً : وتتكون من خليط من الأسهم المحلية والدولية وذلك لتحقيق أكبر كفاءة ممكنة على مبدأ العائد والمخاطرة .
- (٣) صناديق أسهم موزعة جغرافياً : وهي صناديق تستثمر في سوق دولية معينة ، وبالتالي تتحمل نوعين من المخاطر هما :
 - مخاطر الدولة.
 - ومخاطر سعر الصرف.

وبالرغم من هذه المخاطر ، فإن هذه الصناديق تسعى دوماً إلى تحقيق عائد أعلى من العائد التي تحققه الصناديق المحلية والصناديق المتنوعة دولياً.

- (٤) صناديق أسهم موزعة قطاعياً ويطلق عليها اسم الصناديق المتخصصة :^{٩٦} وهي صناديق يجري إنشاؤها وطرحها للاستثمار لشريحة معينة سواء كان ذلك لقطاع معين يقوم بطرح أسهم ، أو سمات جغرافية محددة ، فالاستثمار في قطاع التكنولوجيا وحده أو غيره من القطاعات ذات التميز الواضح بالنسبة لبقية القطاعات الاستثمارية التقليدية

^{٩٤} عوض الله، صفوت عبد السلام : *صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي*، بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر "المؤسسات المالية الإسلامية"، معالم الواقع وآفاق المستقبل، ١٥_١٧ مايو/٢٠٠٥، غرفة تجارة وصناعة دبي، المجلد الثالث ص ٧٨٣.

مبروك، نزيه عبد المقصود، *صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والوطني*، مرجع سابق ص ١٠١.

^{٩٥} دواية، أشرف : *صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق*، رسالة ماجستير غير منشورة، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، مصر، القاهرة، ٢٠٠٤، ص ٦٤.

^{٩٦} أسعد، رياض : *تكوين وإدارة محافظ وصناديق الاستثمار*، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، الاردن ، عمان ، أبول ٢٠٠٤، ص ١٧٣.

يمثل أساس عمل هذه الصناديق المتخصصة. ومن الواضح أن مثل هذا النشاط ينطوي على طموحات لتحقيق أرباح استثنائية كبير مقابل احتمالات التعرض لمخاطر جسيمة في الوقت نفسه. وتعتبر الإدارة المتميزة وذات البصيرة النافذة لتوقعات المستقبل في شأن موضوع جغرافي معين أو قطاع أو نشاط معين، الركيزة الأساسية التي تعتمد عليها إدارة مثل هذه الصناديق لتحقيق النجاح.

ويمكن لنا أن نقسم صناديق الأسهم العادية وفق نمط إدارتها إلى نوعين هما^{٩٧}:

- صناديق تدار باستمرار ويقظة: وهي تلك الصناديق التي تسعى إدارتها إلى البحث عن الأسهم التي تتداول في السوق المحلية أو الدولية بسعر يزيد أو يقل عن قيمتها الحقيقية لتتخلص من تلك التي يزيد سعرها عن قيمتها الحقيقية ولتشتري تلك التي يقل سعرها عن قيمتها الحقيقية.
- صناديق لا تحظى إلا بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة: وهي تلك الصناديق التي لا تبذل الإدارة من جانبها مجهوداً يذكر لاختيار التشكيلة، فهي تسعى إلى تحقيق عائد يماثل العائد على محفظة السوق، ومن ثم فإنها تكتفي بتشكيل مكونات الصندوق من ذات تشكيلة الأوراق المالية (الأسهم) التي يتكون منها أحد مؤشرات السوق، لذا يطلق على هذا النوع من الصناديق صناديق المؤشر.

٢ + ٤ صناديق الاستثمار في السندات Bonds Funds

وهي تلك التي تتكون محافظ استثماراتها من سندات فقط لكونها أكثر استقراراً وثباتاً من الأسهم حيث أن معظم السندات ذات دخل ثابت بعكس الأسهم العادية التي يتغير عائدها تبعاً لتغيرات السوق، وتختلف هذه الصناديق باختلاف تشكيلة السندات التي تحتويها محفظتها ويمكن لنا تقسيم هذه الصناديق إلى^{٩٨}:

- (١) صناديق سندات محلية: وهي صناديق تتكون من نسبة كبيرة من السندات المحلية أي التي تصدرها الحكومات المحلية، ونسبة ضئيلة من السندات الأجنبية.
- (٢) صناديق سندات دولية: وهي التي تشتمل على نوعين من المحافظ وهما: الأولى محافظ مكونة من سندات دولية فقط، والثانية مكونة من محافظ متنوعة بين سندات دولية ومحلية.
- (٣) صناديق سندات ذات عوائد دورية: وهي صناديق تمكن المستثمرين الحصول على عوائد دورية بصفة منتظمة.
- (٤) صناديق سندات خاصة: وهذه الصناديق تتكون من نوعين من محافظ الأوراق المالية.

الأول: صناديق سندات الدرجة الأولى: وهي تأسس من سندات حكومية مضمونة من الحكومة وعادة ما يكون دخل هذه الصناديق معفى من الضرائب.

^{٩٧} هندي، منير إبراهيم: *صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين*، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٤، ص ٣٣-٣٤.
^{٩٨} دواية، أشرف محمد: *صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية*، مرجع سابق، ص ٦٥.

والثاني: صناديق سندات قابلة للتحويل إلى أسهم : وهي تهدف إلى الاستفادة من المميزات التي تحققها السندات القابلة للتحويل إلى أسهم ، حيث ترتفع هذه السندات مع ارتفاع قيمة الأسهم .

٢ ١ ٣ الصناديق المتوازنة Balanced funds

ويقصد بها الصناديق التي تتكون محفظة الأوراق المالية فيها من مزيج من الأسهم العادية ، والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل المحدد الثابت ، مثل السندات الحكومية ، والسندات التي تصدرها منشآت الأعمال ، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية ، والأسهم الممتازة ، ولذلك يطلق عليها اسم الصناديق المتنوعة Diversified funds^{٩٩}. ويمكن لهذه الصناديق أن تأخذ عدة أشكال منها^{١٠٠}:

- صناديق تخصيص الأصول Asset allocation funds التي تستثمر في مزيج من الأسهم والسندات وأدوات سوق النقد.
- صناديق محافظ الأوراق المالية المرنة Flexible portfolio funds.
- صناديق الدخل المختلطة Income mixed funds.

٢ ١ ٤ صناديق سوق النقد Money market mutual funds

وهي صناديق تستثمر في الأوراق المالية قصيرة الأجل (أذون خزينة ، شهادات استثمار ، كمبيالات مصرفية) التي تصدرها الشركات والحكومات والهيئات الحكومية المتخصصة^{١٠١}. ويتم تداول هذه الأوراق المالية في سوق النقد ، وهي السوق التي تنشأها المصارف التجارية فيما بينها وغيرها من خلال المؤسسات المالية إضافة إلى بيوت السمسرة المتخصصة في التعامل في تلك الأوراق^{١٠٢}. وتأخذ هذه الصناديق عدة أشكال منها^{١٠٣}:

- صناديق وطنية معفاة من الضريبة National tax- Exempt money market funds.
- صناديق حكومية معفاة من الضريبة Taxable money market Government funds.
- صناديق غير حكومية خاضعة للضريبة Taxable money market Non- Government.
- صناديق معفاة من الضريبة وتخص ولاية معينة State tax-exempt money market funds.

^{٩٩} مبروك ،نزيه عبد المقصود: *صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي* ،مرجع سابق ،ص١٠٣ .
^{١٠٠} A Guide to mutual funds (Washington: the investment company institute),2000,p18

^{١٠١} مرهج ،منذر: *آثار استراتيجية توقيت السوق على الاداء الاستثماري في البورصة المصرية* ،مصر ،جامعة قناة السويس، ٢٠٠٣، ص١٠.

^{١٠٢} هندي ،منير إبراهيم: *أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال* ،مرجع سبق ذكره ،ص١٢٤ .

^{١٠٣} A Guide to mutual funds ,p19.

٢-١-٥ صندوق الصناديق^{١٠٤}

وهي صناديق تحتوى محفظتها على وثائق صناديق استثمار أخرى من أجل تحقيق درجات عالية من التنوع وهذا النوع غير موجود في مصر حتى الآن.

٢-٢ وفق الأهداف المقررة

تنقسم صناديق الاستثمار التقليدية وفق لأهدافها إلى الأنواع التالية:

٢ ٢ ١ صناديق النمو Growth funds^{١٠٥}

وهي الصناديق التي تركز استثماراتها في الشركات الحديثة التي يحمل الاستثمار فيها فرص نمو كبيرة في القيمة على حساب توزيعات الأرباح. أي تلك الشركات التي تقوم بتدوير الأرباح المحتجزة، وذلك بإعادة استثمارها مرة ثانية، يتولد المزيد من الأرباح التي تعاد استثمارها مرة أخرى لتنعكس على القيمة السوقية للأسهم^{١٠٦}. كذلك يمكن لهذه الصناديق أن تتجه إلى الاستثمار في قطاعات صناعية تمتاز بارتفاع مخاطر الاستثمار فيها بهدف تحقيق عائد عالي. ويناسب هذا النوع من الصناديق فئة المستثمرين الذين لا يتطلعون إلى عوائد دورية عاجلة ويبراهنون على نمو في قيمة استثماراتهم في الأجل الطويل.

٢ ٢ ٢ صناديق الدخل Income Funds

تهدف هذه الصناديق إلى المحافظة على أصول الصندوق وتحقيق عائد دوري معقول على الاستثمار، لذا عادة ما تشتمل تشكيلة محفظة الأوراق المالية لهذه الصناديق على سندات حكومية وغير حكومية متوسطة وطويلة الأجل وعلى أسهم منشآت كبيرة مستقرة توزع الجانب الأكبر من الأرباح التي تحققها^{١٠٧}. إن هذا النوع من الصناديق يهدف أساساً إلى تحقيق عائد على الوثيقة الاستثمارية أعلى من العائد المحقق من ودیعة مصرفية بنفس القيمة ونفس الأجل وب التالي فالهدف هنا تحقيق دخل ثابت أو محدد بصرف النظر عن النمو الرأسمالي^{١٠٨}. وتناسب هذه الصناديق أولئك الذين يعتمدون على عائدات استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم، ومثل هؤلاء المستثمرين عادة ما يخضعون لشريحة ضريبية منخفضة أو ربما لا يخضعون للضريبة على الإطلاق، وهو ما يعني عدم اهتمامهم بالفرق بين معدل الضريبة على الأرباح الايرادية ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية^{١٠٩}.

^{١٠٤} ميخائيل، نظير يوسف: *صناديق الاستثمار كأحد الآليات المستخدمة في السوق المصري*، أوراق بنك مصر البحثية، مركز بحوث بنك مصر، مارس ١٩٩٦ ص ٢٠.

^{١٠٥} خطاب، سامي: *المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الاسهم وصناديق الاستثمار*، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، ٢٠٠٧، ص ٥٢.

^{١٠٦} مطر، محمد، تيم، فايز: *إدارة المحافظ الاستثمارية*، دار وائل، عمان ط ٢٠٠٥، ص ٢٤٢.

^{١٠٧} مبروك، نزيه عبد المقصود: *صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي*، مرجع سبق ذكره، ص ٩٩.

^{١٠٨} قاسم، منى: *صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين*، مرجع سبق ذكره، ص ٥١.

^{١٠٩} هندي، منير إبراهيم: *صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين*، مرجع سبق ذكره، ص ٣٨-٣٩.

٢ ٢ ٣ صناديق الدخل والنمو Partially Income, Partially Growth

تهدف هذه الصناديق إلى المحافظة على أصولها وتحقيق دخل دوري، فضلاً عن النمو الرأسمالي الطويل والمتوسط الأجل، مع أقل قدر ممكن من المخاطر السوقية المتوقعة^{١١٠}. لذلك تتلاءم هذه الصناديق مع أولئك الذين يسعون إلى تحقيق أرباح رأسمالية مع تحقيق عائد شبه مستقر، وبذلك نجد أن استثمارات هذه الصناديق تتكون من أسهم الشركات النامية ومن السندات ذات العائد الثابت^{١١١}. وضمن هذا الإطار يمكن أن نميز بين نوعين من هذه الصناديق^{١١٢}:

أولاً: صناديق الدخل والنمو Income Growth: وتعطي الأولوية فيها لهدف الدخل.

ثانياً: صناديق النمو والدخل Growth Income: وتعطي الأولوية فيها لهدف النمو.

٢ ٢ ٤ صناديق إدارة الضريبة Tax- Managed funds

هذه الصناديق لا تقوم بأي توزيعات على المستثمرين، وإنما تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمرين على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها، وبالتالي لا يقوم المستثمر بدفع ضريبة طالما لم يحصل على توزيعات نقدية.

ويناسب هذا النوع من الصناديق المستثمرين الذين يخضعون لشريحة ضريبية عالية، ويرغبون في تأجيل دفع الضريبة إلى سنوات لاحقة، فالضريبة تستحق فقط عن بيع الأسهم، ووعاء الضريبة يكون الفرق بين حصيلة البيع والمبلغ الأصلي للمستثمر^{١١٣}.

٢ ٢ ٥ صناديق استثمار ذات دخل معفى من الضرائب Tax- Free Funds

وفي هذه الصناديق يتم الاستثمار في الأوراق المالية المعفاة من الضرائب نتيجة لكون نوع الورقة المالية معفى أو لأن نشاط الشركة المصدرة لتلك الورقة معفى من الضرائب.

٢ ٢ ٦ صناديق ذات الأهداف المزدوجة Dual- Purpose funds or Dual funds

وهي نوع خاص من الصناديق التقليدية التي يمكنها تلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين^{١١٥}:

^{١١٠} دواية، أشرف محمد: *صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق*، مرجع سابق، ص ٦٢.

هندي، منير إبراهيم: *أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال*، مرجع سابق ص ١٢٨.

^{١١١} حنفي، عبد الغفار: *الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم-وثائق الاستثمار-الخيارات)*، الدار الجامعية، الاسكندرية، ٢٠٠٠، ص ٤٨.

^{١١٢} دواية، أشرف محمد: *صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق*، مرجع سابق، ص ٦٢.

^{١١٣} عوض الله، صفوت عبد السلام: *صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي*، بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر "المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل"، غرفة تجارة وصناعة دبي، ١٥-١٧/مايو/٢٠٠٥، ص ٧٨٦.

^{١١٤} Mutual Funds Investing. <http://www.global-investment-institute.com/Mutual-fund-investing.htm>, 8-9-2006

^{١١٥} هندي، منير إبراهيم: *صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين*، مرجع سبق ذكره، ص ٤١.

عوض الله، صفوت: *صناديق الاستثمار دراسة وتحليل*، مرجع سابق، ص ٧٨٧.

- المستثمرون الذين يهدفون إلى الحصول على دخول من استثماراتهم حيث يمكنهم الاستثمار في أسهم الدخل.
 - المستثمرون الذين يهدفون إلى تحقيق نمو مضطرد في استثماراتهم حيث يمكنهم الاستثمار في أسهم رأس المال التي يتولد عنها ربح رأسمالي.
- لذلك يصدر الصندوق من أجل تلبية تلك الأهداف عند إنشائه نوعين من الأسهم:
- أسهم دخل يتوقع أن يتولد عنها دخل مستقر .
 - أسهم نمو يتوقع أن يتولد عنها أرباح رأسمالية.

وعادة ما تكون القيمة الكلية للأسهم المصدرة من النوعين متساوية ،أما حصيلة بيع الأسهم ،فحصيلة بيع أسهم الدخل تخصص لشراء أوراق مالية تدر عائداً دورياً مرتفعاً ،وحصيلة بيع أسهم النمو تخصص لشراء أسهم الشركات التي تميل إلى الاحتفاظ بأرباح محتجزة.^{١١٦}

٣-٢ وفق هيكل رأس المال

تأخذ صناديق الاستثمار التقليدية من حيث هيكل التمويل أو هيكل رأس المال أحد النوعين التاليين:

٢ ٣ ١ صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة Closed –end funds

هي قنوات استثمار مقصورة على فئة مختارة من المستثمرين ، حيث يتم فيها إصدار عدد ثابت من الوثائق أو الوحدات الاستثمارية يتم توزيعها على المستثمرين فيها كل حسب حصته .وتطرح هذه الصناديق للاكتتاب فيها إذا تبين لخبراء الاستثمار أن هناك فرصة جيدة متاحة للاستثمار في مجال ما .ولهذه الصناديق المغلقة عادةً هدف محدد ومدة محددة ، يصفى بعدها الصندوق وتوزع عائداته على المستثمرين . وطبقاً لنظام هذه الصناديق لا يجوز لمالكي هذه الوثائق استرداد قيمتها ، كما أن إدارة الصندوق لا تقوم عادة بشراؤها منهم فيلجأ المستثمرون في حالة البيع أو الشراء لأسهم هذه الصناديق إلى سوق الأوراق المالية والتي يتم تداولها بها.^{١١٧}

ولهذا النوع من الصناديق مجموعة سمات منها^{١١٨}:

- قد يكون لأجل محدد أو غير محدد.
- لا يمكن استرداد قيمة الحصص إلا في نهاية الأجل .
- يمكن أن يتحول إلى صندوق مفتوح بعد فترة زمنية معينة حيث يكون ذلك منصوصاً عليه .
- لا يزيد رأس مال الصندوق خلال حيازته إلا وفق نص واضح.
- يجري إدراج وحدات الاستثمار في البورصة كما هو شأنه في أي شركة استثمارية .

^{١١٦} دواية ،أشرف محمد:صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية ،مرجع سابق ،ص٦٣ .

^{١١٧} <http://www.acc4arab.comaccshowthread.php?p=8363.htm>

^{١١٨} أسعد ،رياض:تكوين وإدارة محافظ وصناديق الاستثمار ،الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ،الأردن ،عمان ،أيلول ٢٠٠٤،ص١٦٥ .

- تحتسب مكافأة الإدارة لهذه الصناديق على أساس نسبة مئوية معينة من القيمة الكلية للأصول.

يحدد سعر الأسهم في شركات الاستثمار المغلقة التي تنشئ هذه الصناديق من خلال العرض والطلب على أسهم الصندوق، فعندما يكون الطلب على أحد صناديق لاستثمار ذات النهاية المغلقة قوياً قد يرتفع السعر السوقي عن القيمة الصافية الأصلية للأصول وعادة تكون القيمة السوقية أقل من القيمة الصافية لذلك يلجأ المستثمرون في هذا النوع من الوثائق إلى بيعها في فترة زمنية قصيرة، ويحدد السعر المبدئي للأسهم بسعر يتجاوز قيمة الأصول الصافية بغية تغطية عمولات الإصدار والتي قد تصل إلى ٧,٥% من قيمة السهم،^{١١٩} وهذا ما قد يجعلها غير مرغوبة مقارنة بالأنواع الأخرى للصناديق. إلا أنه في السنوات الأخيرة ظهر هناك توجه كبير إلى هذا النوع من الصناديق بسبب تركيزها على محافظ استثمارية دولية (المصممة للاستفادة من الظروف الخاصة بأحد البلدان الناشئة أو بمجموعة منها).^{١٢٠}

٢ ٣ ٢ صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة Open- end funds

ويغلب اصطلاح صناديق الاستثمار المشتركة على هذا النوع من الصناديق وتتميز هذه الصناديق أنها تفتح المجال أمام المستثمرين للدخول والخروج منها دون قيود مذكورة، وأنها تقدم عروضاً مستمرة بلا انقطاع للأوراق المالية الجديدة للبيع لجمهورها^{١٢١}. ويتم بيع وثائق تلك الصناديق وحصصها عن طريق موزعي الجملة للأوراق المالية كما لا يتم تداول وثائق هذا النوع من الصناديق في البورصة بل يتم ذلك من خلال الصندوق نفسه أو من خلال وكلائه، ويكون الأساس في تحديد سعر الوثيقة هو متوسط سعر مختلف الأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة ويتم تقييم الوثائق يومياً وهي القيمة التي تمثل حالة التصفية للمحفظة وتسمى تلك القيمة التي يتم على أساسها معرفة واحتساب السعر اليومي "قيمة التسييل" Liquidated value، وترتبط معظم الصناديق بصورة قوية مع موزعي الأوراق المالية والمؤسسات الاستشارية للاستثمار ويتجه بعضها للارتباط ببنك استثمار أو سماسرة أوراق مالية أو سماسرة الأوراق المالية والبعض الآخر من تلك الصناديق تستقل تماماً بنفسها ويكون لديها متخصصون في الاستثمار على درجة عالية من الكفاءة يعملون كموظفين ويتكون منهم مجلس الإدارة أو مجلس الأمناء.^{١٢٢}

ويمكن لنا أن نلخص أهم سمات هذا النوع من الصناديق بما يلي:

- رأس مال هذا النوع من الصناديق غير ثابت.
- تكون إدارة هذا النوع من الصناديق جاهزة ومستعدة دائماً لرد قيمة وثائق الاستثمار عند الطلب.
- لا يجوز قيد أو تداول وثائق الاستثمار التي تصدرها هذه الصناديق في سوق الأوراق المالية.

^{١١٩} الشعار، محمد نضال: *أسس العمل المصرفي*، الجندي للنشر والتوزيع، سورية، حلب، ٢٠٠٥، ص ٣٣٧.

^{١٢٠} جبر، هشام: *صناديق الاستثمار الإسلامية*، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، أيار، ٢٠٠٥، ص ٧.

^{١٢١} مبروك، نزيه عبد المقصود: *صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي*، مرجع سبق ذكره، ص ٩٧.

^{١٢٢} شرف هاشم، غادة إبراهيم نور الدين عبد الحليم: *بورص صناديق الاستثمار في توجيه الإستثمارات في سوق الأوراق المالية في مصر في ظل آليات السوق*، مصر، جامعة عين شمس، ٢٠٠٧، ص ٨٨-٨٩.

- يتم الشراء والاسترداد عن طريق وكلاء توزيع وثائق صندوق الاستثمار .
- يتم الإعلان بشكل دوري عن قيمة الوثيقة ويكون ذلك أسبوعياً أو مرتين في الأسبوع أو يومياً وذلك بغرض الاسترداد أو الشراء.

٢-٤ تصنيف صناديق الاستثمار التقليدية وفقاً لعنصر الأمان^{١٢٣}

تصنف صناديق الاستثمار التقليدية وفق عنصر الأمان إلى نوعين وهما :

٢-٤-١ صناديق الاستثمار ذات رأس المال المضمون **Capital Guaranteed Funds**
يطرح هذا النوع من الصناديق لنمط معين من المستثمرين وهم عادة المحافظون تجاه عنصر المخاطرة . إذ يوفر للمساهم فيه ميزة لا توفرها له الأنواع الأخرى من صناديق الاستثمار ألا وهي ميزة المحافظة على رأس المال . بمعنى أن مدير الصندوق يضمن للمساهم عدم المساس برأسماله الأصلي المدفوع في الصندوق متحماً بذلك وحده مخاطرة الخسارة التي قد تصيب رأسمال الصندوق وذلك مقابل حصوله على عمولة بنسبة معينة إذا ما تجاوزت نسبة العائد المحقق من الصندوق رقماً معيناً يطلق عليه عادة مصطلح نقطة القطع Benchmark.

٢-٤-٢ صناديق الاستثمار غير المضمون **Un-guaranteed Funds**

ويقصد بها ذلك النوع من الصناديق الذي يكون هناك مستوى من المخاطرة بالنسبة للمساهم فيها . أي أن المساهم فيها ليس معرضاً لخسارة العائد فقط، بل يكون الاحتمال قائماً لأن يفقد جزءاً من رأس ماله من خلال تراجع قيمة الوحدة الاستثمارية.

٢-٥ وفق معيار تكلفة البيع

تنقسم صناديق الاستثمار التقليدية وفق معيار مدى تحمل العميل لتكلفة البيع إلى نوعين

٢-٥-١ صناديق الاستثمار المحملة **Load Funds**

وهي صناديق تقوم بتسويق إصداراتها من الوثائق عن طريق منافذ توزيع خاصة (رجال بيع أو بيوت سمسة)^{١٢٤} ، وتقوم هذه الصناديق بتحميل المستثمرين العمولات الإضافية التي تدفعها على شكل رسوم شراء يدفعها المستثمر عند شرائه للوثيقة الاستثمارية . وقد تصل هذه الرسوم إلى ٨,٥% من سعر الشراء^{١٢٥} .

٢-٥-٢ صناديق الاستثمار غير المحملة **No-Load Funds**^{١٢٦}

يتحمل المستثمر قيمة شراء الوثيقة فقط في هذه الصناديق دون أن يتحمل أي رسوم (عمولة) إضافية مقابل قيامه بشراء وثائق الصندوق . لذا فإن المستثمرين يتجهون إلى الصناديق غير المحملة من أجل توفير مبلغ العمولة التي كانت ستدفع للسماسة.

٢-٦ وفق معيار السياسة الاستثمارية :

إذا ما اعتمدت السياسات الاستثمارية المطبقة في إدارة محفظة الصندوق كمعيار لتقسيم الصناديق فيمكن لنا أن نقسمها إلى الأنواع التالية .

^{١٢٣} خطاب ، سامي: *المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار*، مرجع سابق، ص ٥٣-٥٤ .

^{١٢٤} دواية ، أشرف محمد: *صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية* ، مرجع سابق ص ٦٨ .

^{١٢٥} حنفي ، عبد الغفار: *البورصات* ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، ٢٠٠٢ ، ص ٢٩٦ .

^{١٢٦} <http://encyclopedia.thefreedictionary.com/mutual+funds>

١٦٢ الصناديق المتحفظة (الدفاعية) Conservative(Defensive) Funds^{١٢٧}

تتسم السياسات الاستثمارية لهذه الصناديق بالتحفظ تجاه المخاطر حيث يشترط في السياسة الاستثمارية المطبقة تحقيق الأمان والاستقرار للمستثمرين، وينعكس ذلك على تكوين المحفظة حيث تصبح السندات طويلة الأجل والأسهم الممتازة هي المسيطرة على المحفظة، وقد تستحوذ الأسهم العادية للشركات الكبيرة المستقرة على نصيب محدد من أموال المحفظة، وذلك في سبيل ضمان تدفق عائد ثابت لفترة زمنية طويلة مع تدنية المخاطر، وعادة ما يكون المستثمرون في هذه النوعية من الصناديق من كبار السن والمحاليين على المعاش والذين يخططون للتقاعد المبكر لحاجتهم إلى الدخل الدوري الثابت لتغطية نفقات العلاج والمعيشة.

١٦٣ الصناديق الهجومية Aggressive Fund^{١٢٨}

تعتبر صناديق الاستثمار الهجومية على النقيض تماماً من نظيرتها الدفاعية، حيث يركز مدير المحفظة بها على تحقيق الأرباح عن طريق تقلبات أسعار الأوراق المالية (التي عادة ما تكون أسهم عادية)، عن طريق شرائها بالسعر المنخفض ثم الاحتفاظ بها إلى حين ارتفاع أسعارها فيتم بيعها وجني الأرباح الرأسمالية مع تحمل المخاطر المرتفعة التي قد تحدث في حالة خطأ توقعات مدير الاستثمار واتخاذ الأسعار لاتجاه عكسي، وتتناسب هذه الصناديق المستثمرين محبي المخاطر والذين عادة ما يكونون من الشباب حيث لديهم الفرص لتعويض الخسائر في حالة حدوثها

١٦٤ الصناديق المتوازنة Balanced Fund^{١٢٩}

وهي النوع الشائع من صناديق الاستثمار حيث يتم تطبيق كلا السياستين المتحفظة والهجومية في آن واحد، فهي تسعى إلى تحقيق هدف الأمان والاستقرار والعائد الدوري مع تحقيق الأرباح الرأسمالية، وينعكس ذلك على مكونات المحفظة التي تشمل أوراقاً مالية تنسجم خصائصها مع السياستين، فيتم استثمار جزء من الأموال في السندات والأسهم الممتازة وأذون الخزانة والجزء الآخر في الأسهم العادية دائمة التقلب في الأسعار^{١٢٩}، بما يساعد على تحقيق التوازن بين العائد الدوري والأرباح الرأسمالية .

٧-٢ التقسيم من حيث مراعاة سلطات المدير^{١٣٠}

تنقسم صناديق الاستثمار التقليدية من حيث مدى قدرة مدير الصندوق على التصرف حيال تغيرات ظروف السوق إلى :

١٦٥ صناديق الاستثمار الثابتة Fixed Funds أو Fixed Trusts

وهي الصناديق التي ينص عقد تأسيسها على كيفية تكوين محفظة استثماراتها بل وأحياناً على تحديد محتويات هذه المحفظة لتقييد حرية الإدارة في تغييره مع جواز تغييره في حدود ضيقة وحالات خاصة ، ثم يعاد حساب السعر يومياً على أساس أسعار الأوراق الموجودة بالمحفظة والتي يتم الإعلان عنها يومياً في سوق الأوراق المالية مع أخذ الأرباح المحصلة والأرباح المعلن عن توزيعها ، إن قيمة تلك الأوراق تنخفض في السوق بمقدار صافي الأرباح المعلنه ، ومن ثم ينخفض تقييم المحفظة إذا لم يتم إضافة الأرباح إليها.

^{١٢٧} حنفي ، عطية عبد الحليم : "الإطار القانوني لصناديق الاستثمار"، مؤتمر صناديق الاستثمار في مصر، جامعة الأزهر -مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، 1997، ص215

^{١٢٨} سليمان ، محمود : "صناديق الاستثمار"، مؤتمر صناديق الاستثمار في مصر، جامعة الأزهر - مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، 1997، ص٦٩.

^{١٢٩} حميد ، محمد عثمان اسماعيل : "التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال"، القاهرة :دار النهضة العربية، 2000، ص٥٠٩.

^{١٣٠} لمزيد من التفاصيل : محمد علي البربري ، أمناء الاستثمار - مرجع سابق ص ١٧ - ٢٢ .

٢ ٧ ٢ صناديق الاستثمار المتغيرة (مرنة) Flexible Funds(Trusts)

وهي صناديق يعطي عقد تأسيسها الحق للمديرين سلطة التصرف في المحفظة بما يحقق صالح حملة الحصص وإذا كان حملة الوثائق يعلمون نوع الاستثمارات لأنها محددة في عقد التأسيس غير أن حملة الوثائق لا يعلمون نوع التغيرات التي تحدث في المحفظة إلا في نهاية كل فترة مالية حيث يقوم المديرون بنشر حسابات الصندوق وبياناته المفصلة ونسب الاستثمارات والأوراق المالية المستثمر بها ، ويدرار صندوق الاستثمار المرن (المتغير) بإحدى طريقتين :

الطريقة الأولى : طريقة التخصيص : Appropriation Principle

- وفي هذه الطريقة على مديرو الصندوق أن يقوموا بـ :
 - إنشاء المحفظة الأصلية حسب العقد بأموالهم الخاصة مع إمكانية إضافة أوراق مالية جديدة إلى المحفظة الاستثمارية وإنشاء وثائق جديدة .
 - التعامل في الأوراق المالية لحسابهم الخاص بصفتهم ملاك أصليين ؛ حيث إذا ما أرادوا توسعة نشاط الصندوق قاموا بشراء أوراق مالية جديدة بأموالهم الخاصة ولهم أن يحتفظوا بملكية هذه الأوراق المالية الجديدة لأنفسهم كما يشاءون وعلى مسئوليتهم الخاصة – وفي الوقت الذي يروونه مناسباً يقومون بتخصيل هذه الأوراق للصندوق وتسليمها للأعضاء في صورة عينية أو عن طريق تسليمهم تعهداً غير مشروط من أحد البنوك بتسليمهم تلك الأوراق دون مقابل ثم بعد ذلك يقومون بإصدار وثائق جديدة.
 - العمل كوكلاء عن حملة الوثائق والحصص في إدارة أموال الصندوق .

الطريقة الثانية : طريقة الاحتياطي النقدي Cash Fund Principle

في هذه الطريقة يتم احتساب صافي المتحصل من ثمن بيع الحصص بعد خصم المصاريف الإدارية والمصاريف الأخرى ليدخل هذا الصافي ضمن أموال الصندوق ، لذلك فإنه بزيادة عدد الوثائق المباعة يومياً يزداد عدد الوثائق المصدرة، ويتم استخدام متحصلات بيع الحصص في القيام بإنشاء مخصص للاستثمار يتم فيه تجميع أثمان بيع الوثائق بعد القيام بخصم النسب المحددة في العقد من أجل تغطية كل المصاريف ، ويتم تخصيص هذا النقد لشراء أوراق مالية وكلما تمت عملية شراء جديدة يتم إضافتها إلى المحفظة الأصلية وإدراجها في كشف تقييم الوثائق .

وهناك العديد من المعايير الأخرى التي يمكن الاعتماد عليها في تقسيم صناديق الاستثمار لذلك سيكتفي الباحث بما تم شرحه وينوه إلى المعايير الأخرى :

من حيث توزيع الأرباح الرأسمالية أو إعادة استثمارها :

صناديق نمو رأسمالية ،صناديق دخل دوري .

من حيث مدى تخصص الصندوق :

صناديق عامة النشاط ،صناديق متخصصة النشاط ،صناديق الاستثمار المباشرة ،صناديق المخاطرة .

على أساس الحجم :

صناديق صغيرة جداً ، صناديق صغيرة ، صناديق متوسطة ، صناديق كبيرة .

من حيث الأساس الجغرافي :

صناديق محلية ،صناديق أجنبية ،صناديق دولية ،صناديق عبر القارات ،صناديق عالمية ،
صناديق في الأسواق الناشئة ، صناديق إقليمية .

من حيث مدى نشاط الصندوق:

صناديق استثمار نشطة ، صناديق المؤشرات،صناديق التحوط.

من حيث الشكل القانوني :

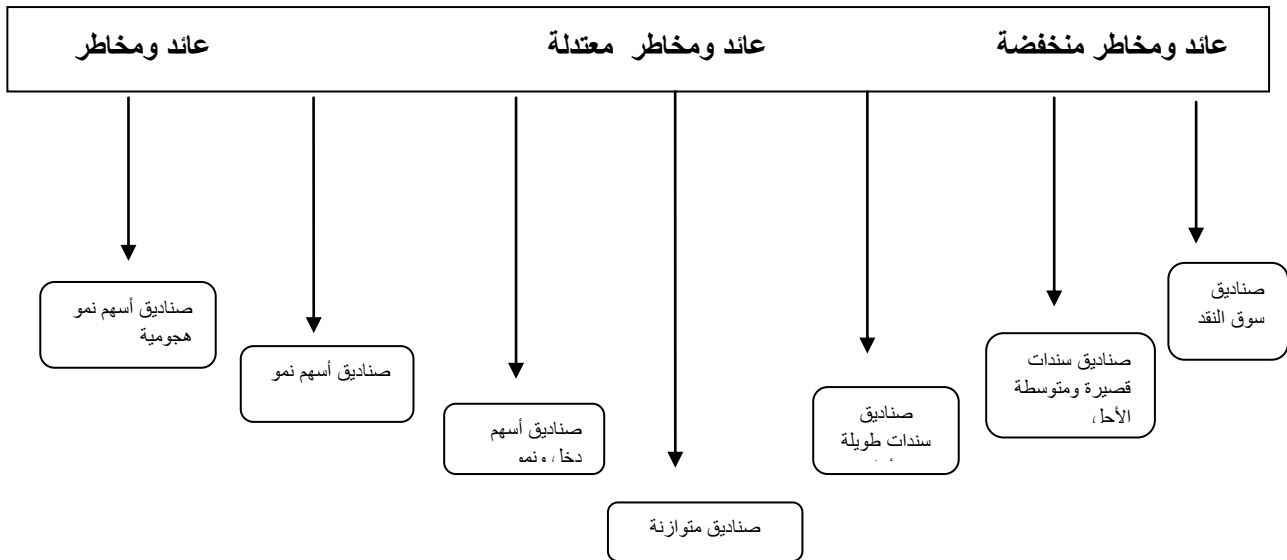
صناديق شركة مساهمة ،صناديق الاكتتاب العام ،صناديق الاكتتاب المغلق .

من حيث الجهة المنشئة :

صناديق بنوك ،صناديق شركات تأمين ،صناديق حكومية .

وباختلاف نوع وشكل صناديق الاستثمار تختلف العوائد والمخاطر المرتبطة بها كما يلي:

شكل (٢) يوضح توزيع صناديق الاستثمار حسب العائد والمخاطر



المصدر: ١٣١

¹³¹ A Guide to Understanding Mutual Funds(Washington: the investment Company institute ,2000,p6.

خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل تم التعرف على صناديق الاستثمار التقليدية بشيء من التفصيل وذلك من خلال التعرف على مفهوم وماهية صناديق الاستثمار التقليدية وتم عرض مجموعة من التعاريف التي حاولت إعطاء صورة واضحة عن معنى الصندوق الاستثماري ، كما تم التطرق أهم العوامل التي يمكن أن تؤثر على قرار المدخر الراغب في تحويل إدخاراته إلى استثمارات عن طريق الصناديق الاستثمارية ، وأيضاً تم التطرق إلى أهم المزايا التي تمتاز بها هذه الصناديق الاستثمارية عن غيرها من الأدوات المالية الأخرى .

ومن ثم تم تبين أهم أنواع صناديق الاستثمار التقليدية العاملة في الأسواق العالمية وتم تصنيف هذه الصناديق حسب مجموعة من المعايير كمعيار " مكونات محفظة الصندوق الاستثمارية ، الأهداف المقرر تحقيقها ، هيكل رأس المال ، وغيرها من المعايير الأخرى .

وتوصل الباحث إلى أن صناديق الاستثمار عامة وصناديق الاستثمار التقليدية خاصة تعتبر ركيزة هامة يستند إليها كل من الأفراد والمؤسسات والأسواق المالية والاقتصاد بشكل عام ، تقوم على مبدأ جذب مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو الاستثمار ، متخذة من مبدأ التنوع بهدف تخفيض المخاطر مبدأ أساسياً في عملها .

كما أن هذه الصناديق تعتمد على الأوراق المالية بشكل خاص سواء أسهم أو سندات أو أذون خزينة في تنوع محفظتها الاستثمارية، وقد تقوم هذه الصناديق في حالات خاصة بالتعامل بالعملات الأجنبية أو القيام باستثمارات حقيقية.

أيضاً تتعدد أنواع هذه الصناديق وبالتالي تتنوع تشكيلة محافظه ا وأهدافها بما يتلاءم مع التغيرات المستمرة في أذواق المستثمرين وبما يتوافق مع أهدافهم و رغباتهم . وبالتالي يمكن اعتبار صناديق الاستثمار التقليدية ملاذ يتوافق مع تطلعات الكثير من المدخرين سواء أفراد كانوا أو مؤسسات .

الفصل الثالث

صناديق الاستثمار الإسلامية

لقد خطت الصناعة المالية الإسلامية طريقها موازياً للصناعة المالية التقليدية وقد غدت هذه الصناعة تستأثر باهتمام الكثيرين سواء على المستوى الإسلامي أو العربي أو العالمي فقد تجاوز الحجم الكلي لأصول المصارف الإسلامية ورؤوس أموالها المئتين والستين مليار دولار ، علماً أن المصارف الإسلامية ما هي إلا مكون واحد من مكونات الصناعة المالية الإسلامية يضاف إليها شركات التأمين التكافلية وغيرها من الشركات التي تعتمد الشريعة الإسلامية كناظم لتعاملاتها واستثماراتها .

وأما الصناديق الاستثمارية الإسلامية فقد باتت تلعب دوراً مهماً في استقطاب الاستثمارات وتوجيهها الوجهة الإسلامية النافعة ، كي تصبح هي الأخرى رافداً قوياً يرفد الصناعة المالية الإسلامية بالمزيد من الخبرات والكثير من رؤوس الأموال . كما أن لهذه الصناديق مساهمتها في بث الوعي الادخاري والاستثماري بين شرائح مختلفة في المجتمعات العربية والإسلامية ، فضلاً عن دورها في توطيد رؤوس الأموال والحد من هجرتها .

وسنحاول في هذا الفصل التعرف على مقاصد الاستثمار في الإسلام بالإضافة إلى دور صناديق الاستثمار الإسلامي كدرف لحركة الاقتصاد التقليدي وكأداة مالية هامة في نسيج الاقتصاد الإسلامي وذلك من خلال المباحث التالية :

المبحث الأول : الاستثمار في الإسلام : ويتضمن هذا المبحث النقاط التالية :

- ✓ معايير استثمار المال في الإسلام.
- ✓ أساليب تمويل الاستثمار في الإسلام.
- ✓ الأزمة المالية والاقتصاد الإسلامي.

المبحث الثاني : صناديق الاستثمار الإسلامية :

- ✓ مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية وأهميتها .
- ✓ أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية وضوابطها .
- ✓ الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية .
- ✓ طبيعة العقود التي تحكم علاقات الأطراف المتعاملة في صناديق الاستثمار الإسلامية .

المبحث الثالث: الرقابة على الصناديق الإسلامية والهيئات الداعمة لوجود هذه الصناديق :

- ✓ طبيعة أنشطة صناديق الاستثمار الإسلامية وحاجتها للرقابة .
- ✓ أهمية ومقاصد الرقابة الشرعية على معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية.
- ✓ الهيئات والمؤسسات الداعمة لوجود صناديق الاستثمار الإسلامية .
- ✓ المؤشرات الإسلامية .
- ✓ مقارنة بين الصناديق التقليدية والإسلامية .

المبحث الأول : الاستثمار في الإسلام

ويتناول هذا المبحث المعايير التي تحكم الاستثمار في الشريعة الإسلامية بالإضافة إلى الأساليب التي أحلها الإسلام لتمويل العمليات الاستثمارية ومن ثم يتم تبيان مدى قدرة الاقتصاد الإسلامي على الوقوف في وجه الأزمات المالية .

١.١ معايير استثمار المال في الإسلام

هنالك العديد من المعايير والالتزامات التي فرضها الإسلام على المستثمرين وذلك بهدف تحقيق العدالة في المجتمع من جهة وتحقيق مصلحة المستثمر والمتعاملين معه من جهة أخرى وتتضمن هذه المعايير ما يلي :

١-١-١ معيار العقيدة

يرتبط الاقتصاد في الإسلام ارتباطاً وثيقاً بالعقيدة الإيمانية ، ومن ثم فإنه يتصف بأنه اقتصاد ديني وذلك تأكيداً لحقيقة مؤداها أن الاقتصاد في الإسلام جزء من كل يترابط ويتفاعل ويتكامل في تناسق وتوازن مع بقية الأجزاء المكونة للإسلام كدين وأسلوب حياة له نظام كامل يخضع لضوابط الإسلام ويسير وفقاً لأحكامه^{١٣٢}.

وعلى ذلك فإن الفرد المسلم م في مباشرته لأي عمل أو نشاط بما في ذلك النشاط الاقتصادي يعتبر في نظر الإسلام عابداً ومتعبداً متى توافر فيه شرطين^{١٣٣}:

- a. أن يكون ذلك النشاط حلالاً مشروعاً.
- b. أن يبتغي به وجه الله تعالى ورضاه .

٢.١.١ معيار الأخلاق

كما أن الاقتصاد الإسلامي اقتصاد ديني فإنه أيضاً اقتصاد أخلاقي لأن الإنسان المسلم وفق عقيدته الإيمانية يعلم بأنه موثوق العهد مع الله تعالى وبذلك فإن المسلم حين يسلك سبيله في مجال النشاط الاقتصادي ، سعيًا وكسبًا وارتزاقًا وتملكًا وتعاملًا وتداولًا وتصرفًا وقولًا وعملاً ، فإنه يسلك سلوك الإنسان العارف بالحلال والحرام.

وبذلك فإن المسلم عند استثماره لماله أو الاشتراك مع الغير في أي مجال من مجالات الاستثمار فإنه يتعين عليه أن يلتزم بمجموعة من الأخلاق يتمثل أهمها فيما يلي:^{١٣٤}

- a. الصدق والأمانة وهذا ما حث عليه الرسول صلى الله عليه وسلم ورغب

فيه ، حيث قال عليه السلام "التاجر الصدوق الأمين مع النبيين والصادقين والشهداء"^{١٣٥}.

- b. السماحة في المعاملات وذلك أيضاً ما حضَّ عليه رسول الله صلى الله عليه وسلم في حديث رواه جابر بن عبد الله قال : قال رسول الله صلى الله عليه وسلم "رحم الله رجلاً سمحاً إذا باع وإذا اشترى اقتضى"^{١٣٦}.

^{١٣٢} سعيد ، صبحي عبده: *التنظيم الاقتصادي الإسلامي* ، دار النهضة ، مصر ، القاهرة ، ١٩٩٧ ، ص ١٣ .

^{١٣٣} الفنجري ، محمد شوقي : *المذهب الاقتصادي في الإسلام* ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ، مصر ، القاهرة ، ١٩٩٧ ، ص ٩٦ .

^{١٣٤} عفيفي ، أحمد مصطفى : *استثمار المال في الإسلام* ، مكتبة وهبة ، القاهرة ، الطبعة الأولى ٢٠٠٣ ، ص ٤٤-٤٥ .

^{١٣٥} الترمذي (محمد بن عيسى بن سورة) *سنن الترمذي* ، حديث رقم ٨٠٩٦ ، ج ٢ ، ص ٦٣٣ .

C. تحري الطبييات والابتعاد عن المحرمات لقوله تعالى {يسألونك ماذا أحل لهم قل أحل لكم الطبييات^{١٣٧}}.

١ ١ ٣ معيار لا ضرر ولا ضرار

الضرر والضرار يعني إلحاق الأذى بالناس ونشر الفساد^{١٣٨}. وفق هذا المعيار فإن كل حق في الإسلام مقيد بمنع الضرر، وشرع لتحقيق مصلحة الأفراد، والنشاط الإنساني يجب أن يتسم بالمنفعة المتبادلة.

١ ١ ٤ معيار الغنم بالغرم

أي أنه لا يحق للفرد أن يحصل على كسب دون تحمل المخاطر أو بذل الجهد، وهما أساس النشاط الاقتصادي الصحيح^{١٣٩}. ومعيار الغنم بالغرم من أهم المعايير التي تحلّم الاستثمار في الإسلام فهو يقرر العدل في المعاملات حيث لا يصح أن يضمن إنسان لنفسه مغنماً ويلقى الغرم على عاتق غيره، وهذا المعيار يضمن تفاعل رأس المال مع العمل عند تطبيق نظام المشاركة الإسلامي^{١٤٠}. وقول الله تعالى يجسد هذا المعيار {وأن ليس للإنسان إلا ما سعى^{١٤١}}.

١ ١ ٥ معيار التنمية الاجتماعية والاقتصادية

من أهم معايير الاستثمار في الإسلام حرص المستثمر على تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية. ويمكن لنا أن نوجز هذا لمعيار بما يلي: ^{١٤٢}

- a. الالتزام بأن يغطي الاستثمار الأنشطة الاقتصادية الضرورية للمجتمع، حيث تعتبر هذه الأنشطة فرض كفاية يجب القيام به لحاجة المجتمع إليها. وضرورتها في عملية التنمية، لذا فإنه يتعين أن تعطى الأولوية في خطة التمويل لهذه الأنشطة دون المشروعات الثانوية التي يتحقق من جرائها أرباح كبيرة.
- b. التشغيل الكامل لرأس المال، بحيث يتم توجيه كل المدخرات للإنتاج والاستثمار، وقد كفل الإسلام تحقيق هذا الغرض بتحريم الاكتناز وفرض الزكاة.
- c. توزيع الاستثمار على المناطق والأقاليم لضمان تحقيق التنمية الاقتصادية المتوازنة.

- d. مشاركة رأس المال في الأنشطة الإنتاجية الحقيقة وفقاً للصيغ الشرعية للاستثمار، فالمنهج الإسلامي يستهدف الإنتاج للاستثمار، ويتضح ذلك فيما حرم وحل من أنشطة اقتصادية حيث يحرم الإسلام المعاملات التي لا تمثل نشاطاً اقتصادياً منتجاً ويبيح الاشتراك برأس المال في المعاملات التي تمثل نشاطاً اقتصادياً منتجاً حقيقياً.

^{١٣٦} البخاري صحيح البخاري، كتاب البيوع، باب: السهولة والسماحة في الشراء والبيع ومن طلب حقاً فليطلبه في عفاف، حديث رقم ٢٠٧٦، ص ١٠.

^{١٣٧} سورة المائدة: الآية رقم ٤.

^{١٣٨} عفيفي، أحمد مصطفى: استثمار المال في الإسلام، مرجع سبق ذكره، ص ٤٦.

^{١٣٩} مشهور، أميرة عبد اللطيف: الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، مكتبة مدبولي، مصر القاهرة، الطبعة الأولى، ١٩٩١، ص ٤٧.

^{١٤٠} عفيفي، أحمد مصطفى: استثمار المال في الإسلام، مرجع سبق ذكره، ص ٤٧.

^{١٤١} سورة النجم: الآية رقم ٣٩.

^{١٤٢} أبو عدة، عبد الستار: التكليف الشرعي لصناديق الاستثمار ومشروعاتها، من أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل، مركز صلاح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ١٩٩٧، ص ٥-٦.

e. ضرورة أن يستهدف الاستثمار تنمية العنصر البشري ، و يتحقق ذلك من خلال تراكم رأس المال الاجتماعي والذي يشمل كل ما من شأنه أن يساهم في تنمية الإنسان .

٢-١ أساليب تمويل الاستثمار في الإسلام

يقوم التمويل الإسلامي على منتجات وأساليب متنوعة يمكن لنا أن نذكر أهمها^{١٤٣} :

١ ٢ ١ أسلوب التمويل التشاركي

هو نوع من التمويل يشمل المشاركة والمضاربة :

✓ **المضاربة** : هي عقد من عقود الاستثمار يتم بموجبها المزج والتأليف بين عنصري الإنتاج "العمل ورأس المال" في عملية استثمارية تحقق فيها مصلحة الملاك والعمال والمضاربين ، ويوجد عدة أنواع للمضاربة منها : مضاربة مطلقة ، مضاربة مقيدة ، مضاربة مؤقتة ، مضاربة مستمرة ، مضاربة ثنائية ، مضاربة مركبة ،

✓ **المشاركة** : هي عقد من عقود الاستثمار يتم بموجبه الاشتراك في الأموال لاستثمارها وتقليبها في النشاطات المختلفة ، بحيث يسهم كل طرف بحصة من رأس المال ، والمشاركة تقضي وجود طرف يملك المال وطرف يملك المال والجهد معاً ، ومن ثم يتحمل جزءاً من الخسارة على قدر استثماره من ماله الخاص ، وتتنوع المشاركة حسب التقسيم المستخدم : المشاركة الجارية ، المشاركة الاستثمارية ، المشاركة المستمرة ، المشاركة المنتهية ، المشاركة الثابتة ، المشاركة المتناقصة ، المشاركة في الاستيراد ، المشاركة في التصدير .

١ ٢ ٢ أسلوب التمويل التجاري

هو نوع من التمويل يشمل بيع المrabحة وبيع السلم :

✓ **بيع المrabحة** : وهو عقد من عقود الاستثمار التجاري ، يتم بموجبها التمويل بالبيع ، فهي بصورتها البسيطة عملية بيع بمثل الثمن الأول مع زيادة الربح ، أي بيع السلعة بثمن التكلفة مع زيادة ربح متفق عليه بين البائع والشاري

✓ **بيع السلم** : هو عقد من عقود الاستثمار وصيغة من صيغ التمويل ويتم بموجبها التمويل بالشراء المسبق ، لتمكين البائع من الحصول على التمويل اللازم ، فهو بيع أجل بعاجل ، فالأجل هو السلعة المباعة التي يتعهد البائع بتسليمها بعد أجل محدد ، والعاجل هو الثمن الذي يدفعه المشتري .

١ ٢ ٣ أسلوب التمويل التقاولي والتأجيري

هو نوع من التمويل يشمل الاستصناع والأجير :

✓ **الاستصناع** : هو عقد من عقود الاستثمار وصيغة من صيغ التمويل يتم بموجبها صنع السلع بأوصاف معلومة ، بموارد من عند الصانع ، على أساس أن يدفع المستصنع مبلغاً معيناً سواء عند بداية العقد أو خلال فترات متفاوتة

^{١٤٣} صالح ، صالح : **المنهج التمويلي البديل في الاقتصاد الإسلامي** ، دراسة المفاهيم والأهداف والأولويات وتحليل للأركان والسياسات والمؤسسات ، دار الفجر للنشر والتوزيع ، مصر ، القاهرة ، ٢٠٠٦ ، ص ٤٠٢-٤٠٨ .

أثناء أداء الصانع للعمل المتفق عليه بينهما، وذلك حسباً للاتفاق الموجود في العقد .

✓ **التأجير** :يركز التأجير على بيع المنفعة ،فالممول يقوم بشراء الأصول والمعدات والأجهزة المطلوبة من المستأجر لمدة محددة مقابل إيجار دوري ،ويتخذ هذا الأسلوب عدة أنواع منها :الشراء من البائع والتأجير له ،التأجير المباشر ،الإيجار المنتهي بالتملك .

١ ٢ ٤ أسلوب التمويل الزراعي

هو نوع من التمويل يشمل صيغ الاستثمار الزراعي منها :

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

✓ **المساقاة** : هي تقديم الثروة النباتية (الزراعة والأشجار المثمرة)المحددة لمالك معين إلى عامل ليقوم باستغلالها وتنميتها (الري أو السقي أو الرعي) على أساس أن يوزع الناتج من الثمار بينهما بحصة متفق عليها مسبقاً.

✓ **المغارسة** :هي تقديم الأرض المحددة لمالك معين إلى طرف ثان ليقوم بغرسها بأشجار معينة حسب الاتفاق المبرم بينهما ،ويكون الشجر والإنتاج بينهما .

١ ٢ ٥ أسلوب التمويل التكافلي والتضامني

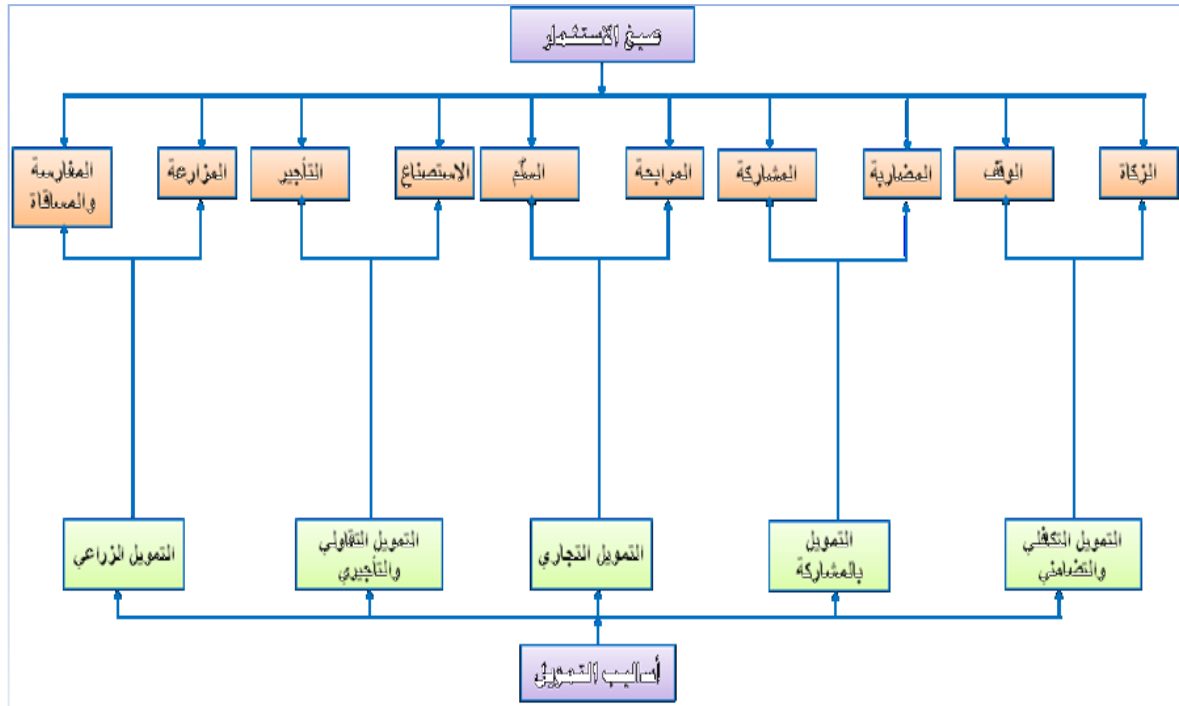
هو نوع من التمويل يشمل :

✓ **التمويل التكافلي الوقفي** :هو تحويل لجزء من المداخل والثروات الخاصة إلى موارد تكافلية دائمة تخصص منافعها من سلع وخدمات وعوائد لتلبية احتياجات الفئات المتعددة المستفيدة .

✓ **التمويل التضامني الزكوي** :هو التعبئة الإجبارية للموارد الزكوية التضامنية لتأمين السلع والخدمات الأساسية والرعاية الاجتماعية للفقراء ومحدودي الدخل وتنشيط الحركة الاستثمارية .

والشكل التالي يبين لنا أهم أساليب أو صيغ تمويل الاستثمار في الإسلام

شكل رقم (٣) :يوضح صيغ الاستثمار في الإسلام وأساليب التمويل المرتبطة بها



المصدر: ١٤٤.

٣-١ الأزمة المالية العالمية والاقتصاد الإسلامي

أشار العديد من الباحثين والدارسين الى أن الأزمات المالية العالمية أكدت تميز النظام الاقتصادي الإسلامي في صموده في وجه الأزمات الحقيقية ، حيث تنشأ الأزمات الاقتصادية من الإفراط في الالتزامات والمديونيات مقابل الأصول الحقيقية ، وهو ما يطلق عليه الرفع الائتماني "leveraging" .

حيث لوحظ من خلال مظاهر الأزمات الاقتصادية الحاصلة تكرار مصطلحات "تسليفات ، بنوك ، أسهم ، ديون ، " التي تشير إلى "المعاملات المالية " وأدوات "الأصول المالية " ولذلك يمكن تحديد إحداثيات موقع النشوء الأولي للأزمات ؛ حيث لا تكون نشأتها في الاقتصاد الحقيقي وإنما في التعاملات المالية .

إن آليات التمويل التقليدي من خلال البنوك والبورصات وأسواق المشتقات تسمح بنمو المديونية بمعدلات عالية تفوق بكثير معدلات نمو الثروة والأصول الحقيقية ، فيختل بذلك البناء الاقتصادي ؛ حيث تنشأ أهرامات هائلة من الديون والالتزامات لا يقابلها بالقدر نفسه الحجم المطلوب من السلع والخدمات وهذا ما يسمى "الهرم المقلوب " تكون قاعدته إلى أعلى ورأسه إلى أسفل ، مما يعني أن الحجم الهائل من المديونية قائم على قاعدة محدودة من الإنتاج الحقيقي.

^{١٤٤} صالح صالحي ، عبد الحليم غربي ، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي ، الملتقى الدولي الثاني للأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفي ، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، الجزائر ، ٢٠٠٩ ، ص ٤٤ .

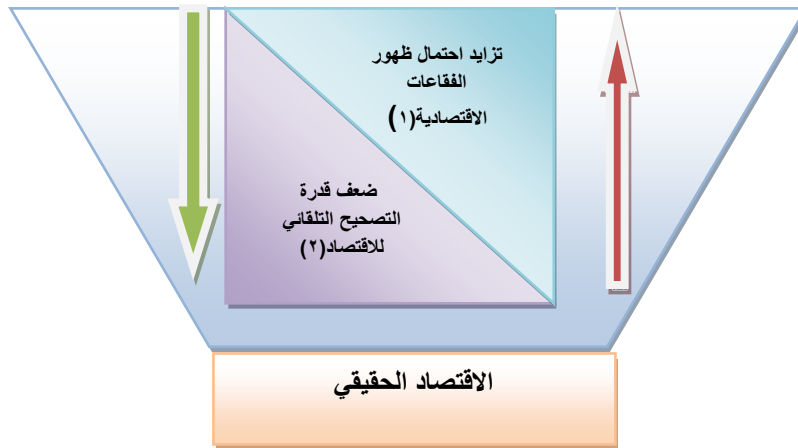
في الوضع الطبيعي يجب أن تكون القاعدة اكبر حجماً من القمة فتكون الثروة أكبر من الديون ،أما في الاقتصاد الربوي ،فإن قاعدة الهرم أقل من الديون المبنية عليها ،فتأخذ شكل الهرم المقلوب .

وهذا يعني أن أي منتج يسمح بنمو الديون دون ارتباط مباشر بنمو الثروة سيؤدي بالضرورة إلى انقلاب المديونية إلى قيمة السلع أو الأصول الحقيقية التي تشكل ثروة المجتمع .

بينما يشير الوضع المعكوس للهرم إلى أن حجم الصفقات المالية يتجاوز حجم الاقتصاد الحقيقي الذي نشأ عليه ؛ حيث يتضح من ملاحظة الهرم المقلوب أن قاعدته تقوم على مساحة الاقتصاد الحقيقي المتمثل في إنتاج السلع والخدمات ،ومن الطبيعي أن يرافق هذا النشاط تعاملات مالية عبر عن هذا النشاط .

ولكن عندما تبدأ هذه التعاملات بالتحرك بوتيرة منفلطة ؛فإن حجمها سيبدأ بتجاوز حجم الاقتصاد الحقيقي ولن تعبر القيمة التي يتم التبادل بها عن القيمة الحقيقية للصفقة ، من هنا وفي داخل الهرم ستبدأ احتمالات ظهور "الفقاعات الاقتصادية Bubble".

شكل رقم (٤) :يوضح قاعدة الهرم المقلوب



المصدر: ^{١٤٥}.

شرح الشكل :

- القاعدة تمثل الاقتصاد الحقيقي .
 - الهرم يمثل التعاملات المالية وهو أكبر من حجم الاقتصاد الذي قام عليه .
 - المستطيل داخل الهرم يشمل مثلثين .
- ✓ المثلث (١): يتوسع صعوداً وهو يمثل تزايد احتمالات ظهور الفقاعات الاقتصادية كلما توسع حجم الهرم ؛حيث أن قيمة الصفقات تكون أبعد ما يمكن عن قيمة الأصول التي تمثلها ،وهنا تستمر الفقاعات بالتوسع إلى أن تصل إلى الحد الذي يؤدي إلى انفجارها . وكلما كانت في أعلى الهرم ؛كان الانفجار أكبر تأثيراً.

^{١٤٥} وزارة المالية العراقية ،الدائرة الاقتصادية ،"الأزمة المالية العالمية وأثرها على الاقتصاد العراقي "،٢٠٠٩،ص ١١

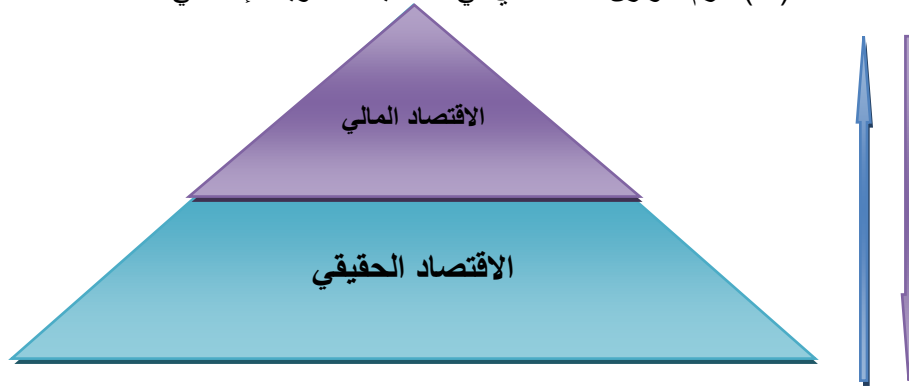
✓ المثلث (٢): يضيق صعوداً وهو يمثل قدرة الاقتصاد على التصحيح؛ إذ يكون ذلك ممكناً وأسهل عند القاعدة عندما يكون حجم التعامل الم الي قريباً من حجم الاقتصاد الحقيقي، بينما تقل كلما ارتفع لقمة الهرم؛ حيث تتناقص القدرة الذاتية في معالجة أثر انفجار الفقاعة كلما ابتعدنا عن الاقتصاد الحقيقي.

ويمثل النظام الاقتصادي بهذه الصورة عبئاً كبيراً على المجتمعات الإنسانية؛ وقد طرحت شدة هذه الأزمات وسرعة انتشارها العديد من التساؤلات حول النظام الاقتصادي العالمي وبنيته ومدى قدرته على امتصاص الأزمات والتصحيح الذاتي.

وهذا ما قد يقدمه التمويل الإسلامي الذي يتميز عن التمويل التقليدي بأن نمو المديونية مقيد بنمو الثروة؛ فالتمويل الإسلامي مرتبط بالقطاعات الحقيقية بما لا يؤدي إلى نشوء الهرم المقلوب الذي يمتاز بعدم الاستقرار، ويعد علامة فارقة للاقتصاد الربوي.

ففي ظل التمويل الإسلامي يكون الهرم عادياً متوازناً، قاعدته الاقتصاد الحقيقي متمثلاً في الثروة الحقيقية والأصول الفعلية المنتجة، ثم يكمله الاقتصاد المالي الذي يرتبط بالاقتصاد الحقيقي؛ ولذلك فهذا النظام التمويلي مستقر وقابل للاستمرار ويضمن التوازن بين الاقتصاد الحقيقي والمالي.

شكل (٥) هرم التوازن الاقتصادي في ظل آليات التمويل الإسلامي



المصدر: وزارة المالية العراقية.

يرى الباحث: أن الفكرة التي يقوم عليها الاقتصاد الإسلامي هي وجود قاعدة حقيقية للصفقات التي تتم وبالتالي تمنع من تشكل هرم الديون المقلوب السابق الذكر، ولكن يرى الباحث أن الأزمة المالية العالمية لم تكشف الغطاء بعد عن المعاملات الإسلامية والتي قد يعد الكثير منها شكلي بعيد عن التطبيق الواقعي كما أن الكثير من المصارف وشركات التأمين والصناديق الإسلامية تنتهج بعض المعاملات وتتبع بعض العقود الإسلامية المحدودة وتبتعد عن المعاملات الأخرى وهذا يمكن أن يشكل خطر على هذه المؤسسات لأن النظام الإسلامي نظام متكامل. فعلى سبيل المثال إن الصناديق الإسلامية يحق لها القيام بتشكيل محفظة استثمارية قائمة على أصول حقيقية "استثمار حقيقي" ولكن معظم هذه الصناديق تقوم بتشكيل محفظة مالية وهذه المحفظة مرتبطة بأسواق الأوراق المالية وبالتالي فإن الهزات التي قد تتعرض لها هذه الأسواق ستترخي بظلالها على هذه الصناديق ولن تبقى في مأمن من الأزمات، وهذا ما سيتم التأكد منه في الجانب العملي من هذه الدراسة.

المبحث الثاني الصناديق الاستثمار الإسلامية

تعد صناديق الاستثمار من أهم صيغ تعبئة المدخرات في الوقت الحاضر ولا ريب أن ما نقرأه في كل يوم عن انتقال رؤوس الأموال الضخمة لغرض الاستثمار بين أسواق العالم، إلا شاهد بأهمية هذه الصناديق .

وقد حظيت صناديق الاستثمار الإسلامية بقبول ورواج كبير بين المسلمين في العالم اليوم وذلك لكونها تمثل أداة ووسيلة لتحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين ، وذلك بتسهيل نقل المدخرات من دول الفائض إلى دول العجز ويمكن لها أن تمثل توطئة لأسلمه البنوك وجزءاً من برنامج لتوطيد دعائم العمل المصرفي الإسلامي في أي بلد من بلاد المسلمين، وفي مصر وعلى الرغم من أن البنية التشريعية الخاصة بإحداث صناديق الاستثمار الإسلامية جاءت مع استصدار قانون رأس المال لسنة ١٩٩٢م إلا أن أول صندوق إسلامي تم استحداثه في مصر كان صندوق فيصل الإسلامي وذلك في سنة ٢٠٠٤ ليكون البداية لاستحداث مجموعة من الصناديق التي تلتها .

٢-١ مفهوم وتعريف صناديق الاستثمار الإسلامية

تعددت التعارف التي وضعت لصناديق الاستثمار الإسلامية نذكر منها:
عرفت صناديق الاستثمار الإسلامية على أنها : صناديق تهدف إلى تحقيق عوائد مرتفعة بشرط أن تكون غير ربوية، ومن ثم فهي تعتمد على المضاربة في الأسهم المتخصصة في العقارات والمتاجرة في المعادن والصفقات التجارية ، بشرط أن تكون غير ربوية ومتوافقة ومبادئ الشريعة الإسلامية^{١٤٦}.

حدد هذا التعريف الهدف الأساسي لصناديق الاستثمار الإسلامية بتحقيق أكبر قدر ممكن من العوائد وذلك مع خلو تعامل الصندوق بالربا ، كما حدد هذا التعريف صيغتي المضاربة والمتاجرة كصيغ إسلامية يتم التعامل بها ضمن الصندوق في سعيه إلى تحقيق أهدافه ، ولكن يؤخذ على هذا التعريف على افتراض تركيز الصندوق الإسلامي على تحقيق عوائد مرتفعة بينما قد يكون هدف الصندوق تحقيق عوائد مقبولة في ظل مخاطر محدودة.

وعرفت أيضاً بأنها عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين الممكتتبين فيه حيث يمثل الممكتتبون في مجموعهم رب المال ، فيدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب، فتقوم بتجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة ، وتعطي للممكتتبين صكوكاً بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصة شائعة في رأس المال الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريقة مباشرة في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة ، أو بطريقة غير مباشرة ك شراء وبيع أصول وأوراق مالية كأسهم الشركات الإسلامية وتوزيع الأرباح المحققة بالكيفية المتفق عليها^{١٤٧}.

^{١٤٦} قاسم، منى: *صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين* ، الدار المصرية اللبنانية ، القاهرة ، الطبعة الأولى، ١٩٩٥، ص ٥٥.
^{١٤٧} خوجة، عز الدين محمد : *صناديق الاستثمار الإسلامية* ، مجموعة دلة البركة ، إدارة التطوير والبحوث ، مكة المكرمة – المملكة العربية السعودية، طبعة بدون سنة نشر ، ص ١٣.

استطاع هذا التعريف التغلب على النقص الموجود في التعريف الأول وأضا ف عملية الاستثمار المباشر إلى عمليات الصندوق الإسلامي كما أوضح أن الأساس الذي يقوم عليه عقد الصندوق الإسلامي بين الإدارة و المكتتبين هو عقد مضاربة.

ويعرفها البعض باختصار شديد بأنها : الصناديق التي تستثمر في أدوات مالية شرعية ولا تتعامل بالربا.^{١٤٨}

كما عرفت بأنها أوعية مالية استثمارية تهدف إلى تجميع أموال المدخرين لاستثمارها في الأوجه والمجالات التي تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية للحصول على الربح الحلال ، وبعيدا عن الربا الذي حرمه الله تعالى.^{١٤٩}

وفي ضوء ما تقدم يمكن لنا أن نعرف صناديق الاستثمار الإسلامية

على أنها عبارة عن أوعية مالية استثمارية تقوم على مبدأ عقد المضاربة بين مدراء الاستثمار والمكتتبين تهدف إلى تحقيق رغبة صغار المستثمرين فضلا عن كبارهم في توفير أدوات مالية إسلامية تتيح لهم استثمار أموالهم استثمارا شرعياً وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

كما تجدر الإشارة أنه يمكن للصندوق الاستثماري تشكيل محفظ استثمارية يعتمد في تنويعها على الاستثمارات الحقيقية بالإضافة إلى الأوراق المالية ما خلا السندات وبما يتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية.

٢-٢ أهمية الصناديق الاستثمارية الإسلامية في النظام الاقتصادي

باعتبار صناديق الاستثمار الإسلامية واحدة من الأدوات المالية الإسلامية التي شاع اللجوء إليها من قبل المدخرين لتحويل مدخراتهم إلى استثمارات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية فلا بد أن يكون لهذه الصناديق أهمية في النظام الاقتصادي وتتمثل هذه الأهمية ب^{١٥٠} :

١-٢-٢ اتجاه أرباب الأموال إلى تحمل مخاطر العمل الاستثماري مباشرة وانصراف رغباتهم عن توسيط المصارف لعزل المخاطر .

٢ ٢ ٢ إن إنشاء صندوق استثماري إسلامي لا يحتاج إلى سن قوانين جديدة ، كما هو الحال عند إنشاء بنك إسلامي ، فهو أمر ممكن في ظل الق وانين المنظمة لهذه الصناديق في أي مكان من العالم لأن تلك القوانين أخذت في اعتبارها أن الغرض الأساسي

^{١٤٨} أحمد، مصطفى علي : **صناديق الاستثمار** ، " مزاياها ، أنواعها ، التكيف الشرعي لها ، من أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل ، والمنعقدة في مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي ، جامعة الأزهر ، السبت ٢٢ مارس ١٩٩٧م ، الجزء الثاني ، ص ١١٩ .

^{١٤٩} مبروك، نزيه عبد المقصود محمد: **صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي** ، دار الفكر الجامعي ، الإسكندرية ، ٢٠٠٦ ، ص ٩٣ .

^{١٥٠} أبو بكر ، صفية أحمد : **صناديق الاستثمار الإسلامية " خصائصها وأنواعها "** ، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية ، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ص ٨٣٨-٨٣٩ .

من الصناديق هو تلبية تفضيلات ورغبات المستثمرين الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية وشركات الاستثمار . وبذلك يتم رفع الربا عن المجتمعات الإسلامية .

٢ ٢ ٣ إن للصناديق الاستثمارية الإسلامية أهمية بالغة في مجال الأعمال اللاربوية فنستطيع من خلال إنشاء صندوق استثماري أن نختبر ما ندعي من أن المسلمين دائماً يفضلون الحلال عن الحرام ونتعرف على طبيعة المعاملات المنضبطة شرعياً ويزوب الجليد بينه وبين فكرة العمل المصرفي اللاربوي .

٢ ٢ ٤ تتميز الصناديق الإسلامية عن النوافذ في البنوك التقليدية أن الخلط الذي يتخوف منه كثير من الناس لا يقع فيها لأن لها ميزانية وحسابات مستقلة تماماً عن البنك وقوانين تمنع الاختلاط بين أمواله وأموال الصندوق مع كونه شركة مالية لا تكاد تختلف عن البنك ولا حدود لنواها وحجمها وهي بخلاف النوافذ لا تحتاج إلى أن يغير البنك هيكله الإداري أو نظام عمله أو تعيين كادر جديد من الموظفين .

٢ ٢ ٥ لهذه الصناديق أهمية في نقل الأموال بين المجتمعات الإسلامية . ذلك أن الانتقال العظيم لرأس المال 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 ٤٠٠ مليار دولار ، إنما جرى استقطابها من ملايين المستثمرين عن طريق صناديق الاستثمار المتنوعة والمتخصصة . وبذلك تتوفر آلية للاستثمارات الإسلامي .

٢-٣ أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية

كما هو الحال بالنسبة لصناديق الاستثمار التقليدية فإن صناديق الإسلامية تتنوع أيضاً بما يؤمن تلبية معظم رغبات المستثمرين من المسلمين والملتزمين بأحكام الشريعة الإسلامية فبذلك يكون الإسلام قد أوجد البديل الشرعي المناسب لصناديق الاستثمار التقليدية :

٢ ٣ ١ صناديق الأسهم الإسلامية

هي الصناديق التي تقوم باستثمار أموالها في شكل شركة مساهمة مشتركة ، حيث يتم تحصيل الأرباح أصلاً من الأرباح المحققة من بيع وشراء الأسهم عند زيادة أسعارها ، كما تحصل على الأرباح أيضاً من عوائد الأسهم المستثمر فيها.^{١٥١}

لقد ظهرت صناديق الاستثمار الإسلامية بالأسهم استجابة لرغبات ذوي الالتزام من المسلمين الذي يحرصون على المباح من الدخل . يمكننا القول أن الشركات المساهمة نوعين، تلك التي يكون نشاطها غير مباح مثل البنوك الربوية أو الشركات التي تعمل في بيع الخمر... الخ، فهذه لا يجوز المساهمة بها البتة، وهذا ما نصت عليه قرارات المجامع الفقهية وفتاوى أفراد العلماء . إلا أن السواد الأعظم من الشركات هو ذلك الذي يكون أصل نشاطه مباح إلا أنه يمارس في مجمل عمله بعض النشاطات أو

^{١٥١} صفوت عبد السلام عوض الله : صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي ، دار النهضة العربية ، القاهرة، ٢٠٠٥، ص ٨١.

الأعمال التي لا تجوز، مثل أن يقترض بالفائدة أو يودع الأموال لدى البنوك الربوية وهنا اختلف نظر الفقهاء المعاصرين في هذا النوع من الشركات فمنهم من قال بعدم جواز الاستثمار فيها . ومنهم قائل لا بأس من الاستثمار فيها وتقدير الدخل الحرام لإخراجه مما يتحقق للمستثمر من ريع . لقد أسست صناديق الأسهم الإسلامية على الرأي الثاني ، وعلى ذلك فإن عمل صناديق الاستثمار الأسهم الإسلامية تقوم على المبادئ التالية^{١٥٢}:

- (١) اختيار الشركة التي يكون أساس نشاطها مباحاً فلا يستثمر الصندوق في البنوك الربوية أو الشركات التي تمارس نشاطها في إنتاج المواد المحرمة.
- (٢) أن يقوم مدير الصندوق بحساب ما دخل على الشركات التي تكون أسهمها في الصندوق من إيرادات محرمة مثل الفوائد المصرفية ثم يقوم باستبعادها من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق.
- (٣) أن يتقيد مدير الصندوق بشروط صحة البيع فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من الديون أو النقود.
- (٤) عدم ممارسة عمليات غير جائزة مثل ما يسمى بالبيع القصير للأسهم أو أن يشتري الخيارات المالية أو الأسهم الممتازة وما إلى ذلك .

وتعد صناديق الأسهم الإسلامية أهم أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية حيث يجتمع فيها الجزء الأكبر من الأموال المستثمرة في الصناديق الإسلامية.

٢ ٣ ٢ صناديق السلع

وهي الصناديق التي يتركز أساس نشاطها في شراء السلع بالنقد وإعادة بيعها بأجل ، ونظراً لخصوصية عمل الصندوق، وضرورة أن تكون المخاطرة فيه قابلة للقياس بدقة، وان يكون بيد المدير ما يمكنه من توجيه الأموال في الصندوق بطريقة تحقق أكبر قدر ممكن من السيولة، اتجهت هذه الصناديق بصفة أساسية إلى أسواق السلع الدولية وليس تمويل العمليات المحلية.

ومن جهة أخرى فإن تطور أسواق السلع الدولية ووجود جهات متخصصة يمكن الاعتماد عليها في تنفيذ عمليات الصندوق بأجر، أضحت تلك الأسواق مكاناً مناسباً لعمل صناديق السلع . والسلع المقصودة هي السلع الأساسية التي لها أسواق بورصة منظمة مثل الألمونيوم والنحاس والبترو.

^{١٥٢} القرى، محمد علي: *صناديق الاستثمار الإسلامية* ، من واقع ندوة التطبيقات الاقتصادية الإسلامية المعاصرة ، التي انعقدت في الدار البيضاء - المملكة المغربية ، بالتعاون بين المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب والجمعية المغربية للدراسات والبحوث في الاقتصاد الإسلامي ، في الفترة من ٩-١٢ محرم ١٤١٩ هـ ، ٥-٨ ، مايو ١٩٩٨ م ، الندوة رقم ٤٣ ، الجزء الأول ص ٤٢٢-٤٢٣ .

ولصناديق الاستثمار في السلع الإسلامية ضوابط منها: ^{١٥٣}

- (١) أن تقتصر على السلع المباحة وتلك التي يجوز شرائها بالنقد وبيعها بالأجل ، ويمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل أو المربحة أو السلم وكل هذه الصيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع العالمية.
- (٢) أن تكون عمليات الشراء والبيع حقيقية لا صورية ، بحيث يقع البيع على سلعة موجودة فعلاً ويتحقق للطرفين القبض الذي هو أساس صحة البيع .
- (٣) يجب تحديد سعر السلعة لكلا الجانبين ، فإذا لم يتحدد سعر السلعة أو ترك لأي حدث غير محدد لا يعتبر البيع جائزاً.

ويمكن لنا أن نقسم صناديق السلع إلى الأقسام التالية:

- 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 الآجل 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. وجلي إن أصول هذه الصناديق هي ديون تتعلق بزمة العملاء الذين اشتروا هذه السلع ويتحدد مقدار المخاطرة بالتصنيف الائتماني للمدين . ولذلك يمكن لمدير الصندوق التحكم بمقدار المخاطرة بحيث تكون عند المستوى الذي يرغبه المستثمرون.

وتثير هذه الصناديق إشكالاً شرعياً إذ إن بيع الدين لا يجوز في الشريعة إلا إلى من هو عليه وبشروط تخرجه من الربا والغرر . ولذلك فإن توفير السيولة في وحدات الصندوق للمستثمرين يؤول إلى بيع الدين الممنوع.

والمربحة المصرفية هي إحدى أنواع المعاملات التي تنفذها المؤسسات الإسلامية والتي تقوم بموجبها بيع سلعة معينة إلى العميل بعد تملكها وذلك بالثمن الأول للسلعة مع زيادة ربح معلوم متفق عليه ، ويدفع العميل الثمن الإجمالي في أجل محدد أو على أقساط محددة . وبيع المربحة ينقسم إلى أربعة أقسام : بيع المساومة ، وبيع التولية ، وبيع الحطيطة (الوضيعة) ، وبيع المربحة . وهذه البيوع الثلاثة الأخيرة تسمى ببيوع الأمانة .

- ✓ بيع المساومة : وهو بيع السلعة بثمن متفق عليه دون النظر إلى ثمنها الأول الذي اشتراه البائع به .
- ✓ بيع التولية : وهو بيع السلعة بمثل ثمنها الأول الذي اشتراها البائع به من غير نقص ولا زيادة .

^{١٥٣} القري ، محمد علي : *صناديق الاستثمار الإسلامية* ، مرجع سبق ذكره ، ص ٨٤ .

✓ بيع الوضيعة (الحطيطة): وهو بيع السلعة بثمنها الأول الذي اشتراها البائع مع وضع أو حط مبلغ معلوم من الثمن .

- بيع المرابحة : وهو بيع السلعة بمثل الثمن الأول الذي اشتراها به البائع مع زيادة ربح معلوم متفق عليه بمبلغ مقطوع أو نسبة من الثمن الأول .

- صناديق السلم

السلم بيع يؤجل فيه قبض المبيع ويعج ل فيه قبض الثمن . وهو من البيوع الجائزة ومن شروطه إن يكون في سلعة قابلة لأن تكون موصوفة في الذمة، فلا يجوز في معين ولا فيما لا يقدر على تسليمه في الأجل، وان يدفع الثمن كاملاً في مجلس العقد، وتحديد أجل ومكان التسليم.

ويمكن توليد الربح من بيوع السلم في الصناديق الاستثمارية عن طريق الدخول في عقد سلم محله بضاعة موصوفة في الذمة كالقمح أو الشعير أو الزيوت ...الخ. تسلم إلى الصندوق بعد ٩٠ يوماً مثلاً. ولكن الصندوق لا يرغب حتماً في تسلم السلعة كما لا يجوز له بيع بضاعة السلم قبل القبض لأنها دين والدين لا يجوز بيعه لغير المدين بشروطه. ولذلك فإن الصندوق يدخل في عقد سلم مواز أي انه بيع سلعة مماثلة بنفس الشروط وتاريخ التسليم مع اختلاف المدة. أي إن السلم الأول مدته ٩٠ يوماً والثاني ٣٠ يوماً ويحقق الربح من فرق السعر نتيجة تغيرات الأسواق، ومن الزيادة من أجل الأجل.

- صناديق التأجير

عقد التأجير من العقود التي تقدم إمكانيات تمويلية ممتازة، يمكن إن تكون بديلاً للقروض وتغطي حاجة المتمولين دون الاضطرار إلى المعاملات الربوية.

وعقد الإجارة هو عقد محله منافع أصل قادر على توليد هذه المنافع كالسكنى بالنسبة للمنزل أو النقل بالنسبة للسيارة...الخ. فهو من هذا الباب عقد بيع للمنافع ولذلك يشترط فيه ما يشترط في عقد البيع من أركان لصحته.

وعقود التأجير في الولايات المتحدة تعد نشاطاً مالياً عظيماً الباعث عليه عندهم الفوائد الضريبية التي تتحقق عندما تقوم الشركة بالاستئجار بدلاً من الشراء أو الاقتراض، والمنافع المالية والانتمانية الأخرى.

ويعتمد عمل صناديق التأجير على امتلاك الصندوق للأصول المؤجرة مثل المعدات والسيارات والطائرات وأحياناً العقار، وتولد الدخل من الإيرادات الإيجارية.

وتنقسم عقود الإيجار إلى نوعين :

الأول: تأجير مباشر وهو صيغة التمويل المعروف حيث يقدم البنك الأموال لشراء أصل من الأصول ثم تأجيره بأقساط إيجارية شهرية أو دورية بحيث يسترد رأس ماله وقدرًا من الربح المتفق عليه ويبقى الأصل ملكًا للبنك حتى نهاية العقد .

الثاني: تأجير غير مباشر مثال ذلك أن تكون عمليات التأجير جزءًا من عمل صندوق استثماري أو تكون وحدات نمطية قابلة للتداول في أسواق منظمة.

وحتى تكون عمليات الصناديق التأجيرية صالحة لأن يضمها صندوق الاستثمار الإسلامي فإنه يتعين توافر الضوابط التالية:^{١٥٤}

- (١) يجب أن يكون الصندوق مالكا للأصول المؤجرة المولدة للدخل طوال مدة حصول ذلك الدخل ولا يكفي أن تكون رهنا لتوثيق التدفقات النقدية من تلك الأصول وأن تكون تلك الأصول مما يمكن بقاء رقبته وتوليده للمنافع طوال فترة العقد .
- (٢) يجب تحديد الإيجار لكل طرف قبل بداية العقد بحيث ينص العقد على الأجرة بطريقة نافية للجهالة طوال مدة العقد .
- (٣) يجب أن تصاغ العقود بحيث تدل بوضوح على أن التأجير بيع لمنفعة الأصل المؤجر بحيث لو توقف الأصل عن توليد المنافع المعقود عليها انفسخ العقد ولا يجوز تضمين المستأجر الأجرة على أية حال يكون عليها الأصل .
- (٤) يلتزم المؤجر بكل الالتزامات المترتبة على ملكية الأصل.
- (٥) يجب أن يتفق استخدام الأصول الإيجارية مع أحكام الشريعة الإسلامية ، وعلى ذلك فلا يجوز استخدامها في أغراض تتنافى مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

- صناديق الاستصناع^{١٥٥}

الاستصناع هو عقد يشتري به شيء أي أنه أحد أنواع البيع ، وبالتالي يجب أن يتوافر فيه الإيجاب والقبول وجميع شروط الانعقاد المطلوب في عقود البيع^{١٥٦} .

يعتبر عقد الاستصناع من الصيغ الهامة التي تطبقها صناديق الاستثمار الإسلامية على نطاق واسع بما له من دور كبير في المساهمة في حل مشكلات المجتمع ، وما يتميز به من خصائص عديدة غير متوافرة في غيره من العقود . ويشترط في المبيع أن يكون مما يصنع ، فلا يجرى الاستصناع في المنتجات الطبيعية التي لا تدخلها الصنعة مثل الحبوب والقول وغيرها.

وفي الاستصناع يلتزم البائع بتقديم المبيع بأوصاف معينة ، ويظهر من هذه الالتزام أن المبيع في الاستصناع يكون في ذمة البائع . ونتيجة لهذا الالتزام في الذمة فإن المبيع يجب

^{١٥٤} عوض الله ، صفوت عبد السلام : *صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي* ، مرجع سبق ذكره ، ص ٨٣ .

^{١٥٥} أبو بكر ، صفية أحمد : *صناديق الاستثمار الإسلامية " خصائصها وأنواعها "* ، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية ، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ص ٨٤٦-٨٤٧ .

^{١٥٦} <http://www.islamic.com/arabic/foundation/production.asp?id=58391> .

أن يكون محدد المواصفات بشكل يمنع أي جهالة قد تحدث عند تسليم المبيع . والمبيع المصنوع بمواد من الصانع مثل المواد الأولية التي يصنع منها المبيع ، وكل ما يحتاجه الصانع من مواد أساسية أو كمالية يجب أن يقدمها البائع الصانع من عنده ، بأن تكون مملوكة لديه أو يشتريها من ماله من جهات أخرى . ومن الطبيعي أن يحسب الصانع في ثمن المبيع تكلفة مواد الصنع المستخدمة بالإضافة إلى جهده وعمله .

ويدفع الثمن حسب الاتفاق عند التعاقد أو ب عد التسليم أو في أجل محدد ، فالثمن لا يجب تعجيله في الاستصناع ، وإنما يجب فقط معلوميته وتحديدته والاتفاق عليه بين الطرفين .

وبهذا يختلف عقد الاستصناع عن البيع العادي الذي يكون محله العين فقط ، ويختلف عن الإجارة التي يكون محلها العمل فقط ، كما يختلف عن السلم الذي يكون محله العين الموصوفة في الذمة

الشكل (٦) أوجه الشبه بين الاستصناع والبيع والإجارة



المصدر : من إعداد الباحث

ويتعامل الصندوق بصيغة الإستصناع من خلال أسلوبين :

أولاً: باعتباره مستصنعاً

يمكن للصندوق في تعامله مع عملائه أن يكون طالباً لمنتجات صناعية ذات مواصفات خاصة ، فيقوم بإجراء تعاقد مع الشركات والمؤسسات الصناعية والحرفية من أجل شراء تلك السلع والمنتجات التي يتم تسليمها في موعد محدد في المستقبل . فالصندوق هنا هو المشتري المستصنع ، ويمارس بهذه الصيغة تمويل عملائه بصفته جهات صانعة يوفر لهم الموارد المالية اللازمة عبر شراء منتجاتهم الصناعية .

وحيث تدخل تلك المصنوعات في ملكية الصندوق فإنه يحق له التصرف فيها بعد ذلك إما بالاتجار المباشر بنفسه أو من خلال توكيل الغير . ومن التطبيقات الممكنة في هذا الخصوص قيام الصندوق بالبحث عن مشتري للسلعة بالثمن الذي يتفق عليه في حينه (بيع المساومة) أو

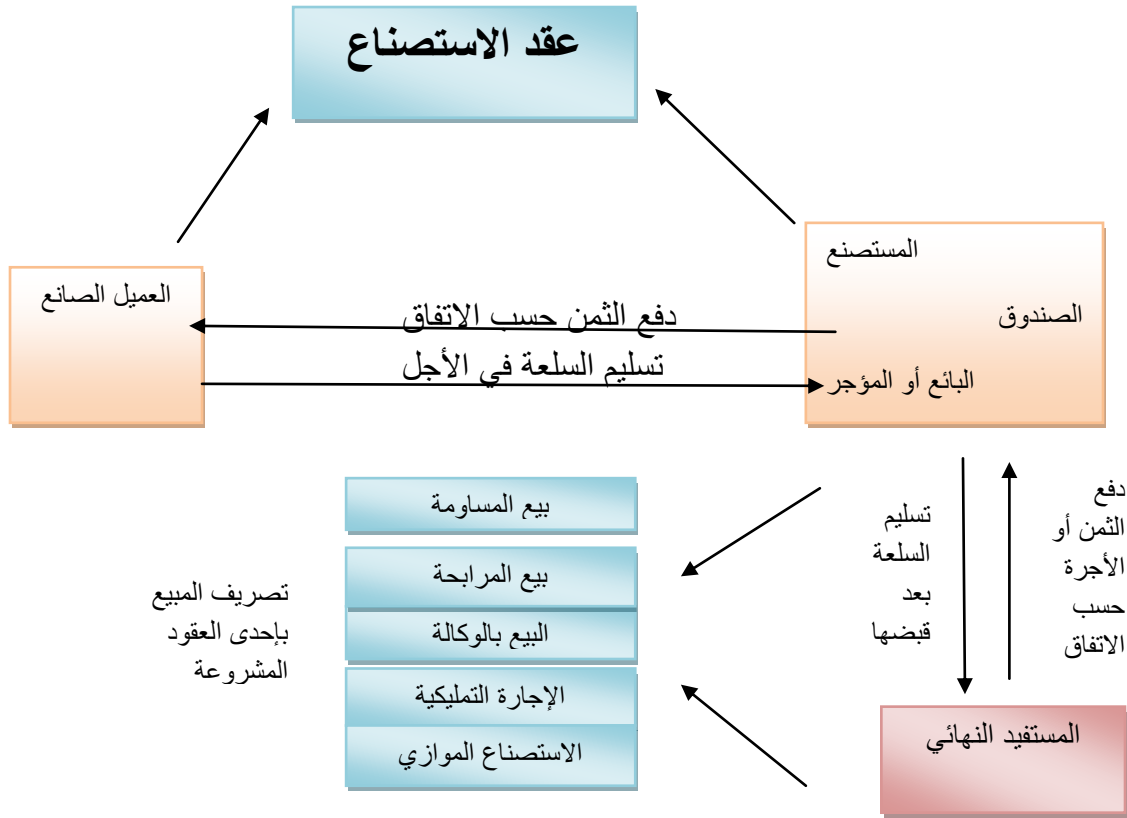
البحث عن مستأجر للأصل الذي تم تصنيعه بأسلوب (الإجارة المنتهية بالتملك) ولكن غالباً مل يتم التطبيق المصرفي لهذه المعاملات بالطرق التالية :

- (١) تصريف الصندوق للسلعة المصنعة من خلال توكيل عملية الصانع نفسه بمتابعة تسويق السلعة وبيعها للغير بعد التمكن من قبضها . وقد يكون هذا التوكيل مجاناً ، أو بأجر مقطوع ، أو بنسبة من ثمن البيع . كما يمكن أن يعطى لهذا الوكيل حوافز إضافية زيادة عن الأجر المحدد وذلك بتوكيله ببيع السلعة بسعر أدنى يتضمن ربح محدد للصندوق ، ومنحه ما زاد عن ذلك السعر الأدنى أو شراكة في تلك الزيادة بنسبة محددة يتفق عليها . هذا ويشترط أن يكون هذا التوكيل منفصلاً عن عقد الاستصناع .
- (٢) إجراء بيع المراجعة للسلعة المصنعة بناءً على وعد مسبق لشراء تلك السلعة من طرف ثالث . ويستطيع الصندوق من خلال وجود هذا الوعد أن يقلل من مخاطر العملية ويتضمن تصريف السلعة المصنعة بعد التمكن من قبضها .
- (٣) إبرام عقد استصناع موازي مع طرف آخر يلتزم فيه الصندوق بصنع السلعة المطلوبة بنفس مواصفات السلعة التي اشتراها في العقد الأول ، ويكون ذلك إلى أجل أبعد من أجل الاستصناع الأول ، ويشترط في هذا عدم الربط بين العقدين .

وعليه فإن تعامل الصندوق بصفته مستصنعاً يتخذ أشكالاً مختلفة منها :

- عقد الاستصناع المقترن بالبيع بالمساومة .
- عقد الاستصناع المقترن بالبيع بالمراجعة للوعد بالشراء .
- عقد الاستصناع المقترن بتوكيل الصانع ببيع السلعة المصنعة .
- عقد الاستصناع المقترن بإجارة منتهية بالتملك .
- عقد الاستصناع المقترن باستصناع موازي .

شكل رقم (٧) :يوضح عمليات الاستصناع التي يجريها صندوق الاستثمار الإسلامي بصفته مستصنعاً



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بعض الأبحاث الواردة في المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة

ثانياً: باعتباره صانعاً

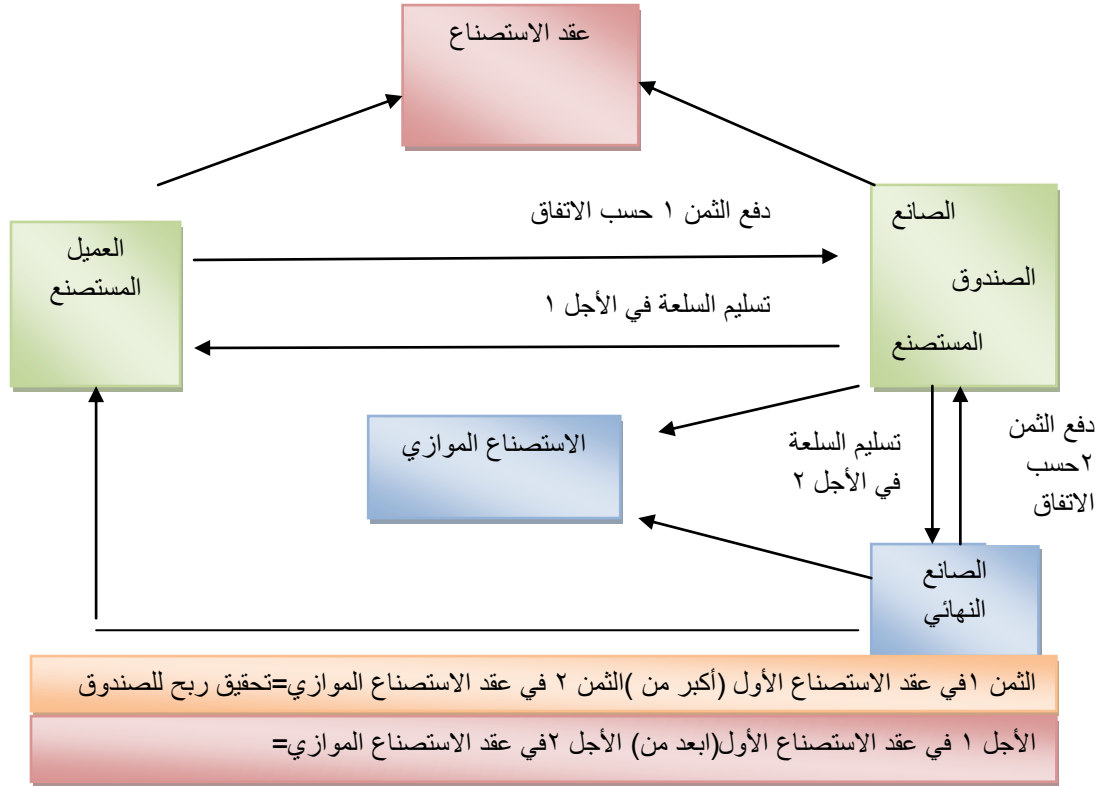
يمكن للصندوق في تعامله مع عملائه من الأفراد والشركات أن يلعب دور الصانع في عقد الاستصناع، وذلك في حالة توجه هؤلاء العملاء للبنك لشراء منتجات صناعية ذات مواصفات محددة بثمن مؤجل لعدم قدرتهم على توفير الأموال اللازمة حالاً . ففي هذه الحالة يقوم الصندوق بتمويل عملائه بصفته جهات مستصنعة، وهو الجهة الصانعة .

ويمكن للصندوق هنا أن يقوم بإنتاج السلع المطلوبة سواء من خلال ما يمتلكه من شركات ومصانع تابعة له بالكامل أو مستثمر في جزء من رأسمالها . كما يمكن للصندوق في معظم الأحيان أن يقوم بإبرام عقد استصناع موازي مع منتج لهذه السلعة على نفس الكمية والمواصفات المطلوبة في عقد الاستصناع الأول . ويلعب الصندوق في العقد الثاني دور المستصنع تجاه المقاول أو الصانع النهائي.

ويشترط في صيغة الاستصناع المقترن باستصناع موازي، أن تتم من خلال إبرام عقدين منفصلين : أحدهما : مع العميل يكون فيه الصندوق صانعاً، والآخر: مع الصانع النهائي يكون فيه الصندوق مستصنعاً . ويحقق الصندوق ربحه عن طريق اختلاف الثمن في العقدين لكون أحدهما حالاً (وهو الذي مع المقاول أو الصانع النهائي)، والثاني مؤجلاً (وهو الذي مع العميل

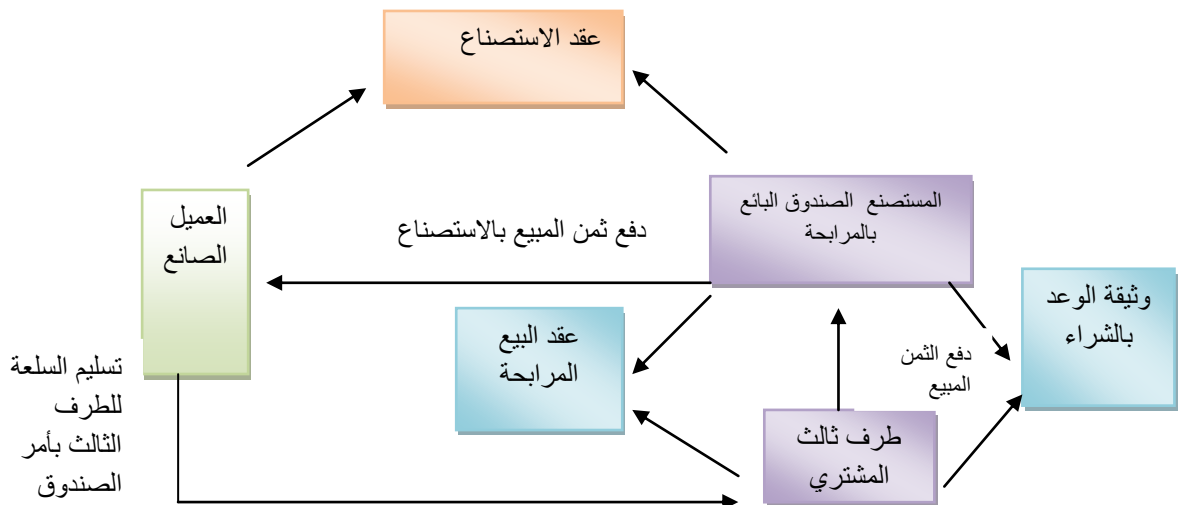
(كما يراعي في هذه المعاملة تقدم موعد تسلم السلعة المصنعة من الصانع النهائي على موعد تسليمها للمستصنع العميل .

شكل رقم(٨) :يوضح عمليات الاستصناع التي يجريها الصندوق بصفته صانعاً



المصدر : الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على عوض الله ،صفوت عبد السلام :صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي ، من أبحاث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية ،كلية الشريعة والقانون ،جامعة الإمارات العربية المتحدة.

شكل رقم (٩): يوضح عقد الاستصناع المقترن ببيع المراجعة للوعد بالشراء



المصدر : الشكل من إعداد الباحث بالاعتماد على بحث أبو بكر ،صفية أحمد،صناديق الاستثمار الإسلامية "خصائصها وأنواعها"،المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية ،كلية الشريعة والقانون ،جامعة الإمارات

- رأس المال المأمون

تقوم فكرة صندوق المأمون على الاستجابة لرغبات كثير من الذين يحبون الجمع بين الأرباح العالية، والمخاطر المتدنية. فمن المعلوم أن الأرباح العالية تتطلب تحمل مخاطر عالية لأن الربح في النهاية هو المكافأة عن الخطر

٢-٤ الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية إحدى المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ويعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص، لتوظيفها وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافي العائد فيما بينهم حسب الاتفاق، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات والتعليمات الحكومية واللوائح والنظم الداخلية.

يشتمل هذا المفهوم على أهم الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية، والتي يمكن أن نحددها بما يلي^{١٥٧}:

٢-٤-١ لها شخصية معنوية مستقلة عن أصحاب الوحدات الاستثمارية وعن الجهة المنوطة بإدارتها، وتأسيساً على ذلك فهي مؤسسة لها صفة قانونية وشكل تنظيمي وإطار مالي ومحاسبي مستقل، وهذه السمة جائزة شرعاً.

٢-٤-٢ تقوم على فكرة المضاربة الجماعية من قبل أصحاب الأموال (حملة الوحدات الاستثمارية)، 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، وهذه السمة تخضع لفقه عقد المضاربة.

٢-٤-٣ يلتزم الصندوق في معاملاته وتصرفاته المختلفة بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وكذلك بالفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات الفتوى والمسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق، وهذا يوجب الرقابة الشرعية الفعالة.

٢-٤-٤ يلتزم الصندوق بالقوانين والقرارات والتعليمات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق ما دامت لا تخالف أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وإن وجد تعارض يجب إزالته في إطار مبدأ التوفيقية، وهذا يوجب الرقابة المصرفية من قبل البنوك المركزية (مؤسسات النقد).

٢-٤-٥ يتولى إدارة الصندوق جهة متخصصة يحكم علاقتها بالصندوق عقد الوكالة أو عقد العمل أو أي عقود مستحدثة والتي تعمل في إطار الأهداف والسياسات والخطط الإستراتيجية والمرجعية الشرعية والقانونية والاستثمارية، وهذا يوجب الرقابة على القرارات الإدارية من مجلس الإدارة ومدير الصندوق.

^{١٥٧} شحاتة، حسين حسين: منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الثالث للاقتصاد الإسلامية، جامعة أم القرى، ص ١٢-١٣.

٢-٤-٥ توظف الأموال طبقاً لمجموعة من الضوابط والمعايير الإسلامية في مجال الاستثمار المباشر وغير المباشر، وذلك طبقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية ومنها المساهمات في أوراق مالية، والمضاربة والمشاركة والمرابحة والسلم والاستصناع والإجارة، وأي صيغة مستحدثة لا تتعارض مع أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وهذا يوجب الالتزام بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

٢-٤-٧ يحق للمشاركين في الصندوق استرداد قيمة مساهمتهم وفق ضوابط وشروط معينة بما يتناسب مع الاستمرار لمدد مختلفة ويناسب صغار المستثمرين، ويستلزم ذلك إعادة تقويم الوحدات الاستثمارية على فترات دورية حتى يسهل خروج من يرغب من المشاركين، وهذا يوجب الالتزام بمعايير المحاسبة الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

٢-٤-٨ تعدد الأطراف المرتبطة بالصندوق وتتمثل في معظم الأحيان من : المؤسسين والمشاركين والمسوقين، وأمناء الاستثمار والإدارة، ويحكم هؤلاء مجموعة من العقود الشرعية والقانونية، وهذا يوجب الرقابة الخارجية على حسابات الصندوق من قبل المدقق الخارجي الذي يقدم لهم تقريراً عن نتائج الأعمال والمركز المالي.

٢-٤-٩ توزع العوائد بين الأطراف السابقة وفقاً لضوابط عقود المضاربة والوكالة والسمسة وذلك طبقاً للمعايير الشرعية والمحاسبية الصادرة في هذا الشأن من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

وهذه الخصائص توجب أن يكون على عمليات الصندوق رقابة فعالة متعددة المقاصد والجوانب للاطمئنان على الأموال وتنميتها وتحديد الحقوق بالعدل، ودليل ذلك من الكتاب قول الله تبارك وتعالى: ﴿وليكتب بينكم كاتب بالعدل﴾.^{١٥٨}

٢-٥ طبيعة العقود التي تحكم علاقات أطراف صناديق الاستثمار الإسلامية

تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية من الوحدات الاستثمارية المتعددة الأطراف، ويحكم العلاقات السببية بينها مجموعة من العقود يجب بيان طبيعتها لدورها المباشر على أنواع ونظم وآليات الرقابة الشرعية والمالية. وتتمثل هذه الأطراف في الآتي:

- الجهة المنشئة للصندوق: قد تكون أحد المصارف الإسلامية أو مجموعة من رجال المال والأعمال، ويطلق عليهم المؤسسون، وتربطهم بالصندوق عقد الملكية وهم يمثلون الصندوق قانوناً أمام الغير.
- المشتركون في الصندوق: وهم الذين يشترون الوحدات (الصكوك أو ما في حكمها)

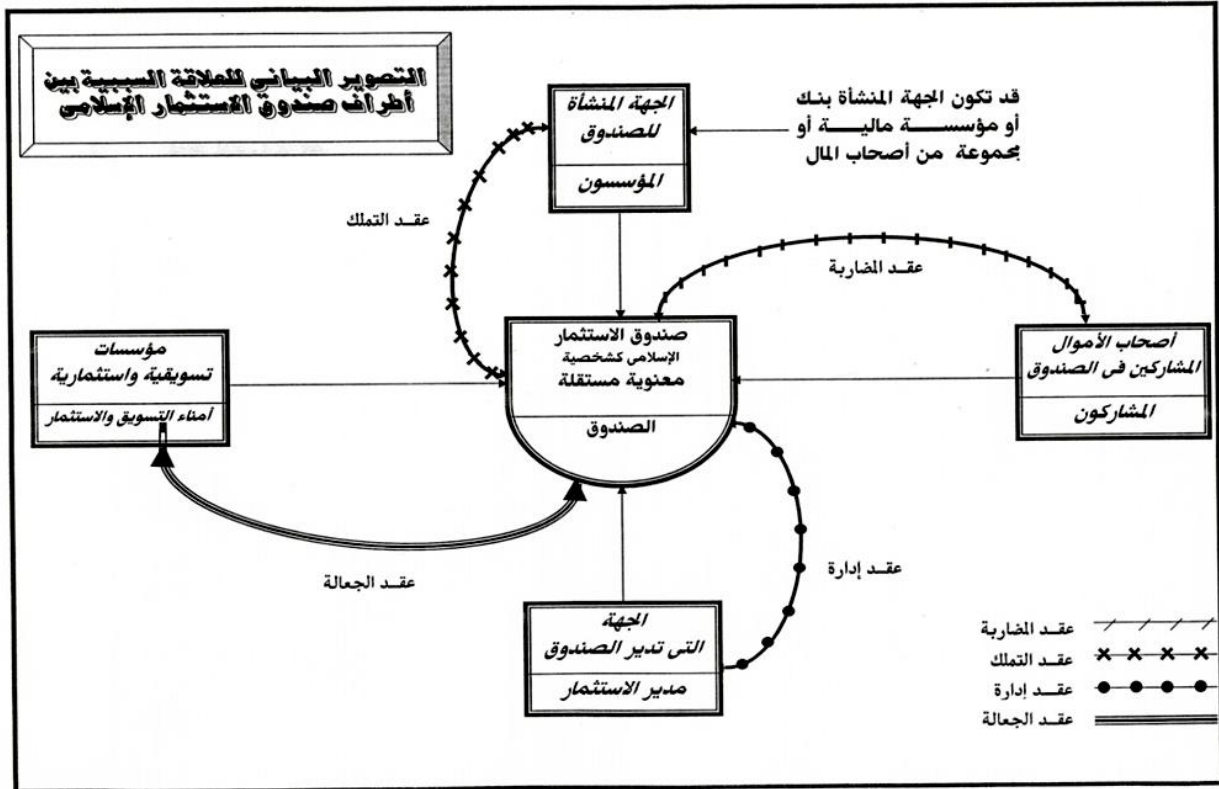
^{١٥٨} سورة البقرة: الآية ٢٨٢.

الاستثمارية، ويربطهم بالصندوق عقد المضاربة.

- إدارة الصندوق: وهي الجهة الفنية المنوطة بإدارة معاملات وعمليات الصندوق وبصفة خاصة إدارة محافظ الاستثمارات والأوراق المالية، ويربطها بالصندوق عقد الوكالة.
- جهات تسويق الوحدات (الصكوك) الاستثمارية: قد تعهد الجهة المنشأة 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 لتساعدها في استثمار أموال الصندوق في عمليات استثمارية وفقا لعقد الجعالة.

يتضح من العرض السابق تعدد أنواع العقود التي تربط الصندوق كشخصية معنوية مستقلة بالعديد من الأطراف المعنية به ومن أهم هذه العقود : عقد التملك، وعقد المضاربة، وعقد الوكالة، وعقد الجعالة،....

شكل رقم (١٠) يمثل خريطة بيانية توضح العلاقات السببية بين أطراف الصندوق ونوع العقود بينه



المصدر: ١٠٩

نلاحظ من الشكل السابق وجود أربع عقود أساسية تربط صندوق الاستثمار الإسلامي بصفته شخصية معنوية مستقلة مع الأطراف المتعاملة معه وهذه العقود هي : عقد مضاربة بين الصندوق والمستثمرين أو حاملي وثائق الصندوق ، وعقد تملك يربط الجهة المنشأة أو

^{١٠٩} شحاتة، حسين: "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الثالث للاقتصاد الإسلامية، جامعة أم القرى، ص ١٣.

المؤسسة للصندوق والصندوق كشخصية اعتبارية حيث تعود ملكية الصندوق الاستثماري للجهة المنشئة له، غالباً ما تشترط القوانين النازمة لعمل صناديق الاستثمار في بعض الدول ان تقوم الجهة المؤسسة بتعيين أمين استثمار وهو غالباً ما يكون مؤسسة تقوم بعملية التسويق لهذا الصندوق ويحكم عقد الجعالة العلاقة بين الصندوق وأمين الاستثمار، أما بالنسبة للجهة التي يعهد إليها إدارة الصندوق وهي غالباً مؤسسة مالية خبيرة في إدارة المحافظ الاستثمارية فعقد الإدارة هو الذي يحكم العلاقة بين الصندوق والمدير.

المبحث الثالث : الرقابة على الصناديق الإسلامية والهيئات الداعمة لوجود هذه الصناديق

وفي هذا المبحث سيتم التعرف على طبيعة أنشطة صناديق الاستثمار الإسلامية وتبيان الحاجة إلى رقابة هذه الأنشطة ومن ثم سيتم التطرق إلى أهمية ومقاصد الرقابة على صناديق الاستثمار الإسلامية بالإضافة إلى التعرف على الهيئات والمؤسسات الداعمة لوجود صناديق استثمار إسلامية ومن ثم التعرف على المؤشرات الإسلامية وكمثال عليها يتم التطرق إلى مؤشر داو جونز الإسلامي

٣-١ طبيعة أنشطة صناديق الاستثمار الإسلامية وحاجتها إلى الرقابة

بعد استيفاء الجوانب الشرعية والقانونية لإنشاء الصندوق سواء قام بذلك أحد المصارف الإسلامية أو شركة استثمار إسلامية أو مجموعة من الأفراد، وذلك طبقاً للقوانين والقرارات الفاعلة لعملية التأسيس، حيث يتم تقسيم رأس مال الصندوق إلى وحدات (صكوك)، يمثل كل منها حصة شائعة في رأس المال، وتطرح هذه الوحدات للاكتتاب العام للراغبين في المشاركة، وذلك طبقاً لعقد المضاربة أو الوكالة بالاستثمار، وليس هناك من حرج شرعي أو مخالفة قانونية من مساهمة الجهة المنشئة للصندوق في الوحدات الاستثمارية، وفي كل الأحوال يجب أن تكون المساهمة نقداً حسب ما رآه جمهور الفقهاء، ومن حق المشارك تداول حصصه بالطرق الشرعية وحسب القوانين المنظمة لذلك، كما يجوز للجهة المنشئة للصندوق أن تستعين بالجهات المتخصصة لتساعدها في تسويق الصكوك.

وتقوم إدارة الصندوق بمباشرة الأنشطة المخططة ومن أهمها ما يلي:

٣-١-١ استثمار (توظيف) الأموال طبقاً للمعايير الشرعية والصيغ الاستثمارية ومنها:

- تكوين محفظة الأوراق المالية (استثمار غير مباشر).

- المساهمة في مشروعات استثمارية مختلفة (استثمار مباشر).

٣-١-٢ تقوم إدارة الصندوق بأعمال المتابعة والمراقبة وتقويم الأداء الاستثماري للاطمئنان من المحافظة على الأموال وتنميتها، وذلك طبقاً للوائح الداخلية للصندوق، وكذلك طبقاً لقرارات وتعليمات الجهة المنشئة والبنوك المركزية.

٣-١-٣ اتخاذ الإجراءات اللازمة للاستجابة لرغبات الخارجين من الصندوق وتحديد حقوقهم حسب الضوابط والأسس والنظم المعمدة، وتتولى الجهة المنشئة أو جهة أخرى بالشراء بالسعر الذي تم التقويم به، وذلك في مواعيد دورية معينة حسب أسس القيام الشرعي والمحاسبي الواردة في نشرة الاكتتاب.

٣-١-٤ تحديد النقدية السائلة الواجب الاحتفاظ بها لمواجهة طلبات الاسترداد، وذلك وفقاً للضوابط والأسس الواردة في لائحة الصندوق وفي ضوء الموازنة النقدية التقديرية.

٣-١-٥ متابعة ودراسة وتحليل الأوضاع السياسية والاقتصادية والمالية والاستثمارية ذات العلاقة المؤثرة على نشاط الصندوق بصفة عامة وعلى مكونات محفظته الاستثمارية بصفة خاصة، واتخاذ القرارات اللازمة سواء بالاحتفاظ أو البيع أو الشراء أو نحو ذلك.

٣-١-٦ تحديد وقياس عوائد الاستثمار وتوزيعها حسب الضوابط والأسس الشرعية والمالية والمحاسبية، وفي ضوء النماذج الواردة في لائحة الصندوق والإعلان عنها.

٣-١-٧ التقويم الدوري لموجودات والتزامات الصندوق، وتحديد صافي قيمة الوحدة (الصك) الاستثمارية ليساعدها في عمليات الاسترداد وذلك طبقاً ل معايير المحاسبة الصادرة عن الهيئة.

٣-١-٨ باعتبار أن الصندوق شخصية معنوية واعتبارية مستقلة عن الجهة المنشأة له وعن مديره وعن المشاركين فيه لذلك يجب أن يتوافر مقومات هذه الشخصية ومنها: السجلات والوثائق، والعقود والنماذج، والدفاتر المحاسبية والقوائم والتقارير المالية.... ونحو ذلك، كما يجب أن يكون له مراقب حسابات خارجي ورقابة شرعية وذلك على النحو الذي سوف نفضله فيما بعد، وهذه الأمور الإدارية والمالية من مسؤولية مديره.

٣-٢ أهمية ومقاصد الرقابة الشرعية والمالية على معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية

في ضوء العرض والتحليل السابق يتضح جلياً أن معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية يجب أن تخضع للرقابة الشرعية والمالية بسبب تعدد مصالح الجهات المرتبطة بها، وأن كل جهة في أشد الحاجة إلى الاطمئنان على سلامة تلك المعاملات وعدم المساس بحقوقهم، وكذلك التأكد من السلامة الشرعية والقانونية والاستثمارية... ونحو ذلك. ويؤكد هذه الأهمية ما يلي:

٣-٢-١ ضرورة الاطمئنان من التزام الصندوق بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وهذا يوجب الرقابة الشرعية والشعبية والمجتمعية....

٣-٢-٢ ضرورة الاطمئنان على السلامة القانونية لمعاملات وعقود الصناديق وأنها تتم وفقاً للقوانين والقرارات والتعليمات الواردة من الجهات الحكومية مثل : هيئة سوق المال، ومؤسسة النقد (البنك المركزي)، ومصلحة الشركات وغيرها من الجهات ، والتي تختلف من دولة إلى أخرى، وهذا يوجب الرقابة القانونية والمصرفية.

٣-٢-٣ ضرورة الاطمئنان من أن أموال المشتركين قد جمعت بالحق ووظفت بالحق طبقاً لأسس ومعايير وصيغ الاستثمار والتمويل الإسلامية والفنية والمصرفية وهذا يوجب : الرقابة الاستثمارية.

٣-٢-٤ ضرورة الاطمئنان من أن عمليات القبض والصرف والإيداع والسحب ونحو ذلك قد روجعت قبل وبعد تنفيذها مستندياً وحسابياً ومحاسبياً ولائحياً... وهذا يوجب الرقابة المالية الداخلية.

٣-٢-٥ ضرورة الاطمئنان من صحة القياس والإفصاح المحاسبي عن الحقوق المالية لأطراف الصندوق، وكذلك الاطمئنان إلى سلامة المركز المالي ونتائج الأعمال وتوزيعها بالحق.... وهذا يوجب: الرقابة الخارجية على حسابات الصندوق من قبل المدقق الخارجي.

٣-٢-٦ ضرورة تقويم الأداء على فترات دورية قصيرة، وكذلك تحديد صافي قيمة الوحدات الاستثمارية لمساعدة المشتركين على اتخاذ القرارات الاستثمارية سواء البقاء أو الخروج، وهذا يوجب الرقابة الإدارية.

وتأسيساً على هذه الأهمية يجب أن يكون هناك منهج وإطار متكامل لنظم الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية يحكمه التنسيق والتكامل والتعاون.

٣-٣ الإطار العام لأجهزة ونظم الرقابة على معاملات صناديق الاستثمار الإسلامي:

تتعدد أجهزة ونظم الرقابة على معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية من منظور مقاصدها الموضحة في البند السابق والتي تتكامل وتتعاون معاً في إطار متناسق لتحقيق الغاية الكبرى وهي المحافظة على الأموال وتميئتها لتؤدي دورها المشروع في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

ويتمثل هذا الإطار في الآتي^{١٦٠}:

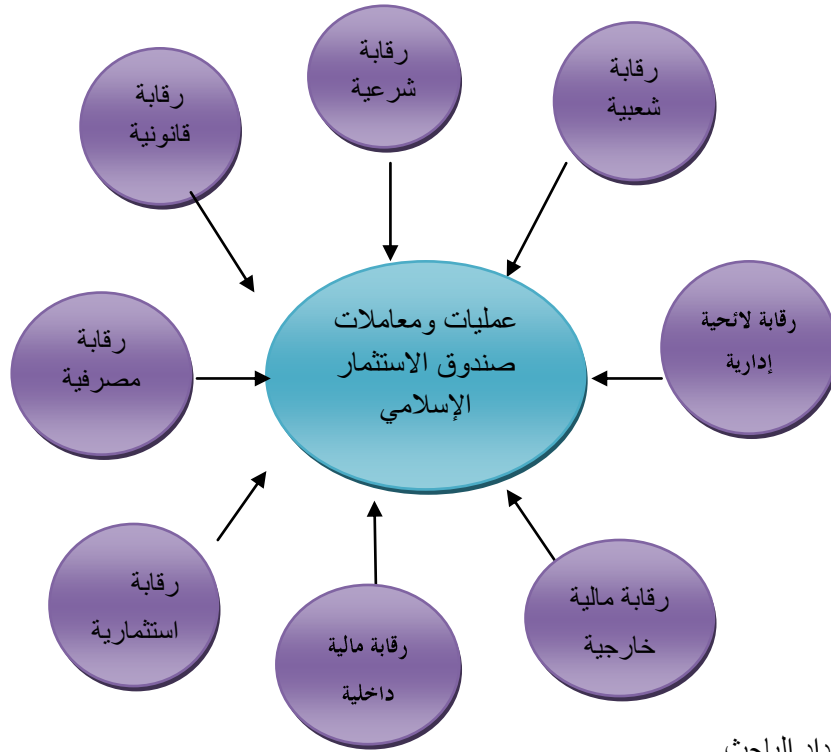
- الرقابة الشرعية : ويقوم بها هيئة الرقابة الشرعية.
- الرقابة القانونية : ويقوم بها مفتشوا الجهات الحكومية.
- الرقابة اللائحية والتنظيمية (الإدارية): ويقوم بها المراقب الإداري.
- الرقابة المصرفية: وتقوم بها مؤسسة النقد (البنك المركزي).
- الرقابة الاستثمارية: ويقوم بها المراقب (الخبير الاستثماري).
- الرقابة المالية الداخلية : وتقوم بها إدارة الرقابة الداخلية.
- الرقابة المالية الخارجية : ويقوم بها مراقب (مدقق) الحسابات الخارجي.
- الرقابة المجتمعية: وتقوم بها المؤسسات الشعبية.

ويجب أن توضع خطط وبرامج لتنفيذ أنواع الرقابة السابقة بحيث لا تؤدي إلى تعطيل أعمال الصندوق بدون مبرر موضوعي، كما يحكم كل نوع من تلك الأنواع مجموعة من الضوابط والأسس والمعايير، كما تستخدم مجموعة من الوسائل والأدوات بما يحققها من تحقيق مقاصدها على الوجه الحسن، ويوجد بالصفحة التالية خريطة بيانية توضح هذا الإطار.

^{١٦٠} أبو غدة، عبد الستار: " التكييف الشرعي لصناديق الاستثمار ومشروعيتها "، بحث مقدم إلى ندوة : (صناديق الاستثمار في

مصر: الواقع والمستقبل)، جامعة الأزهر- مركز صالح عبد الله كامل، ١٤١٧هـ/١٩٩٧م، صفحة ١٦.

شكل رقم (١١) :يوضح الإطار العام لأجهزة ونظم الرقابة على معاملات صناديق الاستثمار الإسلامي



المصدر: من إعداد الباحث

من خلال الشكل السابق تم عرض مجمل الجهات التي تمارس رقابة على تعاملات وأداء صناديق الاستثمار الإسلامية وسواء أكانت هذه الجهات داخلية مثل هيئة الرقابة الشرعية أو رقابة خارجية ورقابة شعبية .

٣-٤ الهيئات والمؤسسات المالية الداعمة لوجود صناديق الاستثمار الإسلامية

هنالك العديد من الهيئات والمؤسسات التي ينبغي أن تكون متوافرة لتشكيل وتشكيل ونمو صناديق الاستثمار الإسلامية كما أنه يجب أن تتوفر بعض الهيئات والمؤسسات الأخرى الداعمة لنمو هذه الصناديق والتي تساعد في توجيه هذه الصناديق الوجهة الصحيحة وتحول دون انحرافها عن أهدافها الموضوعية ويمكن لنا أن نجمل هذه الهيئات والمؤسسات بالتالي:

- سوق الأوراق المالية : إن السوق المالية هي مرآة عاكسة للاقتصاد الوطني وأي كسر في هذه المرآة سوف يؤدي إلى تشويه كامل للحقيقة ، ويجب أن لا ننسى كم من السنوات والعقود التي مرت على البورصات حتى وصلت إلى ما هي عليه الآن ، وكم من القوانين والتشريعات التي استحدثت لاستمراريتها وتطورها وتعظيم المنافع التي تحققها الأسواق المالية لبلدانها وللمستثمرين فيها .^{١٦١}

^{١٦١} زيني، فريدة بن يوسف :صناديق الاستثمار ودورها في تفضيل استخدام المدخرات ،مرجع سابق، ص١٢٨ .

- وتكمن أهمية البورصة بالنسبة لصناديق الاستثمار الإسلامية بما يلي:
- ✓ تقدم فرصاً للمؤسسات المالية ومن بينها صناديق الاستثمار الإسلامية لطرح أسهمها للاكتتاب العام مما يسمح باستخدام قيمة الأسهم المباعة في عملية تمويل إعادة هيكلتها وتحديثها، وهذا سيحقق التنافسية الإيجابية ويساعد على استخدام أفضل لرأس المال.
 - ✓ وجود سوق الأوراق المالية يضبط عمليات التداول .
 - ✓ حاجة البلدان عامة والبلدان النامية خاصة إلى استثمار الطاقات والإمكانات المتاحة من ودائع مصرفي بالعملة المحلية وبالقطع الأجنبي، ومن مدخرات مجمدة في العقارات والذهب . ومكتنزة في المنازل وفائض المؤسسات المالية والأموال المستثمرة خارج بلدانها، فهناك قسم كبير من أصحاب هذه الثروات يود استثمار أمواله في أنشطة مباحة^{١٦٢} الكثير من أصحاب الأموال المدخرة والمتزمين بأحكام الشريعة الإسلامية لا يودون وضع هذه المدخرات كوديعة في البنوك الإسلامية فقط وإنما يريدون بعض الأرباح وهذا ما يتحقق في صناديق الاستثمار الإسلامية (وضمن رقابة الدولة باعتبارها مصدر ائتمان كبير لكل من المستثمرين والمدخرين على حدٍ سواء، وبالتالي فإن البورصة تسد مكان الحلقة المفقودة في هذه السلسلة^{١٦٣} .
 - ✓ إن البورصة تلعب دوراً كبيراً في توجيه رؤوس الأموال والمدخرات إلى أفضل سبل الاستثمار فدراسة أسعار البورصة تحول دون توظيف الأموال في الأعمال غير الناجحة . وبذلك تتوافر في البورصة ميكانيكية تخصيص الموارد وتوزيع المدخرات بين الوحدات الاقتصادية، فبعد أن يتم تجميع المدخرات من الوحدات ذات الفائض يتم توزيعها من خلال البورصة وتخصيصها بكفاءة على الوحدات ذات العجز المالي التي تمثل قسم منها صناديق الاستثمار الإسلامية .
 - ✓ إن وجود سوق مال في البلدان العربية والنامية يشجع رؤوس الأموال الأجنبية على الدخول إلى تلك البلدان وإقامة المشاريع الاستثمارية فيها، حيث تؤكد الدراسات أن الأسواق الناشئة هي عالم جديد من الفرص الاستثمارية، فالسياسات والإجراءات التي تتخذها الدول النامية والتي تهدف إلى إصلاح نظام النقد وتحرير التجارة بالإضافة إلى البرامج المدروسة لتخفيض التضخم والمشجعات الأخرى المتاحة للمستثمرين تؤدي إلى توفير الاستقرار اللازم لضمان النمو طويل الأجل وبالتالي تهافت المستثمرين على هذه الأسواق.
 - ✓ تحقق ميزة السيولة الدائمة للورقة المالية، فالبورصة هي المكان الذي يلتقي فيه المدخرون الذي سبق لهم توظيف أموالهم في صكوك أصدرتها الشركات والمدخرون الذين يرغبون في الحلول محلهم.

^{١٦٢} المرعي، عبد الرحمن: *بورصة الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سورية*، أطروحة دكتوراه جامعة دمشق، ١٩٩٧، ص ١٤٧.

- ✓ تهيئة السوق المثلى للمنافسة الحرة بين كل البائعين وكل المشترين بحكم التقاتلهم في مكان واحد، الأمر الذي يعطي قانون العرض والطلب لب الفرصة لأداء دوره الاقتصادي على أكمل وجه.
 - البنوك الإسلامية وشركات التأمين الإسلامية :إن إنشاء البنوك الإسلامية أزال عقبة كبيرة كانت تعترض إنشاء صناديق الاستثمار الإسلامية وهي تولي شؤون الصناديق من قبل المصرف، حيث ستقوم المصارف الإسلامية بعدد واسع من الخدمات أهمها:
 - ✓ القيام بتغطية الاكتتاب في صناديق الاستثمار الإسلامية .
 - ✓ بيع وشراء الأوراق المالية للصناديق وهذا بحد ذاته يعتبر أحد الوسائل المهمة في تنشيط الاستثمار.
 - ✓ إدارة محافظ الأوراق المالية للصناديق من حيث الاحتفاظ بالأوراق المالية وتحصيل الكوبونات وتوزيع الأرباح سهم وبيع وشراء الأوراق المالية لصالح الصندوق كمستثمر مالي.
 - ✓ تقييم أداء صناديق الاستثمار والقيام بعملية التحليل المالي وتقديم الاستشارات المالية .
 - الشركات المساهمة :^{١٦٣} إن الحديث عن الشركات المساهمة هو الحديث عن وسيلة أثبتت أنها ناجحة وضرورية لتحقيق استثمارات كبيرة يحتاجها أي بلد وتمكن من إيجاد مصادر تمويل متاحة وميسرة، إذ من المعروف أن النهضة الاقتصادية المعاصرة التي شهدتها الغرب خلال القرن العشرين كانت بسبب الشركات المساهمة التي تستطيع أن تجمع الملايين من مدخرات المواطنين في الداخل والخارج من خلال الاكتتاب في أسهم رأس المال، وتتمتع بالعديد من المزايا بالنسبة لصناديق الاستثمار الإسلامية أهمها:
 - ✓ إن صناديق الاستثمار الإسلامية لا تستطيع التعامل إلا مع الشركات التي يكون عملها مباح وهناك الكثير من الشركات التي يكون تعاملاتها مباحة والتي تعتبر البيئة الملائمة لهذه الصناديق.
 - ✓ تحقق مبدأ الشفافية وهذا يطمئن الصناديق إذ أن القوائم المالية للشركات المساهمة مدققة من قبل محاسبين قانونيين .
 - ✓ تتمتع الشركات المساهمة بصفة العمر الطويل وتجميع رأس مال كبير يعجز عنه الأفراد في مشاريع كبيرة ومتميزة.^{١٦٤}
- وهذه المؤسسات السابقة الذكر تعتبر لبنية الأساسية لتكوين الصناديق الاستثمارية في ظل وجود بنية تشريعية وقانونية تحكم عمل هذه الصناديق.

^{١٦٣} الشاس، مصطفى: *الشركات المساهمة وأهميتها في تجميع المدخرات وتحريك عجلة التنمية*، ندوة الثلاثاء الاقتصادية، سوريا، ٢٣/٤/٢٠٠١، ص ٣.

^{١٦٤} المرعي، عبد الرحمن: *بورس الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سورية*، مرجع سابق، ص ١٤٨.

٣-٥ المؤشرات الإسلامية (مثال داو جونز الإسلامي)^{١٦٥}

نتيجة للتطور الكبير والانتشار الواسع الذي حظيت به التعاملات الإسلامية بشكل عام سواء على مستوى المصارف أو المؤسسات والشركات التي تضع معيار التوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية كشرط جوهري في تعاملاتها وبهدف إيجاد مقياس معياري يمكن الرجوع إليه لتقويم أداء هذه المؤسسات الإسلامية كان لازماً أن يتم إنشاء واستحداث مؤشرات خاصة بالتعاملات الإسلامية نستطيع من خلالها ضبط حركة هذه المؤسسات والتعرف بشكل مستمر على أدائها وكمثال على المؤشرات الإسلامية الأكثر استخداماً "مؤشر داو جونز".

حيث يعتبر مؤشر داو جونز مثلاً رائعاً لهندسة مالية متقدمة، ويمكن الرجوع إليه كمعيار لمقارنة أداء أعمال الكثير من الشركات والصناديق والمؤسسات المالية الأخرى ولكن بصيغته التقليدية لا يمكن أن يكون معيار حقيقي يمكن للمتعاملين بالأدوات المالية الإسلامية الرجوع إليه لذلك أنشئ مؤشر داو جونز للسوق الإسلامية^{١٦٦} ليلبي رغبات هؤلاء المتعاملين بهذه الأدوات .

وتبدو أهمية هذا المؤشر وغيره من المؤشرات المالية الإسلامية في:^{١٦٧}

- أنه يخدم القطاعات الأخرى في أسواق المال الإسلامي، فعلى سبيل المثال كانت المشكلة عند تقييم الصناديق الإسلامية، تتمثل في لجوء من يديرونها إلى استعمال معايير قياس مشتقة من مؤشرات (FTSE)، (S&P)، (MSCX)، (World Index).....، لقياس الأداء الداخلي الخاص بهم، وبالتالي يتسبب هذا في عدم وجود نمط موحد وأساس سليم وموضوعي، لذلك فاستخدام هذا المؤشر الإسلامي يخدم الأغراض المالية للصناديق الاستثمارية، ويتمشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية .
- يؤثر وجود المؤشر إلى اجتذاب جزء من الأموال العربية المستثمرة في الخارج، ليطمئن استثمارها داخل المنطقة العربية بشكل صناديق استثمارية، أو من خلال المشاركة في الشركات التي تدرج ضمن المؤشر.
- يعطي المؤشر أيضاً ميزة لنظام الاستثمار المالي الإسلامي عبر الانترنت، إذ سيكون بمثابة الحل الأمثل للمؤسسات المالية والبنوك الإسلامية؛ حيث سيجعل لها ميزة تنافسية، لأن وجود مؤشر سوف ينشط من تلك الاستثمارات . إذ سيتيح النظام الجديد لهذه المؤسسات إمكانية الاستجابة للطلبات المتزايدة لعملائها على الاستثمارات المالية الإسلامية، وذلك من خلال ما يقدمه النظام من فرصة كبيرة للدخول إلى كبريات الأسواق المالية العالمية، وتقديم خدماتها الاستثمارية لعملائها.
- قد يمكن المؤشر الإسلامي المستثمر من تكوين محفظة تتمتع بالسيولة ومقاومة للركود، وتتمتع بالحماية ضد التضخم، بينما تؤمن توفير عائدات مجزية في السوق مقابل رسوم إدارة منخفضة .

^{١٦٥} الماحي، عصام الذي: *تقييم عمليات المصارف الإسلامية في أسواق الأوراق المالية المحلية والأجنبية وأسواق المعادن الثمينة*، الملتقى السنوي الإسلامي السابع إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، عمان، ٢٥-٢٧ سبتمبر، ٢٠٠٤، ص ٥.

^{١٦٦} يتكون مؤشر داو جونز الإسلامي من عدة مؤشرات فيبينما نجد المؤشر العريض داو جونز لسوق المال الإسلامي نجد أن هناك مؤشرات فرعية مثال دي جي لسوق المال الإسلامي (الولايات المتحدة الأمريكية)، مؤشر دي جي لسوق التكنولوجيا الإسلامية، مؤشر دي جي للسوق الإسلامي الزائدة، ومؤشر دي جي للسوق الإسلامي الكندي،، ومؤشر داو جونز العربي.

^{١٦٧} www.islamonline.net/arabic/economics/2004/09/article01.shtml

محمد، حسام الدين، "داو جونز النسخة الإسلامية"، موقع إسلام أون لاين

- المؤشر مصمم بحيث يلبي متطلبات الصناديق الاستثمارية والأدوات الاستثمارية الأخرى .

٦-٣ مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية

مما سبق نستطيع أن نقدم بعض أوجه الشبه والاختلاف بين الصناديق التقليدية والإسلامية كما يلي:

جدول رقم (٥) مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية

معيار المقارنة	المقارنة بين الصناديق الإسلامية والتقليدية
من حيث الجهة المؤسسة للصندوق	لا تختلف الجهات المؤسسة للصناديق الإسلامية عن تلك الجهات المؤسسة للصناديق التقليدية حيث تعتبر البنوك وشركات التأمين والشركات الاستثمارية هي المؤسس لهذه الصناديق وتجدر الإشارة انه لا يقتصر إنشاء صناديق الاستثمار الإسلامية على المؤسسات الإسلامية إنما يمكن للمؤسسات المالية التقليدية مثل البنوك التقليدية أن تنشئ صناديق استثمار إسلامية .
من حيث الإدارة	تعهد الجهات المؤسسة للصناديق الاستثمارية إدارة هذه الصناديق إلى جهات مختصة بإدارة المحافظ الاستثمارية ، وأيضاً بالنسبة للإدارة يمكن أن تكون الشركة المديرة للصناديق الإسلامية هي نفسها المديرة للصناديق الإسلامية .
من حيث القوانين والتشريعات	تعتبر القوانين والتشريعات السارية على الصناديق التقليدية واجبة التطبيق على الصناديق الإسلامية ، والتالي لا تختلف الشخصية المعنوية للصناديق الإسلامية عن التقليدية من حيث الأحكام والتشريعات.
من حيث جهات الرقابة	تخضع الصناديق الاستثمارية عامة للرقابة سواء أكانت داخلية أو خارجية ، وسواء أكانت رقابة مالية أو إدارية لكن الصناديق الإسلامية تخضع لرقابة إضافية وهي الرقابة الشرعية الممثلة بهيئة الرقابة الشرعية على أداء الصناديق الإسلامية وذلك للتأكد من أن عمل الصندوق واستثماراته تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية .
من حيث مجالات الاستثمار	تعتبر الأوراق المالية سواء الأسهم أو السندات هي المجالات المتاحة للصناديق التقليدية لتشكيل محفظتها الاستثمارية ، بينما تقتصر الصناديق الإسلامية في تشكيل محفظتها من الأوراق المالية على الأسهم العادية ، كما يتيح لهذه الصناديق القيام باستثمارات حقيقية تساهم في تنويع المحفظة الاستثمارية لهذه الصناديق الإسلامية .
من حيث صيغ التمويل "الأدوات الاستثمارية"	تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بأن أدواتها الاستثمارية تتفق أيضاً وأحكام الشريعة الإسلامية فلا يمكن لهذه الصناديق أن تستثمر مدخرات المساهمين فيها من خلال الفوائد الربوية ، وإنما من خلال صيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالمرا بحة للأمر بالشراء ، والإجارة المنتهية بالتملك ، وعقود الاستصناع ، وشركات المضاربة ، أو الشركة المتناقصة المنهية بالتملك ، وإلى غير ذلك من صيغ التمويل الإسلامي .
من حيث الأهداف	يعتبر هدف النمو الرأسمالي أو هدف تحقيق العائد أو هدف النمو والعائد المتوازنين هو الأساس الذي يحكم عمل الصناديق التقليدية ، بينما يضاف إلى الأهداف السابقة بالنسبة للصناديق الإسلامية تحقيق التنمية الاجتماعية .
من حيث طبيعة المستثمرين	يعتبر التعامل بالربا حجر عثرة أمام استثمار الملتزمين بأحكام الشريعة الإسلامية في الصناديق التقليدية، بينما يعتبر الطريق معبد أمام الجميع للاستثمار في الصناديق الإسلامية .

من حيث تحمل المخاطر	يعتمد المستثمر في الصناديق التقليدية إلى نقل المخاطر إلى كل من الجهة المنشئة للصندوق والجهة المديرة له، وذلك بعد الاكتتاب بوثاقه، بينما يعتبر المستثمر في الصناديق الإسلامية مشاركاً في المخاطر كما يعتبر مشاركاً في الربح والخسارة.
من حيث المزايا	تحقق صناديق الاستثمار الإسلامية نفس المزايا المرتبطة بالصناديق التقليدية، كما يضاف إليها أنها توفر البديل الشرعي لأولئك الملتزمين في تعاملاتهم بأحكام الشريعة الإسلامية.

المصدر : الجدول من إعداد الباحث.

خلاصة الفصل

ركز هذا الفصل على كل من الاستثمار وصناديق الاستثمار من الجانب الإسلامي واشتمل

الفصل على معايير الاستثمار في الإسلام وأوضح أن الإسلام يحض على استثمار المال ويؤكد على ضرورة كسب الربح الحلال وذلك من خلال انتهاج مجموعة من المعايير الاجتماعية والأخلاقية والدينية، وإتباع أساليب التمويل والاستثمار المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وذلك من خلال الاستثمار في القطاعات المباحة شرعاً ووفقاً لمجموعة الضوابط التي سنتها الشريعة الإسلامية بهدف تقويم الاغوجاج الحاصل والانفلات العشوائي والذي أثبتته الأزمات التي مرت تباعاً على الاقتصاد العالمي ، والتي غالباً ما تكون نتيجة تصاعد وتوسع هرم الديون مقارنة باستثمارات حقيقة منخفضة .

كما ركز هذا الفصل على مفهوم وماهية صناديق الاستثمار الإسلامية وقد أثبت على مدى مرونة الإسلام في طرح البديل الشرعي لصناديق الاستثمار التقليدية ، كما تم التطرق إلى أهم أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية والضوابط التي تحكم هذه الصناديق ، بالإضافة إلى أهم الخصائص التي تميز هذه الصناديق عن الصناديق التقليدية ، بالإضافة إلى تبيان أهم الأطراف التي تتعامل مع صندوق الاستثمار الإسلامي أيضاً بصفته شخصية اعتبارية مستقلة وطبيعة العقود التي تحكم هذه العلاقة .

ومن ثم تم التعرض لأهمية الرقابة على صناديق الاستثمار سواء من حيث الأداء أو الاستثمارات وكيفية توزيع الأرباح، وشرعية معاملات الصندوق الإسلامي ،... الخ. بالإضافة إلى تبيان لأهم المؤسسات والهيئات الراعية والداعمة لوجود صناديق استثمار إسلامية .

وأخيراً تم التطرق إلى أهمية وجود مؤشر إسلامي يعتمد كمعيار يتم من خلاله تقييم أداء الأدوات المالية عامة وصناديق استثمار الإسلامية خاصة وتم التعرض لمؤشر داو جونز الإسلامي كمثال حقيقي لهذه المؤشرات.

ويرى الباحث أن صناديق الاستثمار الإسلامية استطاعت أن تقدم البديل الشرعي لصناديق الاستثمار التقليدية ، كما أن هذه الصناديق يجب أن تحقق معدلات نمو متصاعدة في العائد والأداء إذا ما تم تطبيقها بشكل سليم حيث أن هذه الصناديق تهدف إلى تحقيق العائد بشكل أولي مع الأخذ في الاعتبار التنمية الاجتماعية وذلك من خلال التركيز على وراق مالية تراعي الأهداف الإسلامية بالإضافة إلى قيامها باستثمارات حقيقة ترفد الاقتصاد وتدعم نموه.

كما أن وجود الكثير من الهيئات الداعمة والمؤيدة لهذه الصناديق سيمكنها من النمو والتوسع لتحقيق أهدافها المرسومة .

ولكن يرى الباحث أن الواقع العملي لتطبيق صناديق الاستثمار قد يحيد عن الأهداف المرسومة وذلك في غياب هيئة شرعية عامة على مستوى كل دولة أو على مس توى العالم واقتصار الرقابة الشرعية على الرقابة من خلال هيئة رقابة شرعية داخلية وأيضاً يرى الباحث انحسار الجانب الاجتماعي بالإضافة لانخفاض الاستثمارات الحقيقة لصناديق الاستثمار الإسلامية وتوجهها إلى التعامل بالأسهم وبالتالي فصناديق الأسهم الإسلامية هي الأكثر شيوعاً وهذا ما يؤثر على استقرار صناديق الاستثمار الإسلامية وتعرضها بشكل مماثل للأزمات التي تلحق بالاقتصاديات بشكل عام وهو ما سيوضحه الجانب العملي من هذه الدراسة .

الفصل الرابع

سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار

في جمهورية مصر العربية

عرفت جمهورية مصر العربية سوق الأوراق المالية في نهاية القرن التاسع عشر واستمرت هذه السوق بالتطور والنمو حتى أصبحت من الأسواق المعروفة على المستوى العالمي وتحتل مرتبة متقدمة بين أسواق البلدان النامية .

وإذا كانت تجربة سوق مصر للأوراق المالية قد أثبتت نجاحها فقد استعانت هذه السوق بالعديد من الأدوات المالية والوسطاء الماليين لاستمرار نجاحها والعمل على تحقيق استقرار مقبول في أدائها وتعتبر صناديق الاستثمار من أهم الأدوات المالية التي استطاعت أن تجذب قدر كبير من المدخرات وتوجيهها إلى السوق المالية .

لذلك سيتطرق هذا الفصل إلى سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار العاملة في جمهورية مصر العربية وذلك من خلال المبحثين التاليين.

المبحث الأول : سوق الأوراق المالية في مصر:

- التطور التاريخي لسوق مصر للأوراق المالية .
- خصائص سوق مصر للأوراق المالية .
- مؤشرات السوق .

المبحث الثاني : صناديق الاستثمار العاملة في مصر :

- مزايا صناديق الاستثمار العاملة في جمهورية مصر العربية .
- خصائص صناديق الاستثمار العاملة في جمهورية مصر العربية .
- أنواع صناديق الاستثمار العاملة في جمهورية مصر العربية .

المبحث الأول : سوق الأوراق المالية في مصر

ومن خلال هذا المبحث سيتم التعرف على التطور التاريخي لسوق الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية ومن ثم سيتم التعرف على أهم الخصائص التي تميز السوق المصرية عن غيرها من الأسواق الأخرى مع التطرق إلى أهم مؤشرات السوق وخصوصاً مؤشر Case30 كونه المؤشر الذي تم اعتماده من قبل الباحث لقياس أداء سوق الأوراق المالية المصرية .

١-١ التطور التاريخي لسوق الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية :

تعتبر سوق الأوراق المالية في أي بلد دعامة من دعائمه الأساسية ومحرك من المحركات الأساسية للاقتصاد القومي بشكل عام ومن هذا المنطلق سعت جمهورية مصر العربية منذ زمن بعيد لإنشاء وتنشيط سوق الأوراق المالية فيها حيث تعتبر سوق الأوراق المالية المصرية من أقدم الأسواق المالية في العالم بشكل عام وفي البلدان العربية بشكل خاص .

حيث تكونت أول شركة مساهمة في مصر عام ١٧٥٠م ، وبتكون شركات المساهمة في مصر بدأ التفكير في إقامة بورصة ، إلا أن رجال الأعمال لم يجدوا الأماكن المناسبة المخصصة لمزاولة أعمال التداول بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة لذلك كانوا يجتمعون في المقاهي ويمارسوا ذلك النشاط حتى أنه في بعض محافظات مصر مثل " بور سعيد" مازالت بعض المقاهي تحمل اسم "بورصة".

وقد قامت العديد من المحاولات لإنشاء سوق للأوراق المالية في مصر خلال الفترة ما بين ١٨٠٢ وهو العام الذي بدأ فيه نشاط سوق الأوراق المالية في الإسكندرية وحتى عام ١٨٩٨م وفي هذا العام قامت محاولة من قبل سماسرة الأوراق المالية بالقاهرة لتحديد مكان يتم فيه تداول الأوراق المالية واختير أحد الفنادق "فندق كونتيننتال بميدان الأوبرا" لهذا الغرض إلا أنها لم تنجح لانعدام ثقة الجمهور من المتعاملين بها وعاد السماسرة لمباشرة أعمالهم مرة أخرى في قهوة زهبار بشارع الألفي .

واستمرت المحاولات حتى عام ١٩٠٣م حين أقيمت أول بورصة رسمية في القاهرة بعدما بلغ عدد شركات المساهمة حوالي (٧٩) شركة يتم التداول على أسهمها برأس مال قدره (٢٩ مليون جنيه مصري) ووضعت لها الحكومة المصرية القوانين واللوائح المنظمة لها وكان للبنك الأهلي المصري الأثر الكبير في عملية إنشاء البورصة .

وفي الثامن من نوفمبر عام ١٩٠٩م قامت الحكومة المصرية بإصدار أمر عال يتضمن اللائحة العامة للبورصات من أجل تنظيم العمل وفض المنازعات أمام القضاء وكانت موضوعة باللغة الفرنسية ، ونص هذا الأمر في مادته الأولى على " صدقَ على لائحة البورصة المرفقة، هذا ويعمل بمقتضاها ابتداء من أول سبتمبر سنة ١٩١٠"

ومنذ ذلك التاريخ لم تعد البورصة من شأن التجار والسماسرة وحدهم . وقد عالج هذا الأمر الحال جميع أنواع البورصات المتعلقة بالبضائع وبالأوراق المالية وتشمل نشاط بورصات التعامل الحاضر وكذلك بورصات أو نشاط التعامل بالأجل ووضع كل ضوابطه وأحكامه الأساسية.

وقد تم تعديل هذا الأمر العال بأمر آخر في ٢٥ أبريل عام ١٩١٠ ، ثم بأمر آخر في ٢٧ مارس ١٩١٢ .

وقد شهدت البورصة نشاطا كبيرا في الثلاثينات والأربعينات وبداية الخمسينات وخاصة مع تزايد التواجد الأجنبي في مصر وقيام الأجانب بالاستثمار المباشر وتكوين الشركات المساهمة وإنشاء البنوك حتى أنه في عام ١٩٥٤ صدر القانون رقم (٢٦) الذي يلزم كل شركة يزيد رأس مالها عن (٥٠) ألف جنيه مصري أن تقوم ببيع أسهمها في البورصة

وقد كانت بورصة القاهرة للأوراق المالية تعد مركزا ماليا إقليميا هاما بجانب شهرتها العالمية حيث كانت تعد حتى عام ١٩٥٥ من أشهر بورصات في العالم.

استمر نشاط البورصة مزدهراً حتى بدأت إجراءات التأمين بعد ثورة يوليو والتي بدأت بتأميم قناة السويس عام ١٩٥٦م وتأميم الكثير من البنوك الأجنبية حوالي (٧٠) بنكاً في الفترة من ١٩٥٧ حتى عام ١٩٦٠م.

حيث أدت إجراءات التأمين إلى تراجع نشاط البورصة في مصر إلا أن توقف نشاطها تقريباً .

قامت الحكومة المصرية بإصدار العديد من القرارات والمراسيم في فترة السبعينيات مشجعة الاستثمارات العربية والأجنبية للدخول إلى السوق المصرية وعملت على تنشيط المناطق الحرة وذلك بهدف إعادة دفع الحياة إلى البورصة .

في عام ١٩٧٩م صدر القرار الجمهوري ٥٢٠ القاضي بإنشاء الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية وذلك لتنظيم سوق المال المصري وتوجيه رؤوس الأموال للتنمية

وفي عام ١٩٩٢ صدر قانون سوق المال رقم (٩٥) واللائحة التنفيذية الخاصة به رقم (١٣٥) لسنة ١٩٩٣ والذان صدرا لمعالجة المعوقات والسلبيات التي واجهت سوق رأس المال في الفترات السابقة لصدوره ولما كبت المتغيرات الاقتصادية العالمية والمحلية التي حدثت في تلك الفترة مثل انهيار الاتحاد السوفيتي وتفكك دول الكتلة الاشتراكية والتوجه نحو الرأسمالية ، بالإضافة إلى موجة الإصلاحات الاقتصادية التي كانت تسود مصر والاتجاه نحو السوق الحرة .

وفي عام ١٩٩٥م بدأت عمليات الخصخصة وبيع بعض شركات القطاع العام في مصر وتسارعت عمليات الخصخصة في عام ١٩٩٦م مما اثر ايجابيا على حركة البورصة ، وأدى نجاح البورصة المصرية في ذلك الوقت إلى قيام مؤسسة التمويل الدولية International Finance Corporation (IFC) بإصدار مؤشرين خاصين لمصر ، كما تم تفعيل دور شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي MCSD ، كما تم إجازة التعامل على أي عدد من الأوراق المالية وتعديل طريقة حساب كل من سعري التداول والإقفال ليتم حسابهما وفقا لمتوسط الأسعار مرجحا بالكميات على ألا يقل عددها عن مائة ورقة.

وبعدها استمرت البورصة المصرية بحالة ازدهار وصعود وذلك حتى عام ١٦٨٢٠٠٠ حيث شهدت البورصة المصرية حالة هبوط حاد وهبطت مؤشرات البورصة لانخفاض أسعار الأسهم الأكثر نشاطا وتداولاً ، وفي هذا العام صدرت بعض التشريعات والقرارات من أجل تحديث البنية الأساسية لسوق الأوراق المالية في مصر منها :

- قرارات وزير الاقتصاد الخاصة بتفعيل سوق السندات في مصر
- إصدار القانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ والخاص بالإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية
- إصدار المذكرة التفسيرية لقانون سوق المال الجديد .

وفي عام ٢٠٠٣ ١٦٩

- أصدرت البورصة المصرية في ٢-٢-٢٠٠٣ مؤشر CASE30 للتعامل به بدلاً من المؤشرين السابقين CASE50price index و CASE50 total exchange index
- بدأت البورصة في استخدام الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية ISIN في ٢٦ يناير ٢٠٠٣

تم اختيار بورصة الأوراق المالية المصرية كبورصة أوراق مالية مسجلة بالخارج في ١٦ أبريل ٢٠٠٣ .

في عام ٢٠٠٦ :

- حدثت موجة تصحيحية ١٧٠ حادة في البورصة المصرية في النصف الأول من عام ٢٠٠٦ مما ترتب عليه خسارة الكثير من المساهمين بعد الصعود القوي الذي كان في مؤشرات البورصة المصرية خلال عامي ٢٠٠٤ و ٢٠٠٥
- كان أكثر من ٦٠% من المتعاملين في البورصة عام ٢٠٠٦ من المستثمرين الصغار المستقلين مما ساعد في دفع السوق نحو العشوائية في التعامل ومن ثم أدى ذلك لاتخاذهم قرارات الشراء والبيع في توقيتات غير مناسبة وبالتالي حدوث تذبذبات شديدة في الأسعار في البورصة كان نتيجته الهبوط السريع الحاد في مؤشرات البورصة.

في عام ٢٠٠٧ :

- مع بداية هذا العام بدأ العمل بالمعايير الدولية للمحاسبة في مصر من أجل توحيد المفاهيم والمعايير التي يتم بها إعداد المراكز المالية والحسابات الختامية للشركات المقيدة بالبورصة ١٧١ ، كما تم التوقيع على عدد من مذكرات التفاهم بين البورصة المصرية والبورصات العالمية منها اتفاقية مع بورصة كوبا KRX واتفاقية مع بورصة شنغهاي .

كما تم إصدار معايير جديدة لتصنيف القطاعات وتدشين أول مؤشرات قطاعية في البورصة المصرية .

^{١٦٨} البنك المركزي المصري ،المجلة الاقتصادية ،المجلد الواحد والاربعون ،العدد الثاني ٢٠٠١/٢٠٠٠ ص ص ٢٢،٢٦ .

^{١٦٩} إنجازات البورصة المصرية في عام ٢٠٠٣ – بورصتي القاهرة والإسكندرية www.egyptse.com

^{١٧٠} عصام خليفة، دور صناديق الاستثمار في دعم البورصة المصرية - مرجع سابق – القاهرة ص ١٦

^{١٧١} Cairo & Alexandria Stock Exchanges, 2007 Handbook

عام ٢٠٠٨:

مثل عام ٢٠٠٨ عاماً عصيباً على الاقتصاد العالمي بشكل عام حيث استهل العالم العام بأزمة حادة في الغذاء واجهت الاقتصاديات النامية والمتطورة، واختتم العالم العام بأزمة مالية تعتبر واحدة من أسوأ الأزمات في التاريخ الاقتصادي المعاصر وقد تأثر الاقتصاد المصري كغيره من الاقتصاديات العالمية بالأزمة المالية حيث أنهى السوق العام على خسائر بلغت ٥٦% .

ويمكن لنا أن نقسم هذا التراجع إلى مرحلتين أساسيتين المرحلة الأولى عند انتشار إشاعة فرض ضرائب على تعاملات البورصة مما جعل السوق يتراجع بأكثر من ٣٠% خلال أسابيع معدودة ، وعندما عاود الصعود مرة أخرى اصطدم بالأزمة المالية العالمية والتي فقد السوق منذ بدايتها في منتصف سبتمبر نحو ٤٢% لتقضي الأزميتين على المكاسب التي حققها السوق خلال الأربع شهور الأولى من العام .

على الرغم من الآثار السلبية التي حملتها الأزميتين على البورصة المصرية إلا أنها استطاعت تحقيق بعض الانجازات منها:

إضافة ٢٧ شركة جديدة إلى قائمة الأسهم المسموح لها بالتداول دون التقيد بالحدود السعرية .

إصدار بنك "بي إن بي باريبا " أول صندوق مؤشرات على أحد مؤشرات السوق المصرية وتداول وثاقه ببورصة يورونكس بيلريس.

إطلاق نظام "X- Stream" للتداول في البورصة المصرية وهو من أحدث أنظمة التداول في العالم .

عام ٢٠٠٩:

استمرت الأزمة المالية العالمية مرخيتاً بظلالها على الاقتصاد المصري مؤثراً فيه سلباً ولكن استطاع الاقتصاد المصري المصري أن يحقق أداء أفضل مما كان متوقع له في عام ٢٠٠٩ حيث سجل نمواً بنحو ٤.٧% خلال عام ٢٠٠٩/٢٠٠٨ ، وهو أحد أفضل معدلات النمو التي تحقق بين الدول المشابهة وهو ما دعا مؤسسة (ميرل لينش) لأن تصنف الاقتصاد المصري على أنه "ملاذ آمن للاستثمارات في خضم الأزمة".

كما تم تدشين مؤشر EGX100 بالإضافة إلى مؤشر EGX70 كما تم تعديل اسم مؤ شره CASE 30 ليصبح EGX30 وبدء حساب هذا المؤشر بالدولار.

وكانت من أبرز المؤشرات التي شهدت تحسناً واضحاً خلال عام 2009 هو معدل التضخم الذي تراجع بشكل ملحوظ، ليصل إلى نحو 9% خلال شهر أغسطس وإن كان قد عاود الارتفاع مرة أخرى ليتعدى حاجز 10 %، وقد مكن ذلك التحسن البنك المركزي من تخفيض سعر عائد الإيداع والإقراض لليلة واحدة لست مرات متتالية خلال عام 2009 لتصل إلى 8.25% للإيداع و 9.75% للإقراض.

شهدت مؤشرات البورصة اتجاهاً عاماً صعودياً خلال العام 2009 وذلك بالرغم من تداعيات الأزمة العالمية، حيث تراوح نمو المؤشرات الرئيسية ما بين ٣٣-٣٦% حيث سجل EGX30

ارتفاعاً بنحو 35 % وليسجل نحو 83% منذ أدنى مستوى له على مدار العام، بينما، سجل مؤشر EGX70 ارتفاعاً بنحو 33% أما مؤشر EGX100 فقد سجل ارتفاع بنحو 36% وقد بدأت المؤشرات العام بتراجع ملحوظ خلال شهر يناير كاستمرار لأثار الأزمة العالمية على أداء أسواق المال، ومع بداية شهر فبراير بدأ السوق في رحلة صعود قوية بعد أن بلغ أدنى مستوياته على مدار أربع سنوات تقريباً، واستمر السوق في الصعود بشكل ملحوظ حتى منتصف شهر يونيو والذي شهد حركة تصحيح استمرت حتى شهر يوليو، إلا أن السوق بدأ في الصعود مرة أخرى حتى استطاع مؤشر EGX30 كسر حاجز 7 آلاف نقطة في نهاية شهر سبتمبر مسجلاً أعلى مستوياته خلال 12 شهر تقريباً.

ومع بداية شهر نوفمبر دخل السوق في حركة تصحيحية وتزامن ذلك مع الإعلان عن أزمة دبي المالية، حيث تراجع السوق في أول جلسات العمل في أعقاب إجازة عيد الأضحى بنحو 9%، إلا أن السوق تمكن من الصمود وتجاوز الأزمة بشكل سريع، ليصعد بنحو 7% خلال شهر ديسمبر مغلقاً العام على صعود قوى يؤكد قوة سوق المال المصري وقدرته على مواجهة الصدمات.

ويمكن لنا أن نستعرض أهم مؤشرات البورصة من عام ٢٠٠٤ إلى عام ٢٠٠٩ كما يلي:

جدول رقم (٦) يوضح أهم مؤشرات سوق الأوراق المالية في مصر خلال الفترة من ٢٠٠٤ إلى ٢٠٠٩

مؤشر البورصة	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩
أولاً: إجمالي التداول						
كمية التداول (بالمليار)	٢.٤	٥.٣	٩.١	١٥.١	٢٥.٥	٣٦.٦
داخل المقصورة	١.٨	٤.٢	٧.٨	١١.٤	٢١.٩	٢٨.٦
خارج المقصورة	٠.٦	١.١	١.٣	٣.٧	٣.٦	٨.٠
قيمة التداول (بالمليار جنيه)	٤٢.٣	١٦٠.٦	٢٨٧.٠	٣٦٣.٠	٥٢٩.٦	٤٤٨.٢
داخل المقصورة	٣٦.١	١٥٠.٩	٢٧١.١	٣٢١.٥	٤٧٥.٩	٣٣٣.٥
خارج المقصورة	٦.٢	٩.٧	١٥.٩	٤١.٥	٥٣.٧	١١٤.٧
عدد العمليات (بالمليون)	١.٨	٤.٢	٦.٨	٩.٠	١٣.٥	١٤.٦
داخل المقصورة	١.٧	٤.٠	٦.٦	٨.٧	١٢.٨	١٣.٥
خارج المقصورة	٠.١	٠.٢	٠.٢	٠.٣	٠.٧	١.١
متوسط قيمة التداول اليومي (بالمليار جنيه)	١٧٠	٦٤٥	١.١٧٦	١.٤٨٨	١.٦٥٦	١.٨٢٢
داخل المقصورة	١٤٥	٦٠٦	١.١١١	١.٣١٨	١.٤٣٦	١.٣٥٦
خارج المقصورة	٢٥	٣٩	٦٥	١٧٠	٢٢٠	٤٦٦
معدل دوران السهم (%)**	١٤.٢	٣١.١	٤٨.٧	٣٨.٧	٢٧.٣	٤٩.٩
نصيب الأجانب غير العرب في إجمالي التداول (%)	٢٠.٥	١٦.٤	١٦.٦	١٩.٢	٢٠.٠	١٢.٧
نصيب العرب في إجمالي قيمة التداول (%)	٧.٠	١٣.٩	١٣.٦	١٢.٥	١٠.٠	٦.٣
عدد أيام التداول	٢٤٩	٢٤٩	٢٤٤	٢٤٤	٢٤٤	٢٤٩
ثانياً: أداء الشركات المقيدة						
عدد الشركات المقيدة	٧٩٥	٧٤٤	٥٩٥	٤٣٥	٣٧٣	٣٠٦
متوسط حجم الشركات (بالمليون جنيه)***	٢٩٤	٦١٣	٨٩٧	١.٧٦٦	١.٢٥٩	١.٦٣٣
عدد الشركات المتداولة	٥٠٣	٤٤١	٤٠٧	٣٣٧	٣٢٢	٢٨٩
نسبة الشركات المتداولة من إجمالي الشركات المقيدة (%)	٦٣	٥٩	٦٨	٧٧	٨٦	٩٤
رأس المال السوقي نهاية العام (بالمليار جنيه)****	٢٣٤	٤٥٦	٥٣٤	٧٦٨	٤٧٤	٥٠٠
رأس المال السوقي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي (%)	٤٣	٧٤	٧٢	٨٦	٤٦	٤٨
ثالثاً: أداء مؤشر البورصة						

١٢٢	١٤٦	١٠	٥١	٥٦-	٣٥	معدل التغير في مؤشر EGX30 مقوماً بالجنيه (%)
١٢٨	١٥٧	١١	٥٧	٥٦-	٣٦	معدل التغير في مؤشر EGX30 مقوماً بالدولار (%)
-	-	-	-	٥٢-	٣٣	معدل التغير في مؤشر EGX70 (%)
-	-	-	٥٢	٤٩-	٣٦	معدل التغير في مؤشر EGX100 (%)
١١٨	١٤٣	١١	٤٤	٥٦-	٣٥	معدل التغير في مؤشر DJ EGX Egypt Titans20 (%)
١٢٦	١٥٩	١٠	٥٢	٥٦-	٣٥	معدل التغير في مؤشر IFCI (%)
١١٨	١٥٥	١٥	٥٥	٥٤-	٣٣	معدل التغير في مؤشر MSCI (%)

بيانات التداول تشمل الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار

*بعد استبعاد الصفقات

**معدل دوران السهم = قيمة تداول الأسهم المقيدة / رأس المال السوقي في نهاية العام

***متوسط حجم الشركة / رأس المال السوقي في نهاية العام / عدد الشركات المقيدة

****رأس المال السوقي = عدد الأسهم المقيدة x سعر السهم السوقي في نهاية الفترة

الجدول مأخوذ من التقرير السنوي للبورصة المصرية عام ٢٠٠٩ ص ١٦

نلاحظ من خلال الجدول السابق التطور التاريخي السنوي لأهم مؤشرات سوق الأوراق المالية المصرية ونلاحظ أن عامي ٢٠٠٦ و ٢٠٠٨ شهدا انخفاض كبير في أداء البوصة مقومتاً بالمؤشرات على سبيل المثال نلاحظ الانخفاض الكبير لمؤشر **EGX30** وهو نفسه مؤشر Case30 في عام ٢٠٠٦ حيث انخفض من (١٤٦) إلى (١٠) كما شهد انخفاض حاد آخر عام ٢٠٠٨ من (٥١) إلى (-٥٦) والسبب الرئيسي لهذين الانخفاضين هو الأزمات المالية ففي عام ٢٠٠٦ كانت أزمة الخليج المالية ترمي بآثارها السلبية على معظم البورصات العربية بالإضافة إلى الحرب الإسرائيلية على لبنان وما خلفته من تخوف للمستثمرين، أما عام ٢٠٠٨ فهو العام الذي شهد امتداد الأزمة المالية العالمية إلى السوق المصرية وما رافقه من انخفاض في قيمة الأسهم المتداولة في السوق المصرية والذي انعكس سلباً على أداء مؤشرات البورصة المقومة بالأسهم. على الرغم من هذه الانخفاضات إلا أن كمية وقيمة التداول بالإضافة إلى عدد العمليات اليومية ومعدل دوران السهم لم تتأثر بهذه الانخفاضات.

٢-١ خصائص سوق الأوراق المالية في مصر^{١٧٢}

^{١٧٢} عبد الحليم شرف هاشم: *بورصتي الاستثمار في توجيه الاستثمارات في سوق الأوراق المالية في مصر في ظل آليات السوق*، رسالة دكتوراه في الاقتصاد أ. مصر، جامعة عين شمس، ٢٠٠٧، ص ١٤٧، ١٤٦.

لمزيد من التفاصيل : * خالد محمد يسرى الموازيني - البورصة في مصر ١٩٩٥ الخصائص - مؤشرات النجاح - مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار ١٩٩٦ - القاهرة
* محمد سويلم - إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية - كلية التجارة جامعة المنصورة ص ٢٩٠، ٢٩١.

تتسم بورصة الأوراق المالية في مصر بعدة سمات وصفات منها ما يعتبر ضعفا فيها وفي أدائها ومنا ما هو سمات خاصة ببورصة الأوراق المالية المصرية تتميزها عن غيرها من البورصات الأخرى وتعتبر سمات ايجابية تمكن السوق المصرية من جذب رؤوس الأموال والمستثمرين إليها:

ومن هذه السمات ما يلي :

- (١) لا تختلف القواعد المطبقة على الأوراق المالية حسب نوع الورقة المالية .
- (٢) لا تتم معظم الصفقات بدون دفع ويحتاج العميل إلى إيداع النقود أو الأوراق المالية قبل تنفيذ العملية وتم استحداث أسلوب الائتمان (ال شراء على الحساب) "Margin" إلا أن له مخاطره في ظل سوق ترتفع فيه نسبة عدم التأكد.
- (٣) يمكن شراء السندات الحكومية بنفس إجراءات الأوراق المالية الأخرى .
- (٤) تصدر بورصة القاهرة شهادة تفيد تغيير الملكية وتعتبر شهادة قانونية وتختلف تسجيل الأوراق المالية من شركة لأخرى .
- (٥) يمكن للأجانب حيازة الأوراق المالية ولا يوجد قيود للمستثمرين الأجانب في شراء أي قيمة أو نسبة مئوية من الأوراق المالية في أي شركة.
- (٦) يوجد نظام للمقاصة لعمليات تبادل الأوراق المالية.
- (٧) لا يوجد حد أدنى لفترة الاستثمار .
- (٨) تتصل بورصتي القاهرة والإسكندرية إلكترونيا عن طريق الحاسب الآلي وتقوم هيئة سوق المال بتنظيم القواعد التي تحكم الأطراف المتعاملة في البورصة.
- (٩) الأوراق المالية التي تحتاج لتسجيل هي الأوراق المالية التي تنمو عوائدها سريعا أو في حالة المالك الجديد الذي يرغب في حضور الاجتماع العام السنوي .

ومما يعد من نقاط الضعف في البورصة المصرية ما يلي:

- ١ - غياب دور مؤسسات مالية معاونة تعمل على زيادة حركة الأسواق المالية وتقوم على تدعيم الثقة فيه.
- ٢ - كثرة عدد الشركات المغلقة واقتصارها على التعامل في عملية البيع والشراء للأوراق المالية عن طريق سمسار واحد ، ويتم تنازل البائع لشخص محدد كمشتري دون طرح الأسهم للاكتتاب العام ، وتلجأ الشركات لذلك للحصول على المزايا الضريبية التي تمنح للشركات المقيدة بالبورصة ، إلا أن تلك الميزة قد ألغيت في قانون الضرائب الذي بدأ تطبيقه منذ عام ٢٠٠٥ .
- ٣ - تزايد الإحساس بعدم الكفاءة في إجراءات المحاسبة والمراجعة وفي توفير المعلومات عن حقيقة المراكز المالي للشركات أولا بأول وبدقة مما يترتب عليه ضعف ثقة المستثمر في السوق وفي الإصدارات بصفة عامة.
- ٤ - لا تتم عمليات البيع والشراء بالعملة التي يفضلها أطراف العملية حيث تتم عمليات بيع وشراء الأوراق المالية المحلية بالعملة المحلية وتتم عمليات بيع وشراء الأوراق المالية بالعملة الأجنبية .
- ٥ - تتأثر سوق الأوراق المالية في مصر بصورة كبيرة بالشائعات والأخبار مما يؤثر على قرارات البيع والشراء من قبل المستثمرين والمتعاملين الصغار لخوفهم من فقد رأس مالهم أو

ما حققوه من أرباح مهما كان صغيرا وهذه النقطة تعد من أقوى نقاط الضعف في البورصة المصرية ومن المتوقع أن تحد منها عمليات الحوكمة الجديدة.

٦ - كما تتأثر سوق الأوراق المالية في مصر بالاستثمارات الأجنبية وصناديق الاستثمار الأجنبية حيث أن الصناديق الأجنبية ذات خبرة كبيرة ممتدة في أسواق الأوراق المالية وأسواق المال عامة فهي تعمل بقوة وبسرعة مما يؤدي إلى إمكانية حدوث تذبذب في السوق ؛ حتى أن البعض يدخل إلى السوق مع دخول أو زيادة الاستثمارات الأجنبية والصناديق الأجنبية ويخرج من السوق معها حتى يستفيد من ارتفاع الأسعار الذي يحدثه دخولها وحتى لا يتأثر بانخفاض وتذبذب الأسعار إذا ما خرج جزء كبير منها وذلك للاستفادة بخبرة تلك الصناديق (يعمل في ظلها) و يكمن الخطر من تلك الصناديق في :

- أن العوائد منها غالباً ما يحول إلى خارج مصر ومن ثم يؤثر بالسلب على اقتصاد مصر .
- أن لديها الخبرة الكافية لجني الأرباح من السوق مما يؤثر على أرباح الصناديق والمستثمرين المصريين (حيث أن مكسب مستثمر يعني خسارة مستثمر آخر).
- إذا ما انسحبت هذه الصناديق أو الاستثمارات الأجنبية بصورة مفاجئة أو سريعة أو كبيرة من البورصة المصرية يؤثر سلبي على حركة التداول كما يخلق أزمة زيادة في العرض الذي لا يقابله طلب مماثل مما يؤدي بالأسعار إلى الانهيار أو على الأقل انخفاض كبير للسوق المصرية ، ولكن يمكن الحد من هذا التأثير بزيادة عدد صناديق الاستثمار وارتفاع حجم التداول من قبل المؤسسات المصرية والأفراد المصريين .

٣-١ مؤشرات سوق مصر للأوراق المالية

يعتبر المؤشر بشكل عام قيمة عددية يقاس بها التغيرات في الأسواق المالية ، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيرات عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق... الخ ، الأمر الذي يعكس بشيء من الواقعية اتجاه السوق.

ويمكن لنا تحديد أهم الفوائد التي يشتمل عليها لمؤشر بما يلي :

١. تلخيص وضع السوق ككل حيث يتكون المؤشر من شركات من كل القطاعات الاقتصادية ، ومن ثم فهو يوفر لنا طريقة سهلة لتقييم الأداء الاقتصادي بصورة كمية ، وكذلك أداء السوق ككل .
 ٢. السماح بإيجاد سوق ذاتية التنظيم : يتمكن المراجعون بسهولة من اكتشاف الفروق والاختلافات في السوق وتصحيحها للتحقق من دقة الأسعار .
 ٣. أداة للتسويق : يتمكن المستثمرون الدوليون من مقارنة أداء مؤشر البورصة بمؤشرات أخرى في أي مكان في العالم ، وتؤدي النتيجة الصحيحة إلى رفع الوعي العام وزيادة الاستثمارات الأجنبية في البورصة .
- ومن أهم المؤشرات المتعامل بها في السوق المصرية هي :

١-٣-١ مؤشر هيئة سوق المال

The Capital Market Authority Index (CMAI)

وبدأ العمل بهذا المؤشر في الثاني من يناير من عام ١٩٩٢ ، ويترج به كل ١ لأسهم المقيدة في البورصة مرجحة بوزنها النسبي في السوق (مرجحة برأس مالها السوقي) ، إلا أن هذا المؤشر يعتبر مؤشر مضلل حيث أن نسبة كبيرة جدا من الشركات المقيدة في البورصة هي شركات مغلقة ولا يتم التداول عليها فأخذها في الحسبان يعطى مؤشرا غير حقيقيا لما يحدث في البورصة .

٢ ٣ ١ مؤشر بورصتي القاهرة والإسكندرية

Cairo& Alexandria Stock Exchanges Index (CASE30)

بدأ العمل بالمؤشر في ١ يناير ١٩٩٨ بقيمة ١٠٠٠ وبدأ نشره في ١ فبراير ٢٠٠٣ نتيجة لأنه قد تم احتسابه بأثر رجعي لمدة خمس سنوات وقد صدر المؤشر بدلا من مؤشرين آخرين هما CASE50 لإجمالي العائد وCASE50 للسعر والذي بدأ العمل بهما في ١ يناير ٢٠٠٣ وتوقف العمل بهما في ٣١ يناير ٢٠٠٣

ولـ CASE30 بعض المقاييس الأساسية المستخدمة وهي :

- تصنيف جميع الشركات التي تم تداول أسهمها خلال الستة أشهر الأخيرة حسب إجمالي القيمة المتداولة لكل شركة واختيار ثلاثون شركة هم الأكثر نشاطا
- تعتبر السيولة من أهم معايير اختيار الشركات التي يتألف منها المؤشر، حيث يتم اختيار أعلى ثلاثون شركة من القائمة سيولة ونشاط على أن تكون الشركة قد تم تداول أسهمها في خمسين بالمائة من عدد أيام التداول خلال الستة أشهر الأخيرة أي لمدة ٦٠ يوم على الأقل $\{ (١٢٠ \div ٦ \times ٤ \times ٥) \}$
- يرجح المؤشر برأس المال السوقي المعدل لكل شركة في المؤشر بعد أخذ الأسهم حرة التداول Free Float في الحساب برأس مال السوق
- يشتمل فقط على الأسهم المدفوعة بالكامل
- يجب ألا تقل نسبة التداول الحر عن ١٥% كحد أدنى للشركات المدرجة في المؤشر ويتم مراجعة نسب التداول الحر بواسطة إدارة الإفصاح في البورصة
- يتفادى التركيز على صناعة بعينها
- يستبعد المؤشر الملكية المزدوجة Cross Holding بين الشركات والتي تصل إلى ٣٠% أو أكثر عند اختيار الثلاثون شركة
- تتم مراجعة المؤشر مرتان سنويا (آخر يناير وآخر يوليو) لإجراء التعديلات والاستبعادات والإضافات من الشركات.

وتجدر الإشارة أن الباحث استخدم مؤشر Case30 للتعبير عن أداء السوق المصرية خلال فترة الدراسة.

٢ ٣ ١ مؤشر مجموعة هيرمس المالية (HFI) Hermes Financial Index

وقد بدأ العمل به في الثاني من يناير من عام ١٩٩٣ ، ويرصد المؤشر عددا من الشركات النشطة في السوق ويتم تعديل المؤشر كل ثلاثة أشهر وهو مؤشر مرجح برأس المال السوقي

١ ٣ ٤ مؤشر المجموعة المالية المصرية

Egyptian Financial Group (EFGI)

وقد بدأ العمل به في ٢ يناير ١٩٩٣ ويتم مراجعة المؤشر كل ثلاثة أشهر بالإضافة لمؤشر مؤشر مؤسسة التمويل الدولية IFC و مؤشر البنك الأهلي المصري وغيرها من المؤشرات الأخرى التي يمكن لها أن تقيس أداء السوق.

المبحث الثاني :صناديق الاستثمار في مصر

تعتبر صناديق الاستثمار واحدة من الأدوات المالية الهادفة إلى جذب مدخرات الأفراد والمؤسسات وتحويلها إلى سوق الأوراق المالية وقد لاقت هذه الصناديق رواجاً كبيراً وذلك بتلبيةها لكثير من رغبات المدخرين .

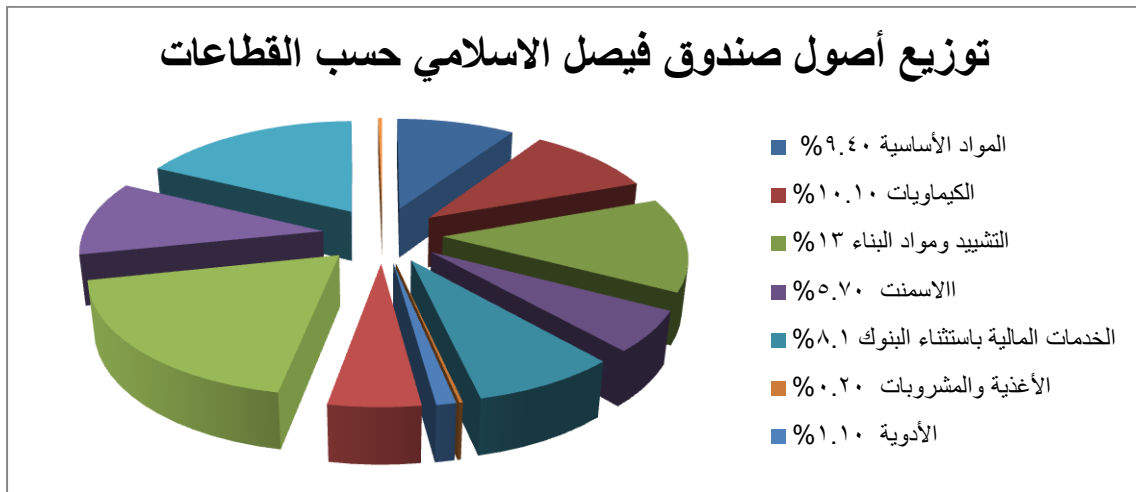
وتعتبر صناديق الاستثمار حديثة العهد في جمهورية مصر العربية فقد أجاز قانون سوق المال رقم "٩٥" لعام ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية الصادرة عن وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣م إنشاء صناديق الاستثمار كإحدى الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية (وذلك في المادة ٢٧ فقرة "هـ" بالقانون والمادة ١٢ أيضاً في الفقرة "هـ" باللائحة) بالإضافة إلى القواعد المنظمة لعمل تلك الصناديق في المواد "٣٥-٤١" بالقانون والمواد "١٤٠-١٨٣" في اللائحة .

٢-١ مزايا صناديق الاستثمار في مصر

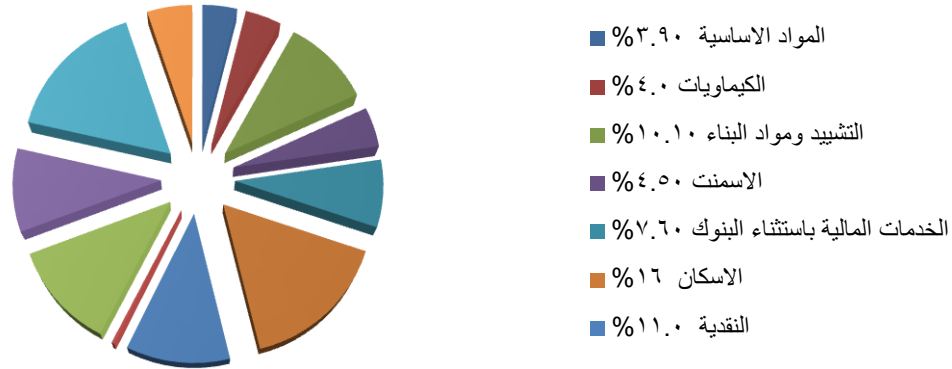
لقد جاء إنشاء صناديق الاستثمار في مصر تلبية لحاجات ورغبات الكثير من المستثمرين والمدخرين بالإضافة لحاجة السوق المصرية لمحركات لهذه السوق وقد اقترحت هذه الصناديق كواحدة من الأدوات المالية التي ساعدت في توجيه كتلة لا بأس بها من المدخرات من أيدي المدخرين إلى سوق الأوراق المالية ويمكن لنا القول أن صناديق الاستثمار في مصر تحقق المزايا العامة لصناديق الاستثمار بالإضافة إلى بعض المزايا الخاصة التي تتماشى مع الهدف التي تسعى إليه :

أولاً : التنوع : إن تنوع الأوراق المالية التي تستثمر بها صناديق الاستثمار يُعدُّ من العوامل الأساسية التي تدفع المستثمرين إلى اقتناء وثائق الاستثمار الصادرة عن هذه الصناديق، والصناديق الاستثمارية تعمل على تنوع الأوراق المالية التي تقتنيها من جهة "أسهم، سندات قصيرة وطويلة الأجل،" بالإضافة إلى تنوع الاستثمارات حسب القطاعات المختلفة

شكل رقم (١٢-١٤) يوضحان توزيع أصول كل من صندوق فيصل الإسلامي وصندوق كريدي اجريكول الأول وذلك حسب القطاعات



توزيع أصول صندوق كريدي اجريكول الأول حسب القطاعات



المصدر: من إعداد الباحث بعد الاطلاع على مكونات محفظة كلا الصندوقين وذلك في نهاية ٢٠٠٩

بالنظر إلى الشكلين السابقين نجد أن كلا الصندوقين يعتمد منهج التنوع في استثماراته بهدف تقليل المخاطر كما نجد أن الحصة القطاعية الأكبر لكلا الصندوقين ذهبت إلى قطاع الإسكان والغاز والبترول والتشييد والأعمار وتعتبر هذه القطاعات من القطاعات الأكثر ربحية في جمهورية مصر العربية، كما نلاحظ إجماع صندوق فيصل الإسلامي عن الاستثمار في قطاع البنوك التقليدية بينما نلاحظ ارتفاع نسبة استثمارات صندوق كريدي والتي وصلت إلى ١١.٧% ويعود سبب ارتفاع نسبة استثمار بنك كريدي في قطاع البنوك إلى العوائد المجزية التي يحققها هذا القطاع بينما يعود إجماع صندوق بنك فيصل عن الاستثمار في هذا القطاع هو تعامل هذا القطاع بالفائدة والذي يعتبر مخالف لمبادئ الشريعة الإسلامية التي ينتهجها هذا الصندوق في تعاملاته .

ثانياً: الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة : إذا نظرنا إلى صناديق الاستثمار في مصر نجد معظمها قد تم تأسيسه من قبل البنوك يليها شركات التأمين وهذا يعني توفر عامل الخبرة والوعي المالي لدى الجهات القائمة على تأسيس هذه الصناديق ، بالإضافة إلى قيام هذه الجهات المؤسسة بإيكال مهمة إدارة هذه الصناديق أيضاً إلى جهات متخصصة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار والتي وصل عددها في نهاية عام ٢٠٠٩ في جمهورية مصر العربية إلى ١٣ شركة إدارة .

ثالثاً: الملائمة والمرونة: في نهاية عام ٢٠٠٩ بلغ عدد صناديق الاستثمار في مصر ٥٩ صندوقاً تتوزع بين أنواع متعددة من الصناديق لتلائم رغبات المستثمرين، فالمستثمر القادر على تحمل مخاطرة أكبر، ويأمل بتعظيم القيمة السوقية لمقتنياته يتجه نحو صناديق النمو الرأسمالي، في حين أن المستثمر المحافظ يلجأ لصناديق الدخل الثابت، والجدول التالي يوضح الأنواع المختلفة من صناديق الاستثمار العاملة في السوق المصرية في نهاية عام ٢٠٠٩ .

الجدول رقم (٧) أنواع صناديق الاستثمار العاملة في مصر

نوع الصندوق	مفتوح متوازن	مفتوح أسهم	مفتوح دخل ثابت	مفتوح إسلامي	ضمان رأسمالي	تحديد أصول	مغلق	حماية رأس المال	عملات	صندوق الصناديق
العدد	٦	٢٠	١٦	٦	١	٢	٣	١	٢	٢

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بعد الاطلاع على الكتاب السنوي لبورصتي القاهرة والإسكندرية .

نلاحظ من خلال الجدول السابق التفوق العددي بالنسبة لصناديق الاستثمار التقليدية على نظيراتها الإسلامية حيث بلغ عدد الصناديق التقليدية مجتمعاً ٥٣ صندوق تنوعت بين أسهم ودخل ثابت ومتوازنة ومغلقة وغيرها من أنواع الصناديق التقليدية بينما لم يتجاوز عدد صناديق الاستثمار الإسلامية ٦ صناديق .

إضافة للمزايا السابقة التي تتمتع بها صناديق الاستثمار فإنه لكل صندوق مزايا خاصة تميزه عن غيره وهذه المزايا تتعلق برسوم الاكتتاب، والاسترداد، والحد الأدنى لعدد الوثائق المسموح الاكتتاب بها وبعض الإجراءات الأخرى. والجدول التالي بين لنا صناديق الاستثمار العاملة في جمهورية مصر العربية وذلك حتى نهاية ٢٠٠٩.

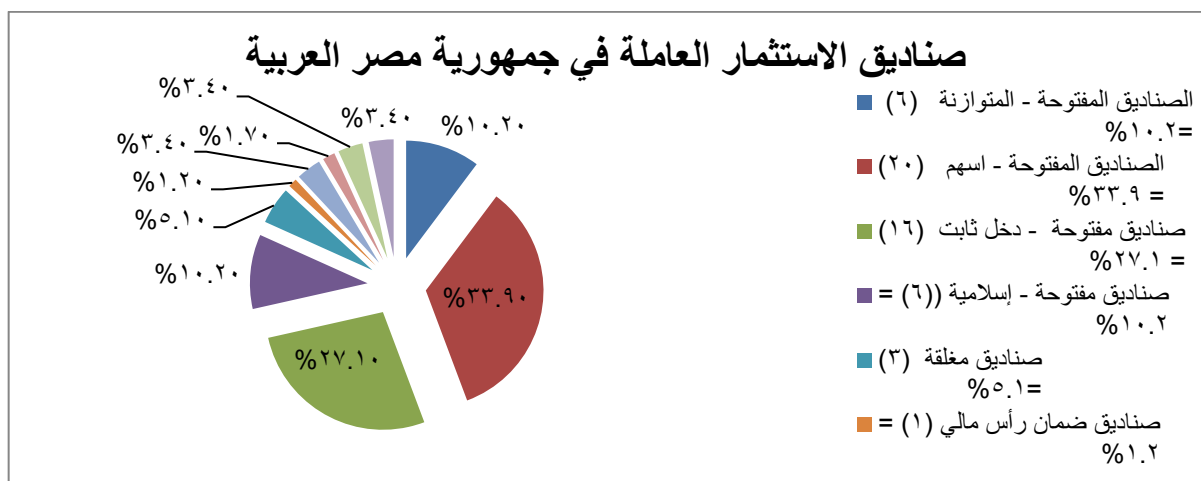
جدول رقم (٨) يوضح صناديق الاستثمار العاملة في مصر مع تحديد كل من مدير استثمارها وتاريخ بدأ نشاطها

اسم الصندوق	مدير الصندوق	تاريخ بدأ النشاط
الصناديق المفتوحة - المتوازنة		
بنك مصر - الأول	كونكورد للاستثمارات العالمية	فبراير ١٩٩٥
البنك الأهلي المصري - الثاني	الأهلي لإدارة صناديق الاستثمار	أكتوبر ١٩٩٥
البنك الأهلي المصري - الثالث	اتش سي للأوراق المالية والاستثمار	أغسطس ٢٠٠٥
البنك الوطني المصري	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	أغسطس ٢٠٠٦
البنك الأهلي المصري - الخامس	الأهلي لإدارة صناديق الاستثمار	مايو ٢٠٠٧
البنك الرئيسي للتنمية والائتمان الزراعي (الماسي)	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	أبريل ٢٠٠٨
الصناديق المفتوحة - الأسهم		
البنك الأهلي المصري - الأول	الأهلي لإدارة صناديق الاستثمار	سبتمبر ١٩٩٤
بنك كريدي أجريكول مصر - الأول	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	أكتوبر ١٩٩٤
بنك الإسكندرية - الأول	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	ديسمبر ١٩٩٤
المجموعة العربية المصرية للتأمين	برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار	أغسطس ١٩٩٥
بنك مصر - الثاني	كونكورد للاستثمارات العالمية	سبتمبر ١٩٩٥
بنك القاهرة	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	نوفمبر ١٩٩٥
البنك المصري لتنمية الصادرات - الأول (الخبير)	اتش سي للأوراق المالية والاستثمار	أكتوبر ١٩٩٦
بنك قناة السويس - الأول	اتش سي للأوراق المالية والاستثمار	ديسمبر ١٩٩٦
بنك كريدي أجريكول مصر - الثاني	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	أبريل ١٩٩٧
البنك المصري الخليجي	هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	مايو ١٩٩٧
بنك مصر - الثالث	اتش سي للأوراق المالية والاستثمار	ديسمبر ١٩٩٧
صندوق استثمار شيلد	العربية الأفريقية لإدارة الاستثمارات	فبراير ١٩٩٨
بنك مصر إيران للتنمية - الأول	اتش سي للأوراق المالية والاستثمار	يوليو ١٩٩٨
البنك التجاري الدولي - الثاني (استثمار)	سي اي استس منجمنت	أبريل ٢٠٠٦
بنك بيريس - مصر (الأول)	فونيكس كاتو استس منجمنت	أبريل ٢٠٠٨
بنك التعمير والاسكان (التعمير)	برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار	يوليو ٢٠٠٨
بنك المؤسسة العربية المصرفية	دلتا رسمة لإدارة صناديق الاستثمار	أغسطس ٢٠٠٨
بنك قناة السويس الثاني (الأجيال)	بلوتون لإدارة صناديق الاستثمار	أكتوبر ٢٠٠٨
بنك بلوم	برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار	يوليو ٢٠٠٩
صندوق فاروس الأول	فاروس لتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية	يوليو ٢٠٠٩
الصناديق المفتوحة - الدخل الثابت		
صندوق الرابع	برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار	فبراير ١٩٩٩
بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث	المجموعة المصرية لإدارة صناديق الاستثمار	يوليو ١٩٩٩
بنك مصر النقدي	بلتون لإدارة صناديق الاستثمار	أغسطس ٢٠٠٤
البنك التجاري الدولي - الأول (أصول)	سي اي استس منجمنت	أبريل ٢٠٠٥
بنك مصر إيران للتنمية - الثاني	اتش سي للأوراق المالية والاستثمار	يوليو ٢٠٠٥
بنك الإسكندرية - الثاني	المجموعة المالية هيرمس	مايو ٢٠٠٦
البنك الأهلي المصري - الرابع	الأهلي لإدارة صناديق الاستثمار	يوليو ٢٠٠٦
البنك الأهلي سوسيتيه جنرال (ثمار)	المجموعة المالية هيرمس	أكتوبر ٢٠٠٦
البنك المصري لتنمية الصادرات - الثاني	دلتا رسمة لإدارة صناديق الاستثمار	نوفمبر ٢٠٠٦
بنك المؤسسة العربية المصرية (مزايا)	بلتون لإدارة صناديق الاستثمار	مارس ٢٠٠٩

صندوق بنك HSBC (كل يوم)	بلتون لإدارة صناديق الاستثمار	أبريل ٢٠٠٩
صندوق البنك العربي الأفريقي الدولي (جمان)	العربي الأفريقي لإدارة صناديق الاستثمار	أبريل ٢٠٠٩
بنك بيريس - مصر (الثاني)	فونيكس كاتو استس مانجمنت	مايو ٢٠٠٩
صندوق بنك عودة	المجموعة المالية هيرمس	مايو ٢٠٠٩
بنك القاهرة الثاني	بلتون لإدارة صناديق الاستثمار	أغسطس ٢٠٠٩
بنك بلوم - الثاني	سي أي كابيتال استس مانجمنت	سبتمبر ٢٠٠٩
الصناديق المفتوحة - الإسلامية		
بنك فيصل الإسلامي المصري	المجموعة المالية هيرمس	ديسمبر ٢٠٠٤
بنك التمويل المصري السعودي	المجموعة المالية هيرمس	مايو ٢٠٠٦
بنك فيصل الإسلامي المصري - البنك التجاري الدولي (الأمان)	سي أي استس منجمنت	أكتوبر ٢٠٠٦
بنك مصر - الرابع	اتش سي للأوراق المالية والاستثمار	أكتوبر ٢٠٠٦
صندوق سنابل	برايم انفستمننتس لإدارة صناديق الاستثمار	فبراير ٢٠٠٧
بنك التمويل المصري السعودي - البنك الأهلي المصري (بشائر)	الأهلية لإدارة صناديق الاستثمار	فبراير ٢٠٠٨
الصناديق المغلقة		
أورينت تراست	الشركة المصرية للاستثمار والأعمال المالية	يناير ١٩٩٧
مصر لصندوق الاستثمار المباشر	الأهلية للتنمية والاستثمار	يوليو ١٩٩٩
العقاري العربي المباشر	برايم انفستمننتس لإدارة صناديق الاستثمار	فبراير ٢٠٠٠
صناديق ضمان رأس المال		
بنك مصر (صندوق العمر)	القاهرة لإدارة صناديق الاستثمار	أكتوبر ٢٠٠٣
صناديق تحديد الأصول		
بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الأول	برايم انفستمننتس لإدارة صناديق الاستثمار	يونيو ١٩٩٦
بنك الشركة المصرفية العربية الدولية - الثاني	برايم انفستمننتس لإدارة صناديق الاستثمار	أكتوبر ١٩٩٧
صناديق حماية رأس المال		
صندوق بنك HSBC- الثاني	المجموعة المالية هيرمس	فبراير ٢٠٠٨
صناديق استثمار بالعملة الأجنبية		
بنك مصر للسيولة (بالدولار)	بلتون لإدارة صناديق الاستثمار	يونيو ٢٠٠٧
بنك مصر للسيولة (باليورو)	بلتون لإدارة صناديق الاستثمار	يونيو ٢٠٠٧
صندوق الصناديق		
بنك مصر إيران للتنمية - الثالث (وافي)	الرشاد لإدارة صناديق الاستثمار	مايو ٢٠٠٩
البنك الأهلي المصري - السادس	الرشاد لإدارة صناديق الاستثمار	مايو ٢٠٠٩

المصدر: من إعداد الباحث بعد الاطلاع على الكتاب السنوي الصادر عن بورصتي القاهرة والإسكندرية

شكل رقم (١٤) يوضح نسبة نوع من أنواع صناديق الاستثمار العاملة في مصر من إجمالي عدد الصناديق



المصدر: الشكل من إعداد الباحث بعد الاطلاع على التقرير السنوي لبورصتي القاهرة والإسكندرية لعام

٢٠٠٩

يتضح من الشكل السابق أن صناديق الاستثمار الإسلامية العاملة في جمهورية مصر العربية تشكل حوالي ١٠.٢% من إجمالي عدد الصناديق فقط بينما تمثل صناديق الأسهم المفتوحة النسبة الأكبر من عدد الصناديق والتي بلغت ٣٣.٩% تلتها صناديق الدخل الثابت المفتوحة بنسبة ٢٧.١%.

٢-٢ خصائص صناديق الاستثمار في مصر^{١٧٣}

نظمت اللائحة التنفيذية الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم (١٣٥) لسنة ١٩٩٣ أحكام عمل صناديق الاستثمار من حيث الشكل القانوني والغرض من الإنشاء وتعاملات الصندوق ورأس ماله والاكتتاب به وضوابط استثمار أموال الصندوق ووثائقه ومدة الصندوق ومدير الصندوق ، وفيما يلي إيجاز عن ذلك .

٢-٢-٢ ١ فيما يتعلق بالشكل القانوني

قام قانون رأس المال لعام ١٩٩٢ واللائحة التنظيمية المنبثقة عنه عام ١٩٩٣ بتحديد الشكل القانوني لصناديق الاستثمار المغلقة بأن تتخذ شكل شركات مساهمة على أن تكون أغلبية أعضاء مجلس إدارته من غير المساهمين فيه أو من المتعاقدين أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة وذلك بهدف زيادة ثقة المتعاملين بوثائق هذه الصناديق ، أما صناديق الاستثمار المفتوحة فلم يحدد لها شكل قانوني

٢-٢-٢ ٢ فيما يتعلق بالغرض من إنشاء الصندوق^{١٧٤}

نصت المادة ١٤٠ من اللائحة التنفيذية على الهدف من إنشاء الصناديق والحدود والأوضاع التي يتم بشأنها عملية استثمار المدخرات في الأوراق المالية، حيث أشارت في فقرتها الأولى إلى "تهدف صناديق الاستثمار إلى استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية ولا يجوز لها مزاوله أية أعمال مصرفية وعلى وجه خاص إقراض الغير أو ضمانه أو المضاربة في العملات أو المعادن النفيسة". وبالنظر إلى المادة ١٤٠ من اللائحة التنفيذية يرى الباحث أن المشرّع حدد الهدف من إنشاء صناديق الاستثمار في تعبئة مدخرات المواطنين بهدف استثمارها في الأوراق المالية بالنيابة عنهم وذلك بأفضل الطرق المتاحة بما يعظم العائد ويقلل المخاطر، ومنع المشرّع هذه الصناديق من مزاوله أي أنشطة مصرفية، أو ما شابه ذلك إلا بموافقة مجلس إدارة الهيئة وفي هذا الصدد يرى الباحث أنّ حصر نشاط الصناديق بالاستثمار في الأوراق المالية يخدم السوق المالية من خلال تنشيط التعامل على الأوراق المالية المتداولة فيها، وكذلك يحول دون تحول صناديق الاستثمار إلى ما يشبه جامعي الأموال ، ولكن هذا لا يمنع من قيام الصناديق الاستثمارية باستثمارات مباشرة تؤدي إلى زيادة حقيقة في الناتج القومي الإجمالي وهذا ما جسده صناديق الاستثمار الإسلامية في العديد من الدول ولكن في

^{١٧٣} الوقائع المصرية العدد (١) الصادر في ١ يناير ١٩٩٧.
صناديق الاستثمار في مصر "النشأة، العائد" مركز معلومات رئاسة مجلس الوزراء - مركز تنمية الأعمال والتكنولوجيا - دراسة غير منشورة - أبريل ١٩٩٧

^{١٧٤} زهرة، شادي: صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية "دراسة التجربة المصرية وإمكانية الاستفادة منها في سورية، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، سوريا، دمشق، جامعة دمشق، ٢٠١٠، ص ٨٢.

مصر لم تتطرق الصناديق الإسلامية إلى القيام بأنشطة أو استثمارات حقيقية بل اكتفت بالتعامل بالأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في بعض استثماراتها والذي أعطاهها مصداقية كبيرة من خلال الاعتماد على استثمارات حقيقية .

٣-٢-٢ فيما يتعلق بالتعاملات التي للصندوق أن يقوم بها

لقد وضع قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية ضوابط ومحاذير بهدف حماية العملاء، وضمان حقوقهم وهي:

١. لا يجوز للصندوق مزاوله أية أعمال مصرفية وعلى وجه الخصوص إقراض الآخرين أو ضمانهم أو المضاربة في العملات والمعادن النفيسة.
٢. لا يجوز للصندوق مزاوله أي نشاط آخر إلا بترخيص من البورصة.
٣. لا يجوز الاقتراض من الآخرين بما يتجاوز ١٠% من قيمة وثائق الاستثمار القائمة إلا بشرط محدد مسبقاً.
٤. أوكل المشرع إدارة الصندوق لمجلس إدارة لا يرتبط أغلبية أعضائه بأية مصلحة تُجنى من تعاملاته.
٥. حتم القانون أن تكون الإدارة الفعلية، أو التنفيذية في يد شركة أو جهة متخصصة ذات خبرة في إدارة صناديق الاستثمار.
٦. حددت اللائحة التنفيذية أحكاماً خاصة بشأن مدير الاستثمار تحدد حقوقه وواجباته، وخبرته، وكفاءته، والتزاماته، والمحظورات عليه.
٧. استوجب المشرع مراجعة حسابات الصندوق من قبل مراقبين للحسابات يُختاران من بين العتيدين في سجل مراقبي الحسابات ، وبمعرفة هيئة سوق المال والجهاز المركزي للمحاسبة.
٨. اهتم المشرع ببيانات نشرات الاكتتاب في وثائق استثمار الصناديق وحظر تعديلها إلا بعد موافقة حملة هذه الوثائق.
٩. أوجب المشرع على الصندوق الاحتفاظ في خزائنه بنسبة كافية من السيولة النقدية لمواجهة طلبات الاسترداد لقيمة وثائق الاستثمار وفقاً لشروط الاسترداد.
١٠. حظر المشرع على الصندوق رد قيمة الوثائق، أو توزيع العائد بالمخالفة لشروط الإصدار^{١٧٥}.

١٧٥ صقر، عطية عبد الحليم : **الإطار القانوني لصناديق الاستثمار**، ندوة صناديق الاستثمار في مصر : الواقع والمستقبل " الإطار القانوني لصناديق الاستثمار ، القاهرة ، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ، جامعة الأزهر ، الجزء الثاني، المحور الخامس، ١٩٩٧، ص ٢٢٦، ٢٢٧.

• عبد السلام، أمال أحمد : **الإطار القانوني لصناديق الاستثمار**، ندوة صناديق الاستثمار في مصر : الواقع والمستقبل، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار ، القاهرة، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ، جامعة الأزهر ، الجزء الثاني، المحور الخامس، ١٩٩٧، ص ٢٤٩، ٢٥٠، ٢٥١.

٢-٢-٤ رأس مال الصندوق

قام القانون بتحديد الحد الأدنى لرأس مال الصندوق (خمسة ملايين) جنيها مدفوعة بالكامل مع فصل أموال الصندوق واستثماراته عن أموال البنك الذي قام بإنشاء الصندوق أو شركة التأمين التي قامت بذلك

٢-٢-٥ الاكتتاب العام

يجب على الصندوق نشر الدعوة للاكتتاب العام في وثائق الصندوق وفقا لنموذج تقوم الهيئة العامة لسوق المال بإعداده ويتم في النشرة تحديد البيانات الأساسية عن كل من الصندوق ووثيقة الصندوق والبنك المرخص له بتلقي طلبات الاكتتاب وطريقة توزيع الأرباح والسياسة الاستثمارية للصندوق ومدير الصندوق (يجب أن يكون مدير الصندوق شركة مساهمة مستقلة)^{١٧٦}

٢-٢-٦ ضوابط استثمار أموال الصندوق

وضع القانون بعض الضوابط على استثمار الصندوق لأمواله في الأوراق المالية كما يلي :

- لا تزيد نسبة ما يستثمره في شراء ورقة مالية مصرية لشركة معينة عن (١٠ %) من أمواله وبما لا يتجاوز (١٥ %) من أوراق تلك الشركة على أن تكون هذه الأوراق المالية مقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية ويستثنى من القيد الأوراق المالية التي تقوم الدولة بطرحها للاكتتاب العام وكذلك أسهم شركات قطاع الأعمال العام
- وفي حالة الاستثمار في أوراق مالية أجنبية يجب أن تكون تلك الأوراق مقيدة في أحد البورصات الدولية الخاضعة لإشراف أحد الجهات الحكومية
- يجوز للصندوق الاقتراض من الغير بما لا يجاوز (٦٠ %) من قيمة وثائق الاستثمار بشرط أن يكون القرض قصير الأجل وبموافقة البنك الذي يحتفظ فيه بالأوراق المالية التي يستثمر فيها أموال الصندوق ويتوجب على الصندوق عدم إتباع سياسة من شأنها الإضرار بحقوق أو مصالح حملة وثائق الاستثمار
- لا يجوز لهذه الصناديق استثمار أموالها في صناديق الاستثمار الأخرى المنشأة بنفس البنك أو شركات يساهم فيها البنك المنشئ للصندوق أو شركة التأمين المنشأة له

٢-٢-٧ وثائق الصندوق

- يقوم الصندوق بإصدار أوراق مالية في صورة وثائق استثمار اسمية موحدة القيمة مقابل أموال المستثمرين تعطى للمستثمرين حقوقا متساوية قبل الصندوق حيث يمتلك حائز الوثيقة حقا على المشاع في أصول وممتلكات الصندوق بمقدار ما يملكه من وثائق إلى مجموع الوثائق المصدرة
- يشترك حاملو الوثائق في الأرباح والخسائر كل بنسبة ما يملكه من وثائق من وثائق الصندوق

^{١٧٦} يحدد النظام الأساسي للصندوق الحد الأقصى للأموال التي يجوز الاكتتاب فيها وإصدار وثائق الاستثمار مقابلها بما لا يجاوز (١٠) أمثال رأس المال المدفوع لشركة الصندوق المغلق وعشون ضعفا بالنسبة للصناديق المفتوحة

- تحدد قيمة الوثيقة الواحدة من وثائق الصندوق بما لا يقل عن عشرة جنيهات ولا يزيد عن ألف جنيه وتدفع قيمة الوثائق نقدا
- لا يجوز إصدار وثائق عن حصص عينية أو معنوية أيا كان نوعها
- يجب على الصندوق الاحتفاظ بنسبة كافية من السيولة لا تقل عن (١٠%) من صافي أصول الصندوق لمواجهة طلبات استرداد قيمة وثائق الاستثمار وفقا لشروط الهيئة العامة لسوق المال بشأن الاسترداد
- لا يجوز تعديل البيانات الرئيسية لنشرة الاكتتاب في وثائق الاستثمار إلا بعد موافقة حملة الوثائق

٨-٢-٢ انقضاء الصندوق

- كان الصندوق ينقضي عمره إذا انخفض عدد وثائق الاستثمار إلى (٥٠%) من إجمالي عدد الوثائق المصدرة بسبب قيام المستثمرين باسترداد قيم وثائقهم إذا قرر أغلبية حملة الوثائق استمرار الصندوق في نشاطه في اجتماع تدعو إليه الشركة ويحضره ممثل الهيئة ولكن ينقضي أجل الصندوق حتما إذا انخفض عدد الوثائق عن (٢٥%) من إجمالي الوثائق المكتتب فيها ، إلا أنه قد حدث تعديل بتعليمات جديدة من هيئة سوق المال حيث أن الصندوق المفتوح يتم تصفيته ذاتيا ، ولكن يجب على مراقب الحسابات الإشارة في تقريره إلى و^{١٧٧} صول عدد الوثائق القائمة إلى (٢٥%) من الوثائق المصدرة

٩-٢-٢ مدير استثمار الصندوق

- ألزم قانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ صناديق الاستثمار بأن تعهد بإدارة نشاطها إلى جهة متخصصة ذات خبرة في مجال التعامل بالأوراق المالية تسمى مدير الاستثمار "Investment Manager" مع تحديد اسمه وخبراته في العقد المبرم بين الصندوق ومدير الاستثمار ، وضرورة الأخذ في الحسبان انه بالنسبة لصناديق البنوك وشركات التأمين تظل الجهة المنشأة للصندوق مسؤولة عن سوء أداء مدير الاستثمار . واشترط القانون أن يتخذ مدير الاستثمار شكل الشركة المساهمة برأس مال نقدي مدفوع بالكامل لا يقل عن مليون جنيه أو يكون جهة أجنبية متخصصة بشرط أن يتوفر فيها الكفاءة اللازمة لإدارة محفظة الأوراق المالية للصندوق ، وأنه في حال الترخيص للصندوق بالتعامل في القيم المنقولة فلمدير الاستثمار –بعد موافقة هيئة سوق المال – أن يعهد إلى جهة متخصصة لإدارة نشاط القيم المنقولة ويظل مدير الاستثمار مسؤولاً عنها . ويجب أن يحتفظ مدير الاستثمار بالدفاتر والسجلات المستقلة لكل صندوق يتولى إدارته وتلك التي تحددها هيئة سوق المال ، وضرورة توفير البيانات المطلوبة لها وأن يبذل مدير الاستثمار عناية الرجل الحريص The Prouder Man للحفاظ على أموال الصندوق وتجنب التضارب بين مصالح المساهمين وحملة الوثائق.

ويحظر على مدير الاستثمار كل ما هو محظور على الصندوق كما يحظر عليه أن يستخدم أموال الصندوق في تأسيس شركات جديدة أو شراء أوراق مالية غير مقيدة بالبورصة (عدا شركات قطاع الأعمال) أو شراء أوراق مالية لشركات نحت التأسيس أو في حالة إفلاس أو أوراق أجنبية غير مقيدة أو لا تخضع لإشراف الحكومة أو استثمار أموال

^{١٧٧} قانون سوق المال ،مرجع سابق ،المادة ٣٥.

اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال ،مرجع سبق ذكره ،المواد ، ١٨٠، ١٧١، ١٧٠، ١٦٩، ١٦٨، ١٦٤، ١٦٣، ١٥٢، ١٤١.

الصندوق في وثائق صندوق آخر يتولى إدارته أو نشر معلومات غير صحيحة أو اختلاق عمليات إلى غير ذلك من المحظورات التي حددها القانون ولائحته التنفيذية .

٢-٣ أنواع صناديق الاستثمار المصرية

توجد ثلاث أنواع رئيسية لصناديق الاستثمار العاملة في جمهورية مصر العربية وهي :

- صناديق استثمار الشركات "صناديق استثمار مغلقة".
- صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين "صناديق استثمار مفتوحة".
- صناديق استثمار مباشرة .

٢-٣-١ صناديق استثمار الشركات^{١٧٨}

يقصد بهذه الصناديق هي الصناديق التي تتخذ شكل شركة مساهمة ولذلك تسمى بشركات صناديق الاستثمار أو شركات الاستثمار "Investment Companies" وهي تنتمي إلى النوع المغلق من الصناديق حيث لا يستطيع المستثمرون أن يستردوا أموالهم من الصندوق وإنما يمكنهم الحصول على قيمة وثائق الصندوق المملوكة لهم عن طريق البورصة حيث يتم تداول وثائق هذا النوع من الصناديق كباقي الأوراق المالية للشركات (ما لم ينصص النظام الأساسي للصندوق على ذلك).

ويجب عند تأسيس هذه الصناديق الإعلان عن قيمة رأس المال مع توضيح للأهداف والسياسات الاستثمارية للصندوق ، وتحديد البنك الذي سيتم الاحتفاظ لديه بالأوراق المالية والأموال ، وأن يتم الاكتتاب في وثائقه عن طريق أحد البنوك المرخص لها بذلك على ألا تقل مدة الطرح عن ١٥ يوم ، مع ضرورة مراعاة أنه إذا انتهت المدة المحددة للاكتتاب ولم يتم تغطية سوى ٥٠% من مجموع الوثائق فيجوز تعديل قيمة الأموال المراد استثمارها بما تم تغطيته بشرط ألا يقل عن ٥٠% من مجموع الوثائق المصدرة وتعديل المستندات المتعلقة بذلك ، أما إذا لم تبلغ النسبة ٥٠% فيجب رد الأموال إلى المكتتبين كاملة بما فيها مصاريف الإصدار ، أما في حالة زيادة طلبات الاكتتاب عن عدد الوثائق المطروحة فتوزع هذه الوثائق على المكتتبين بنسب ما اكتتب به وتخصص الكسور لصالح صغار المكتتبين .

٢-٣-٢ صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين "الصناديق المفتوحة"^{١٧٩}

هي تلك الصناديق التي تنشئها البنوك وشركات التأمين وتنتمي إلى النوع المفتوح من الصناديق الاستثمارية حيث يسمح للمستثمر استرداد قيمة وثائقه من الصندوق مما ينعكس على تغير رأس المال بصفة دائمة ، على أن تحدد قيمة الاسترداد طبقاً للقيمة الصافية من أصول الصندوق في نهاية يوم العمل الأخير للأسبوع السابق ويعلن عن ذلك بصفة دورية ، ويجوز للصندوق إصدار وثائق بديلة ، الأمر الذي ينعكس على التغيرات المستمرة للأموال المستثمرة في محفظة الأوراق

^{١٧٨} قانون سوق المال رقم ٩٥ للعام ١٩٩٢، المادة ٣٥.

اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال ، رقم ١٣٥ للعام ١٩٩٣، المواد ١٤٠، ١٦٢.

^{١٧٩} قانون سوق المال ، مرجع سبق ذكره ، المواد ١٤٠، ١٦٢.

اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال ، مرجع سبق ذكره ، المواد ١٨٣، ١٧٢، ١٦٢، ١٤٠.

المالية بالصندوق طبقاً لطلبات الاسترداد ، وهو ما يستدعي ضرورة احتفاظ مدير الصندوق بجزء من السيولة لمواجهة طلبات الاسترداد ، مع الأخذ في الحسبان أن وثائق تلك الصناديق لا يتم تداولها بالبورصة ، ويجب أن توضح نشرة الاكتتاب نظام الاسترداد وما إذا كان مسموحاً لمدير المحفظة أن يستثمر جزءاً من أموال الصندوق في أوراق مالية مملوكة للبنك أو لشركة التأمين المنشئة للصندوق والقيمة العادلة لتلك الأوراق وكيفية تحديدها ، بالإضافة لذلك فإن الأحكام الإجرائية التي تسري على صناديق الشركات يتم العمل بها أيضاً لهذه الصناديق ما لم يرد نص خاص بها .

٢-٣-٣ صناديق الاستثمار المباشرة^{١٨٠}

يقصد بها الصناديق التي تتعامل في الأوراق المقيدة وغير المقيدة بالبورصة وفي مجال توفير الأموال والخبرة الإدارية والمالية والفنية المطلوبة لتطوير وإصلاح الشركات المتعثرة وإعادة هيكلتها والتأثير على إدارتها إلى الدرجة التي قد يسيطر الصندوق على إدارة الشركة نفسها من خلال تملكه للحصة الأكبر من أسهمها في سبيل تحسين مستوى أدائها ، حيث أن النسبة السابق ذكرها للتقيد بها في استثمار أموال صناديق الشركات والبنوك وشركات التأمين لا تسري على صناديق الاستثمار المباشرة .

ولقد صدر القرار الوزاري رقم ٩٣٥ لسنة ١٩٩٦م من وزارة الاقتصاد والتعاون الدولي بإضافة نشاط صناديق الاستثمار المباشرة إلى مجال أنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية على ألا يقل رأسمال الصندوق عن عشرة مليون جنيه في صورة مبالغ نقدية مدفوعة بالكامل ، ولا يجوز طرح أسهم الصندوق للاكتتاب العام ، كذلك لا يجوز تلقي أموال المستثمرين في هذه النوعية من الصناديق عن طريق الاكتتاب العام ، ولا يجوز أن تتخطى نسبة ما يستثمره الصندوق في شركة واحدة عن ٢٥% من أموال الصندوق ، ويتم توزيع أرباحه بين مالكي الأسهم وحاملي وثائق الاستثمار طبقاً لما تحدده هيئة سوق المال ويجب أن يتضمن النظام الأساسي للصندوق أوجه نشاطه ، بالإضافة لذلك فإنه تسري الأحكام المنصوص عليها في القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق المال ولائحته التنفيذية على صناديق الاستثمار المباشرة فيما لم يرد به نص صريح لها . والجدول التالي بين أهم أوجه الاختلاف والتوافق بين صناديق الاستثمار العاملة في السوق المصرية وذلك من خلال مجموعة من المعايير .

^{١٨٠} وزارة الاقتصاد والتعاون الدولي ، القرار الوزاري رقم ٩٥٣ للعام ١٩٩٦ .
سليمان، محمود : *صناديق الاستثمار مدخل إداري واقتصادي* ، ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل ، القاهرة - مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي - جامعة الأزهر ، ١٩٩٧ الجزء الأول، المحور الأول، ص ٢٢، ٢٣ .

جدول رقم (٩) مقارنة بين الأنواع المختلفة لصناديق الاستثمار العاملة في السوق المصرية

نوع الصندوق وجه المقارنة	صناديق البنوك وشركات التأمين (صناديق مفتوحة)	صناديق شركات المساهمة (صناديق مغلقة)	صناديق الاستثمار المباشر
الشكل القانوني	أحد أنشطة البنك أو شركة التأمين المصدرة له بعد الحصول على ترخيص بمزاولة النشاط من الهيئة العامة لسوق المال وبعد موافقة البنك المركزي المصري أو الهيئة العامة للرقابة على التأمين	شركة استثمار مساهمة – يتم تأسيسها وفقا للشروط والأوضاع والأحكام التي يحددها قانون (٩٥) لسنة ١٩٩٢ وتكون الموافقة على التأسيس والترخيص من الهيئة العامة لسوق المال	شركة استثمار مساهمة – يتم تأسيسها وفقا للشروط والأوضاع والأحكام التي يحددها قانون (٩٥) لسنة ١٩٩٢ وتكون الموافقة على التأسيس والترخيص من الهيئة العامة لسوق المال
نوع الصندوق	صندوق مفتوح	صندوق مغلق	صندوق مغلق
رأس المال المخصص لمزاولة النشاط	خمسة ملايين جنيه على الأقل مدفوعة بالكامل	خمسة ملايين جنيه على الأقل مدفوعة بالكامل	عشرة ملايين جنيه على الأقل مدفوعة بالكامل
الاكتتاب في وثائق الصندوق	يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين صكوك في صورة وثائق استثمار تطرح للاكتتاب العام (من خلال نشرة اكتتاب)	يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراق مالية في صورة وثائق استثمار تطرح للاكتتاب العام	يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراق مالية في صورة وثائق استثمار يتم تغطيتها عن طريق غير طريق الاكتتاب العام
القيد والتداول في البورصة	لا تقيد وتداول وثائق الاستثمار في البورصة	يتم قيد وتداول الوثائق في البورصة	يتم قيد وتداول الوثائق في البورصة
الحد الأقصى لقيمة الاكتتاب في وثائق الاستثمار	عشرون مثل المبلغ المخصص لمزاولة النشاط	عشرة أمثال رأس مال شركة صندوق الاستثمار المدفوع لمزاولة النشاط	عشرة أمثال رأس مال شركة صندوق الاستثمار المدفوع لمزاولة النشاط
إدارة الصندوق	تقوم بها شركة متخصصة في الاستثمار تتوافر فيها خبرات مالية وفنية معينة وفقا للشروط التي حددها قانون سوق رأس المال (٩٥) لسنة ١٩٩٢	تقوم بها شركة متخصصة في الاستثمار تتوافر فيها خبرات مالية وفنية معينة وفقا للشروط التي حددها قانون سوق رأس المال (٩٥) لسنة ١٩٩٢	تقوم بها شركة متخصصة في الاستثمار تتوافر فيها خبرات مالية وفنية معينة وفقا للشروط التي حددها قانون سوق رأس المال (٩٥) لسنة ١٩٩٢
توزيع العائد	يوزع عائد الصندوق دوريا أو تراكميا أو يوزع جزء من العائد دوريا ويضاف الباقي إلى قيمة الوثيقة وذلك وفقا لنظام الصندوق	يوزع عائد الصندوق إما دوريا أو يعاد استثماره مع نمو سعر الوثيقة تراكميا أو يوزع جزء من العائد دوريا ويضاف الباقي على قيمة الوثيقة وذلك وفقا لنظام الصندوق	يتم توزيع العائد بين مالكي أسهم الشركة وحاملي وثائق الاستثمار وفقا للشروط التي تضعها الهيئة العامة للاستثمار

الاحتفاظ بالأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق أمواله يكون لدى إحدى البنوك المرخص لها بذلك	الاحتفاظ بالأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق أمواله يكون لدى إحدى البنوك المرخص لها بذلك	الاحتفاظ بالأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق أمواله يكون لدى إحدى البنوك المرخص لها بذلك	الاحتفاظ بالأوراق المالية
• يجوز لـ لصندوق الاستثمار في أوراق مالية مقيدة أو غير مقيدة بالبورصة • لا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في أوراق مالية لشركة واحدة على (٢٥%) من أمواله	• يستثمر الصندوق أمواله في الأوراق المالية المقيدة في البورصة • ألا تزيد نسبة ما يستثمره في شراء أوراق مالية لشركة واحدة عن (١٠%) من أمواله وبما لا يجاوز (١٥%) من أوراق تلك الشركات • ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى على (١٠%) من أمواله وبما لا يجاوز (٥%) من أموال كل صندوق مستثمر فيه	• يستثمر الصندوق أمواله في الأوراق المالية المقيدة في البورصة • ألا تزيد نسبة ما يستثمره في شراء أوراق مالية لشركة واحدة عن (١٠%) من أموال الصندوق ولا تتجاوز (١٥%) من أوراق تلك الشركات • لا يجوز للصندوق استثمار أمواله في صناديق الاستثمار الأخرى التي تتبع نفس البنك أو التي تدار عن طريق نفس شركة الإدارة	استثمار أموال الصندوق
يتم استرداد قيمة الوثائق وفقاً لنظام الصندوق والقواعد التي تضعها الهيئة العامة لسوق المال	يتم الاسترداد من خلال بيع الوثيقة في البورصة	يتم استرداد قيمة وثيقة الاستثمار كلها أو بعضها إذا رغب المستثمر في ذلك من خلال صندوق الاستثمار التابع للبنك أو شركة التأمين وذلك على أساس حصة الوثيقة في صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية يوم العمل الأخير من الأسبوع السابق للاسترداد	استرداد قيمة وثائق الاستثمار

المصدر : * قانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢

* اللائحة التنفيذية للقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢

خلاصة الفصل

ركز هذا الفصل على سوق الأوراق المالية المصرية من جهة وعلى صناديق الاستثمار العاملة في هذه السوق من جهة أخرى وتم عرض موجز عن نشأة سوق الأوراق المالية في مصر كما اشتمل على سرد تاريخي لأهم التطورات التي لازمت السوق حتى عام ٢٠٠٩ بالإضافة إلى التطرق لأهم مؤشرات البورصة خلال الفترة الممتدة من ٢٠٠٤ إلى ٢٠٠٩ ومن ثم عرض المؤشرات الأساسية التي يمكن الاستدلال بها للتعرف على أداء السوق خلال فترة معينة ومن . كذلك تناول هذا الفصل صناديق الاستثمار العاملة في جمهورية مصر العربية وذلك من خلال تحديد أهم المزايا والخصائص التي تتميز بها صناديق الاستثمار العاملة في مصر بالإضافة إلى التطرق إلى الشكل القانوني لهذه الصناديق والأحكام واللوائح النازمة لعملها ضمن الصندوق كما تم التعرف على أنواع الصناديق العاملة في مصر كما تمت مقارنة الصناديق العاملة في مصر حسب أنواعها وذلك من خلال مجموعة من المعايير أهمها الشكل القانوني ، نوع الصندوق إن كان مفتوحاً أو مغلقاً، رأس المالي المخصص لمزاولة النشاط ،الاكتتاب في وثائق الصندوق ، إدارة الصندوق ،استثمارات الصندوق وغيرها من المعايير الأخرى .

كما قارن الباحث في هذا الفصل بين صناديق الاستثمار التقليدية عامة والصناديق الإسلامية وذلك من حيث العدد بالإضافة إلى تشكيلة المحفظة الاستثمارية التي يقوم الصندوق بإنشائها وقد تم عرض ذلك من خلال المقارنة الجزئية بين صندوق فيصل الإسلامي وصندوق كريدي أجريكول الأول .

الخاتمة

باتت صناديق الاستثمار بأنواعها المختلفة تحتل مكانة مميزة في معظم الأسواق العالمية، ويعود السبب الرئيسي لهذه الأهمية إلى كون هذه الصناديق تعتبر من الأدوات المالية الهامة والقادرة على جذب المدخرات التي لا تزال خارج الاستثمار، - والتي لم تستطع الأسواق المالية جذبها- وتحوي هذه المدخرات إلى الاستثمار، سواء أكان هذا الاستثمار في الأوراق المالية أو توجيهها إلى استثمارات الحقيقي المباشر.

ويصدر الصندوق الاستثماري مقابل أموال المستثمرين وثائق استثمارية "صكوك ملكية" موحدة القيمة، وتوفر الصناديق الاستثمارية عامة مجموعة من المزايا تتمثل بالتنوع، وتوفير إدارة محترفة قائمة على أعمال الصندوق، وتوفير أنواع مختلفة من الصناديق تتلاءم مع فئات المستثمرين المختلفة، وأيضاً تسهم صناديق الاستثمار في تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية من خلال الطلب الذي تخلقه على الأوراق المالية.

ورغم التنوع الكبير في أنواع الصناديق الاستثمارية وذلك بهدف تلبية رغبات واحتياجات الشريحة الأوسع من المستثمرين، إلا أن الصناديق الإسلامية تطرح نفسها كبديل إسلامي، يتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية ويوفر خيار إسلامي لجميع الراغبين في الاستثمار بالصناديق الاستثمارية، وذلك ضمن إطار شرعي إسلامي مراقب من قبل هيئات وجهات مختصة، حيث أن الصناديق الاستثمار الإسلامية تتسم بذاتية تميزها عن غيرها من الصناديق التقليدية من حيث طبيعة العلاقة بينها وبين أصحاب الوحدات (الصكوك) الاستثمارية، وكذلك من حيث طبيعة أدوات تجميع المدخرات، ومن حيث صيغ توظيف الأموال وأيضاً من حيث طبيعة العلاقة التي تنشأ بين أصحاب الوحدات الاستثمارية وبين إدارة تلك الصناديق وبين المؤسسات المالية التي تتبعها أحياناً، وكذلك من حيث التزامها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية في معاملاتها واتساع مسئولية القائمين على أمرها لتشمل المسئولية أمام المجتمع وأمام الأمة الإسلامية وأمام الله عز وجل.

وبالنسبة للصناديق الاستثمارية العاملة في مصر، فقد كان لقانون رأس المال رقم ٩٥ لعام ١٩٩٢ كبير الأثر في ظهور هذه الصناديق، وكان شهر أيلول من عام ١٩٩٤ الولادة الأولى لأول الصناديق الاستثمارية في مصر وهو صندوق البنك الأهلي المصري الأول وهو من الصناديق التقليدية، بينما لم يُنشأ أي صندوق إسلامي حتى عام ٢٠٠٤ والذي انشأ خلاله

صندوق فيصل الإسلامي ليكون بذلك أول الصناديق الإسلامية في مصر ، وتلا ذلك إنشاء العديد من الصناديق الاستثمارية سواء التقليدية أو الإسلامية ليبلغ عددها في نهاية ٢٠٠٩ ، ٥٩ صندوق ٦ منها إسلامية والباقي تقليدية .

وبالتالي رغم الأشواط التي قطعتها صناديق الاستثمار في مصر إلا أن الصناديق الإسلامية مازالت حديثة جداً ويلزمها المزيد من الوقت و الخبرة لتستطيع إثبات نفسها كبديل شرعي قوي للصناديق التقليدية بكافة أنواعها في السوق المصرية.

وقد قامت الدراسة على مقارنة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية بالأنواع المختلفة للصناديق التقليدية العاملة في جمهورية مصر ، وذلك من خلال مجموعة من المعايير أهمها صافي قيمة الأصول، والعوائد، والمخاطر ، ومستوى التنويع، والعائد على كل وحدة مخاطر كلية ،وعلى كل وحدة مخاطر منتظمة، بالإضافة إلى قياس العائد الغير العادي . وذلك بهدف تحديد أفضلية الأداء وقد توصلت الدراسة لمجموعة من النتائج والمقترحات يتم عرضها فيما يلي.

الجزء العملي

الفصل الخامس

اختبار الفرضيات والنتائج والتوصيات

مقدمة

يمثل هذا الفصل الجزء العملي من الدراسة والذي سيتم فيه اختبار الفرضيات التي بنيت عليها الدراسة والقيام بمقارنة أداء الصناديق التقليدية بالإسلامية وذلك من خلال مجموعة من المقاييس وأيضاً ضمن فترتين جزئيتين من ٢٠٠٦/١/١ إلى ٢٠٠٧/١٢/٣٠ والفترة الثانية ٢٠٠٨/١/١ إلى نهاية ٢٠٠٨/١٢/٣٠ بالإضافة إلى المقارنة خلال الفترة كاملة .

وسسيتم الحصول على بيانات نصف سنوية للفترة الممتدة من ٢٠٠٦/١/١ إلى ٢٠٠٩/١٢/٣٠ وذلك عن طريق النشرات الصادرة عن هيئة الأوراق المالية المصرية .

سيتم اعتماد مؤشر هيئة الأوراق المالية كمعبر عن أداء السوق خلال الفترة .

وسيتم الاعتماد على كل من صافي قيمة الأصول بالإضافة إلى العائد ومقاييس شارب وترينور وجنس كمقاييس لأداء الصناديق الاستثمارية ، كما سيتم الاعتماد على البرنامج الإحصائي "spss" لاحتساب كل من معامل الارتباط والتحديد والتغاير للصناديق .

وفي نهاية الفصل سيتم وضع الاستنتاجات التي سيتم التوصل إليها بالإضافة إلى تقديم مجموعة من التوصيات والمقترحات .

وتجدر الإشارة إلى أن مجتمع البحث يتمثل بصناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية العاملة في مصر والتي وصل عددها في نهاية ٢٠٠٩ عام إلى ٥٩ صندوقاً، وستقتصر عينة البحث على ٢٠ صندوق منها ١٤ صندوق تقليدي و ٦ صناديق إسلامية وذلك بعد استبعاد "جميع الصناديق التي لم يمضي على مزاولة نشاطها أكثر من سنتين ، والصناديق التي قامت بتجزئة القيمة الاسمية لوثائق استثمارها والتي قامت بتغيير مدير الاستثمار خلال فترة الدراسة ، كما تم استبعاد الصناديق المغلقة كون الصناديق الإسلامية هي صناديق مفتوحة" وقد هدف الباحث من خلال استبعاد مجموعة من الصناديق وضع الصناديق الإسلامية والتقليدية ضمن ظروف موحدة وبالتالي يمكن الوصول إلى نتائج أكثر واقعية.

جدول رقم (١٠) عينة البحث موزعة حسب النوع

نوع الصندوق	عدد الصناديق
صناديق دخل ثابت تقليدية	٧
صناديق متوازنة تقليدية	٢
صناديق أسهم تقليدية	٥
صناديق إسلامية	٦

مقارنة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية بالتقليدية من حيث صافي قيمة الأصول:

يتم تقييم صافي قيمة أصول الصناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية بهدف التأكد من صحة الفرضية القائلة :

"تحقق صناديق الاستثمار الإسلامية زيادة في قيمة وثائقها عن القيمة الاسمية لها أفضل من الزيادة التي تحققها الصناديق التقليدية".

ويتم التحقق من صحة هذه الفرضية عن طريق اختبار الفرضيات الفرعية التالية:

1. هناك اختلافات ذات دلالة إحصائية بين صافي قيمة الأصول التي تحققها صناديق الاستثمار الإسلامية وتلك التقليدية.
2. يعتبر معدل النمو في صافي قيمة الأصول الذي تحققه الصناديق الإسلامية أفضل من معدله للصناديق التقليدية .
3. تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية أكثر استقراراً في الأداء مقوماً بصافي قيمة الأصول من صناديق الاستثمار التقليدية.

١ - صافي قيمة الأصول :

يعبر صافي قيمة الأصول على حصة الوثيقة الاستثمارية من موجودات صندوق الاستثمار، كما يعبر عن الزيادة الحاصلة في قيمة الوثيقة عن القيمة الاسمية لها ، وبالتالي فهو يعبر عن الأرباح الرأسمالية التي تحققها الوثيقة الاستثمارية.

قام الباحث بتصنيف صناديق الاستثمار حسب تشكيلة الأوراق المالية التي تعتمد عليها في تنويع محفظتها الاستثمارية ، وبالتالي صنف الصناديق إلى صناديق دخل ثابت تعتمد في تنويع محفظتها على السندات بشكل كبير ، صناديق متوازنة تعتمد في تشكيل محفظتها على مزيج متوازن من الأسهم والسندات، صناديق أسهم تعتمد على الأسهم بدرجة مطلقة في تشكيل محفظتها الاستثمارية ، بالإضافة إلى الصناديق الإسلامية .

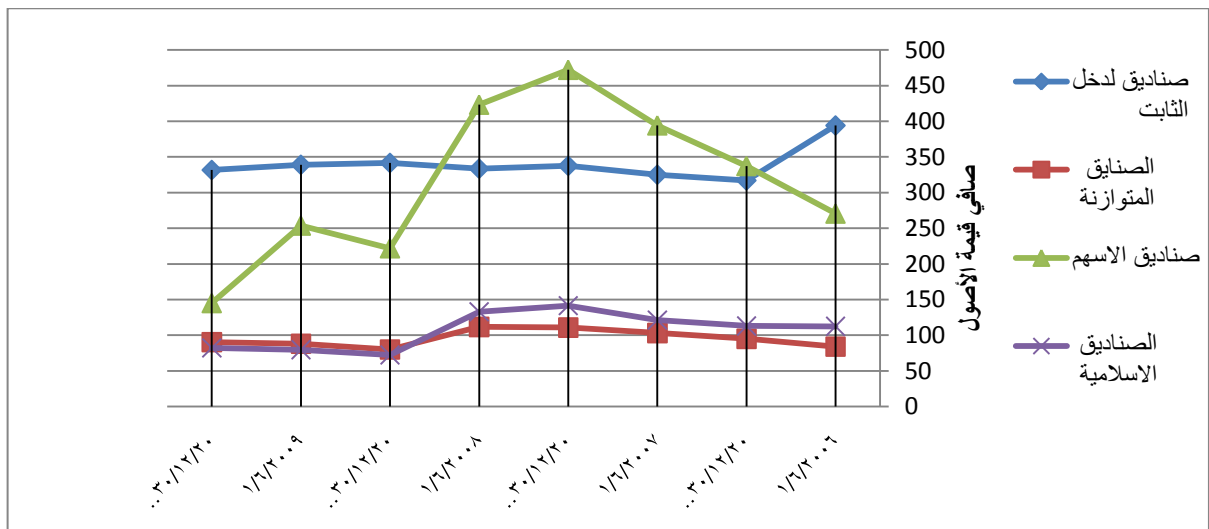
جدول رقم (١١) يوضح صافي قيمة الأصول للصناديق محل الدراسة خلال الفترة من ٢٠٠٦ إلى نهاية ٢٠٠٩ .

اسم الصندوق	٠٦/٦/١	٠٦/١٢/٣٠	٠٧/٦/١	٠٧/١٢/٣٠	٠٨/٦/١	٠٨/١٢/٣٠	٠٩/٦/١	٠٩/١٢/٣٠
صناديق الدخل الثابت								
صندوق الراجح	100.05	100.07	100.27	102.36	102.19	101.77	101.88	100.01
بنك مصر إيران للتنمية - الثاني	1000.21	1000.23	1000	1039.06	1036.99	1043.81	1041.55	1000.41
بنك الإسكندرية - الثاني	10.14	10.58	11.04	11.47	11.92	12.43	13	13.53
البنك الأهلي المصري - الرابع	101.13	105.61	109.92	113.87	118.11	123.21	128.08	132.89
البنك الأهلي سوسيتيه جنرال (شمار)		102.43	106.88	110.9	115.1	119.78	124.98	129.95
البنك التجاري الدولي - الأول (أصول)	112.69	116.91	121.62	126.17	131.05	136.77	142.65	148.43
البنك المصري لتنمية الصادرات - الثاني		101.34	105.79	109.89	114.12	118.94	123.99	128.72
بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث	1041.08	1000.25	1045.91	1087.48	1039.93	1077.35	1036.88	1000.43

331.796	339.126	341.7575	333.67625	337.65	325.178	317.1775	394.21	متوسط
الصناديق المتوازنة								
100.69	94.72	87.52	118.67	115.79	113.65	104.08	92.12	بنك مصر - الأول
79.9	81.62	72.62	104.61	105.77	92.65	86	75.6	البنك الأهلي المصري - الثاني
90.295	88.17	80.07	111.64	110.78	103.15	95.04	83.86	متوسط
صناديق الأسهم								
218.5	222.22	194.33	353.31	401.22	323.21	311.24	244.76	بنك كريدي أجريكول مصر - الأول
224.62	233.55	210.79	455.47	555.46	491.89	421.35	321.45	بنك الإسكندرية - الأول
147.72	681.53	583.63	1076.45	1167.5	944.57	760.06	619.36	المجموعة العربية المصرية للتأمين
55.84	56.22	55.18	94.85	96.91	89.57	81.15	67.21	بنك مصر - الثاني
78.35	75.02	65.31	136.35	139.87	122.02	112.33	99.89	البنك التجاري الدولي - الثاني (استثمار)
145.006	253.708	221.848	423.286	472.192	394.252	337.226	270.534	متوسط
الصناديق الإسلامية								
112.29	110.73	100.06	165.78	179.38	154.37	145.33	125.33	بنك فيصل الإسلامي المصري
75.95	75.04	67.76	144.91	143.07	119.6	101.47		بنك مصر - الرابع
81.36	74.69	67.33	113.01	124.93	102.53	105.4		صندوق سنابل
79.93	78.35	70.51	120.62	133.13	118.41	110.07	99.64	بنك التمويل المصري السعودي
61.47	59.62	55.81	120.87	126.42	111.78	102.8		بنك فيصل الإسلامي المصري - البنك التجاري الدولي (الأمان)
82.2	79.686	72.294	133.038	141.386	121.338	113.014	112.485	متوسط

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

شكل رقم (١٦) يوضح تطور متوسط صافي قيمة الأصول للصناديق الاستثمارية



المصدر : الشكل من إعداد الباحث .

بملاحظة الجدول والشكل السابقين نلاحظ ما يلي :

- استمر أداء صناديق الاستثمار الإسلامية متصاعداً بوتيرة شبه ثابتة منذ بداية ٢٠٠٦ إلى نهاية ٢٠٠٧ ومن ثم عانت هذه الصناديق انخفاض في صافي قيمة الأصول منذ بداية ٢٠٠٨ ليزداد هذا الانخفاض في النصف الثاني من ٢٠٠٨ ثم ما لبثت قيمة صافي الأصول بالتعافي والصعود خلال ٢٠٠٩.

- بالنسبة لصناديق الأسهم التقليدية نلاحظ النمو المتصاعد منذ بداية الفترة وحتى نهاية عام ٢٠٠٧ ومن ثم بدأ الانخفاض في بداية ٢٠٠٨ لتزداد وتيرة هذا الانخفاض أيضاً في النصف الثاني من ٢٠٠٨ ثم ليتعافى أدائها خلال النصف الأول من ٢٠٠٩ لتعاود الانخفاض في نهاية ٢٠٠٩. والملاحظ من خلال الشكل السابق أن صناديق الأسهم التقليدية كانت أكثر الصناديق نمواً خلال فترات الاستقرار والازدهار بينما كانت أشد الصناديق انخفاضاً وتدهوراً خلال فترات الأزمة أو التدهور ومرد ذلك إلى تبعية هذه الصناديق بشكل عام لتقلبات أسعار الأسهم بالسوق والتي تتأثر بدورها بشكل كبير بالتقلبات العالمية والمحلية ، كما أن الهدف الرئيسي لمعظم صناديق الأسهم التقليدي هو تحقيق النمو الرأسمالي فبالتالي تعتمد في تشكيل محفظتها الاستثمارية على أسهم سريعة النمو وهذه الأسهم رغم تحقيقها لمعدلات نمو ايجابية مرتفعة إلا أن مخاطرها أيضاً مرتفعة .
- بالنسبة للصناديق المتوازنة فنلاحظ النمو بوتيرة منخفضة منذ بداية ٢٠٠٦ وحتى منتصف ٢٠٠٨ لينخفض أدائها في النصف الثاني من ٢٠٠٨ لتعاود الانتعاش خلال ٢٠٠٩.
- بالنسبة لصناديق الدخل الثابت نلاحظ أن هذه الصناديق عانت انخفاض في بداية الفترة ومن ثم بدأت تحقق زيادة في صافي قيمة أصولها ومن ثم في بداية ٢٠٠٨ بدأت تنخفض قيمة صافي الأصول ومن ثم في ارتفعت قيمة صافي الأصول خلال النصف الثاني من ٢٠٠٨ لينخفض أدائها بشكل بسيط خلال ٢٠٠٩.
- نلاحظ مما سبق أن جميع الصناديق حققت زيادة في صافي قيمة الأصول خلال بعض الفترات وعانت من انخفاضات في فترات أخرى ، وأيضاً من الملاحظ أن صناديق الأسهم التقليدية كانت الأشد ارتفاعاً في فترات ازدهارها والأشد انخفاضاً في فترات التدهور وبالتالي فتقلبات صافي قيمة الأصول كانت الأشد بالنسبة لهذه الصناديق ، تلتها في تقلبات الأداء - مقوماً بصافي قيمة الأصول- الصناديق الإسلامية ومن ثم الصناديق المتوازنة التقليدية ، وكانت صناديق الدخل الثابت أكثر الصناديق استقراراً في الأداء وخصوصاً خلال فترة الأزمة المالية العالمية وامتداد تأثيرها إلى مصر وسيتم لاحقاً التأكد من مدى استقرار معدل نمو صافي قيمة الأصول لكل نوع من أنواع الصناديق الاستثمارية .
- ولمزيد من الإيضاح تم دراسة درجة ارتباط صافي قيمة الأصول بالنسبة لأنواع المختلفة من الصناديق وذلك بالاعتماد على البرنامج الإحصائي Spss

جدول رقم (١٢) يبين درجة الارتباط بين صافي قيم الأصول للصناديق الاستثمارية.

Correlations					
		دخـل ثابت	متوازنة	أسهم	إسلامية
دخـل ثابت	Pearson Correlation	1	-.435	-.213	-.031
	Sig. (2-tailed)		.282	.612	.942
	N	8	8	8	8
متوازنة	Pearson Correlation	-.435	1	.861**	.852**
	Sig. (2-tailed)	.282		.006	.007
	N	8	8	8	8
أسهم	Pearson Correlation	-.213	.861**	1	.911**
	Sig. (2-tailed)	.612	.006		.002
	N	8	8	8	8
إسلامية	Pearson Correlation	-.031	.852**	.911**	1
	Sig. (2-tailed)	.942	.007	.002	
	N	8	8	8	8
t Stat			-1.93451	6.663751	
t Critical two-tail			2.364624	2.364624	

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

المصدر : الجدول من إعداد الباحث

بالنظر إلى الجدول السابق نلاحظ :

- ارتباط ضعيف جداً وغير معنوي بين صافي قيمة الأصول للصناديق الدخل الثابت والصناديق الإسلامية ويدل على ذلك انخفاض قيمة معامل الارتباط بيرسون وارتفاع قيمة المعنوية "sig" ويعتبر هذا الأمر طبيعى نتيجة لاعتماد صناديق الدخل الثابت في تكوين محفظتها الاستثمارية بالدرجة الأكبر عل السندات بينما يح ظر على الصناديق الإسلامية التعامل بها.
- وجود علاقة ارتباط جيدة بين صافي قيمة الأصول بالنسبة للصناديق المتوازنة وتلك الإسلامية ولكن هذا الارتباط يتم عند مستوى معنوية أعلى من ٥% وبالتالي نرفض علاقة الارتباط هذه عند مستوى معنوية ٥%. ولكن بالنظر إلى قيمة مؤشر الاختبار المحسوبة "t Stat" نلاحظ أنها أقل من القيمة الجدولية "t Critical two-tail" وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية القائلة بوجود اختلافات في صافي قيمة الأصول بين صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار التقليدية وذلك إذا كانت من النوع "المتوازنة"
- وجود علاقة ارتباط قوية بين صافي قيمة الأصول بالنسبة للصناديق الإسلامية وصناديق الأسهم التقليدية حيث وصلت قيمة معامل الارتباط إلى ٩١% وهي تعتبر علاقة ارتباط جيدة وذلك عند مستوى معنوية ٢% ، كما نلاحظ أن قيمة مؤشر الاختبار المحسوبة هي أعلى من القيمة الجدولية وبذلك نرفض الفرضية الابتدائية القائلة بوجود اختلافات ذات دلالة إحصائية بين صافي قيمة الأصول بالنسبة للصناديق

العائد الإسلامية وتلك التقليدية في حال كانت تعتمد في تشكيل محفظتها الاستثمارية على الأسهم فقط.

ويرى الباحث أن هذا الارتباط المعنوي القوي بين صافي قيمة الأصول لصناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الأسهم التقليدية إنما يعود بالدرجة الأولى إلى اعتماد الصناديق الإسلامية في مصر بدرجة كبيرة على الأسهم في تكوين محفظتها الاستثمارية وابتعادها عن الاستثمارات الحقيقية ، كما أن القطاعات التي تستثمر بها الصناديق الإسلامية مقاربة جداً للقطاعات التي تستثمر بها صناديق الأسهم حيث تتركز استثماراتها في شركات مواد التشييد والبناء والإسكان بالإضافة إلى المؤسسات المالية، وبالتالي تتقارب مكونات محفظتها من مكونات محفظة صناديق الأسهم التقليدية

النتيجة:

نستطيع القول برفض الفرضية الأساسية القائلة بوجود اختلافات ذات دلالة إحصائية بين أداء صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية- وذلك من حيث صافي قيمة الأصول – التي تعتمد في تنوع محفظتها على الأسهم فقط وبالتالي القبول بالفرضية البديلة القائلة بعدم وجود اختلافات ذات دلالة إحصائية بين أداء هذين النوعين من الصناديق وذلك من حيث صافي قيمة الأصول.

كما نقبل الفرضية الابتدائية القائلة بوجود اختلافات ذات دلالة إحصائية بين مستوى أداء صناديق الاستثمار الإسلامية وتلك التقليدية ذات التنوع المعتمد على السندات أو السندات والأسهم "متوازنة ، دخل ثابت" وذلك من حيث صافي قيمة الأصول .

٢ - معدل نمو صافي قيمة الأصول :

قمنا بمقارنة معدل نمو صافي قيمة الأصول لصناديق الاستثمار الإسلامية بنظيراتها التقليدية وذلك لكامل الفترة الممتدة من ٢٠٠٦/١/١ وحتى ٢٠١٠/١/١ بالإضافة إلى إجراء مقارنة فرعية ضمن فترتين جزئيتين الأولى من ٢٠٠٦/١/١ حتى ٢٠٠٧/١٢/٣٠ والثانية من ٢٠٠٨/١/١ وحتى ٢٠١٠/١/١

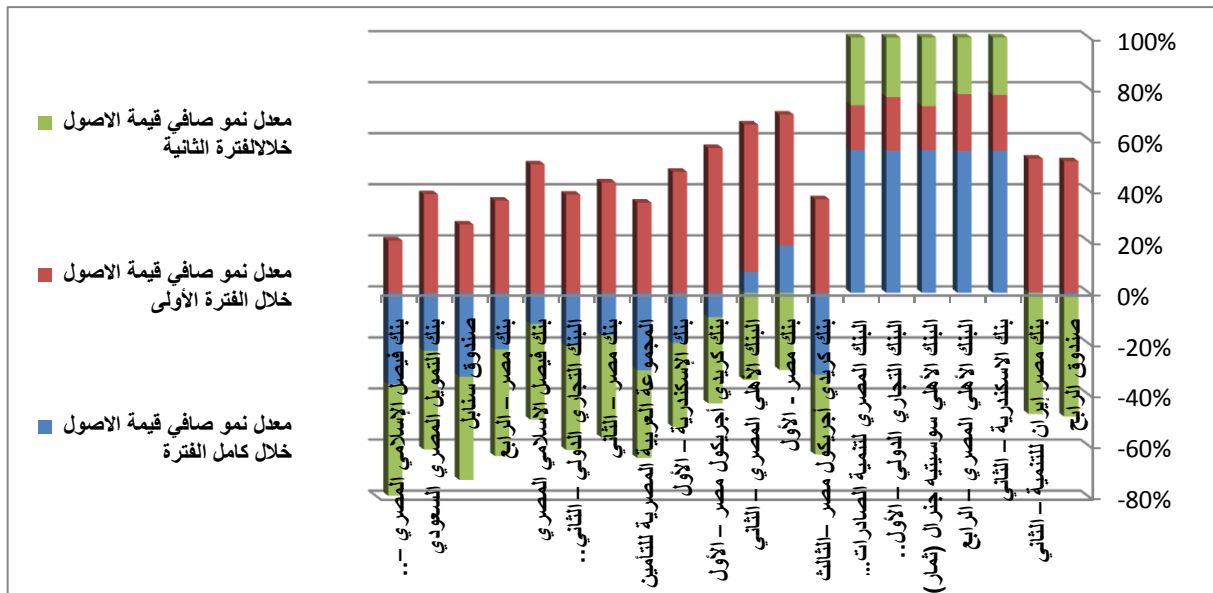
جدول رقم (١٣) يوضح معدل نمو صافي قيمة الأصول للصناديق محل الدراسة خلال الفترة الكلية والفترات الجزئية.

اسم الصندوق	معدل نمو صافي قيمة الأصول خلال كامل الفترة %	معدل نمو صافي قيمة الأصول خلال الفترة الأولى %	معدل نمو صافي قيمة الأصول الفترة الثانية %
صناديق الدخل الثابت			
صندوق الرابع	-0.03998001	2.308845577	-2.133281143
بنك مصر إيران للتنمية – الثاني	0.019995801	3.884184321	-3.527517141
بنك الإسكندرية – الثاني	33.43195266	13.11637081	13.50671141
البنك الأهلي المصري – الرابع	31.40512212	12.59764659	12.51375836
البنك الأهلي سوسيتيه جنرال (شمار)	26.86712877	8.269061798	12.9018245
البنك التجاري الدولي – الأول (أصول)	31.71532523	11.9620197	13.2621137
البنك المصري لتنمية الصادرات – الثاني	27.01795934	8.436944938	12.79355065
بنك كريدي أجريكول مصر – الثالث	-3.90459907	4.456910132	-3.79833258
المتوسط	18.31411311	8.128997984	6.939853469
الصناديق المتوازنة			
بنك مصر – الأول	9.303082935	25.69474598	-15.1512598
البنك الأهلي المصري – الثاني	5.687830688	39.90740741	-23.62106873

المتوسط	7.495456812	32.8010767	-19.38616426
صناديق الأسهم			
بنك كريدي أجريكول مصر – الأول	-10.72887727	63.92384377	-38.15629334
بنك الإسكندرية – الأول	-30.1228807	72.79825789	-50.68390893
المجموعة العربية المصرية للتأمين	-76.14957375	88.50103332	-86.27711459
بنك مصر – الثاني	-16.91712543	44.1898527	-41.128097
البنك التجاري الدولي – الثاني (استثمار)	-21.56372009	40.02402643	-42.53758709
المتوسط	-31.09643545	61.88740282	-51.75660019
الصناديق الإسلامية			
بنك فيصل الإسلامي المصري	-10.40453204	43.12614697	-32.26565328
بنك مصر – الرابع	-25.15029073	40.99733912	-47.58815817
صندوق سنابل	-22.80834915	18.52941176	-28.00637112
بنك التمويل المصري السعودي	-19.78121236	33.6109996	-33.73404079
بنك فيصل الإسلامي المصري – البنك التجاري الدولي (الأمان)	-40.20428016	22.9766537	-49.14370812
المتوسط	-23.66973289	31.84811023	-38.14758629

المصدر : الجدول من إعداد الباحث

والشكل رقم (١٦) يوضح معدل نمو صافي قيمة الأصول خلال الفترات سابقة الذكر



المصدر : الشكل من إعداد الباحث

بالرجوع إلى الجدول السابق والشكل المرافق له نلاحظ أنه:

- خلال الفترة الأولى الممتدة من ٢٠٠٦/١/١ حتى ٢٠٠٧/١٢/٣٠:

استطاعت جميع الصناديق تحقيق معدلات نمو موجبة في صافي قيمة الأصول لها وكانت صناديق الأسهم التقليدية أفضل الصناديق نمواً حيث حققت معدل نمو في صافي قيمة الأصول خلال هذه الفترة بين (40.024%) لصندوق "البنك التجاري الدولي – الثاني (استثمار)" وبين (88.50%) لصندوق "المجموعة العربية المصرية للتأمين" وبمتوسط معدل نمو لكافة صناديق الأسهم التقليدية بلغ (61.887%) وهذا يتوافق مع الهدف الرئيسي لهذه الصناديق فجميع صناديق الأسهم محل الدراسة تهدف إلى تحقيق نمو رأسمالي في قيمتها وبالتالي تركز

على رفع القيمة السوقية وصافي قيمة أصولها دون إيلاء أهمية كبيرة لتوزيع الأرباح للمساهمين وحملة الوثائق.

تليها صناديق الاستثمار الإسلامية حيث حققت معدل نمو في صافي قيمة الأصول بين (18.529%) لصندوق "سنا بل" وبين (43.126%) لصندوق "بنك فيصل الإسلامي المصري" ومن ثم صناديق الدخل الثابت والصناديق المتوازنة وقد كانت صناديق الدخل الثابت أقل الصناديق ارتفاعاً في معدل النمو بالنسبة لصافي قيمة الأصول خلال الفترة الأولى ويعود السبب إلى كون معظم هذه الصناديق تهدف إلى تحقيق عائد دوري لحملة وثائقها وبالتالي تركيز على توزيع أرباحها أكثر من اهتمامها بتعظيم القيمة السوقية لوثائقها كما أن اعتمادها على السندات في تشكيلة محفظتها الاستثمارية يحقق لها معدلات فائدة مستقرة ومحدودة.

وبالتالي نستطيع القول أنه خلال هذه الفترة استطاعت الصناديق الإسلامية التفوق على كل من صناديق الدخل الثابت والصناديق المتوازنة التقليدية بينما لم تستطع تخطي النمو الذي حقته صناديق الأسهم التقليدية .

• خلال الفترة الثانية الممتدة من ٢٠٠٨/١/١ إلى ٢٠١٠/١/١:

نلاحظ خلال هذه الفترة التراجع الشديد في معدل نمو صافي قيمة الأصول بالنسبة لصناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الأسهم التقليدية وهذا ما يؤكد الأثر السلبي الكبير الذي خلفته الأزمة المالية العالمية على صناديق الاستثمار الإسلامية منها والتقليدية التي تعتمد على الأسهم بشكل كبير في تنويع محفظتها الاستثمارية ، بينما نلاحظ تراجع ضعيف في معدل نمو صافي قيمة الأصول بالنسبة لصناديق الدخل الثابت بل على العكس استطاعت بعض هذه الصناديق أن تحقق معدلات نمو إيجابي وأكبر من معدلات النمو خلال الفترة الأولى كصندوق " البنك المصري لتنمية الصادرات - الثاني الذي حقق معدل نمو (12.79%) وهو أعلى من معدل النمو الذي حققه خلال الفترة الأولى التي سبقت الأزمة حيث كان معدل النمو خلال تلك الفترة (8.43%) كذلك الأمر بالنسبة لصندوق " البنك الأهلي سوسيتيه جنرال (ثمار)" وصندوق "بنك الإسكندرية - الثاني" اللذان حققا أيضاً معدلات نمو إيجابية وأفضل من معدلات النمو خلال الفترة الأولى

وبالنتيجة نجد : بالمقارنة بين أداء الصناديق الإسلامية ونظيراتها التقليدية خلال الفترة الثانية نلاحظ تفوق كل من صناديق الدخل الثابت والصناديق المتوازنة على الصناديق الإسلامية بينها استطاعت هذه الأخيرة التفوق على صناديق الأسهم التقليدية وبذلك تكون صناديق الأسهم التقليدية أشد الصناديق نمواً في الفترة الأولى وأشدّها انخفاضاً في الفترة الثانية.

• أما بالنسبة لكامل الفترة الممتدة من ٢٠٠٦/١/١ إلى ٢٠١٠/١/١:

نلاحظ أن معظم صناديق الدخل الثابت بالإضافة للصناديق المتوازنة استطاعت أن تحقق معدلات إيجابية في نمو صافي قيمة الأصول باستثناء كل من " صندوق الراجح" وصندوق "بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث" اللذان حققا معدلي نمو سالبين ولكن يعتبر هذا التراجع قليل إذا ما قورن بالتراجع الذي لحق بصناديق الأسهم والصناديق الإسلامية حيث

حققت جميعها معدلات نمو سلبية كبيرة ولكن كانت صناديق الاستثمار الإسلامية أقل تراجعاً من صناديق الأسهم التقليدية .

وبالتالي نستطيع القول أنه خلال الفترة كاملة استطاعت صناديق الدخل الثابت والصناديق المتوازنة التغلب على أداء الصناديق الإسلامية وذلك بتقويم الأداء بمعدل نمو صافي قيمة الأصول بينما استطاعت هذه الصناديق الإسلامية التفوق على أداء صناديق الأسهم التقليدية.

٣ - التقلبات في نمو صافي قيمة الأصول :

من الملاحظ أن معظم الصناديق الاستثمارية حققت معدلات نمو جيدة في بعض الفترات وفي فترات أخرى لم تحقق هذا النمو الجيد بل على العكس حققت معدلات نمو سالبة لذلك قمنا بتحدي كل من التباين والتغاير لمعدلات نمو صافي قيمة الأصول لصناديق الاستثمار لنستطيع تحديد أي نوع من الصناديق استطاع الحفاظ على استقرار مقبول في أدائه خلال فترة الدراسة ككل .

الجدول رقم (١٤) تباين وتغاير معدل نمو صافي قيمة الأصول لصناديق الاستثمارية

اسم الصندوق	التباين	التغاير
صناديق الدخل الثابت		
صندوق الراجح	1.137453	1.5033775
بنك مصر إيران للتنمية - الثاني	4.481937	113.00804
بنك الإسكندرية - الثاني	0.054378	1.9847802
البنك الأهلي المصري - الرابع	0.084744	20.374189
البنك الأهلي سوسيتيه جنرال (ثمار)	0.054924	342.17969
البنك التجاري الدولي - الأول (أصول)	0.053471	24.979971
البنك المصري لتنمية الصادرات - الثاني	0.051535	336.64568
بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث	15.55314	323.29543
المتوسط	2.683948	145.49639
الصناديق المتوازنة		
بنك مصر - الأول	146.8362	178.56309
البنك الأهلي المصري - الثاني	216.4156	184.10665
المتوسط	181.6259	181.33487
صناديق الأسهم		
بنك كريدي أجريكول مصر - الأول	527.7545	1134.3063
بنك الإسكندرية - الأول	678.8526	1867.9388
المجموعة العربية المصرية للتأمين	1421.721	2721.5519

216.71725	337.2983	بنك مصر – الثاني
366.17429	486.4433	البنك التجاري الدولي – الثاني (استثمار)
1261.3377	690.4139	المتوسط
الصناديق الإسلامية		
415.80891	328.44	بنك فيصل الإسلامي المصري
663.5468	609.3887	بنك مصر – الرابع
638.48698	398.1313	صندوق سنابل
316.86376	322.2467	بنك التمويل المصري السعودي
668.17819	517.3325	بنك فيصل الإسلامي المصري – البنك التجاري الدولي (الأمان)
540.57693	435.1078	المتوسط

المصدر : من إعداد الباحث

نلاحظ من خلال الجدول السابق أن صناديق الدخل الثابت كانت الأكثر استقراراً بينما كانت صناديق الأسهم ومن ثم الصناديق الإسلامية الأكثر تذبذباً في معدلات نمو صافي قيمة الأصول وقد دل على ذلك انخفاض قيمة التباين والتغاير لصناديق الدخل الثابت وارتفاعه بالنسبة لصناديق الأسهم والصناديق الإسلامية وبالتالي يمكننا القول أنه خلال كامل الفترة كانت صناديق الدخل الثابت أكثر الصناديق استقراراً في الأداء مقوماً بمعدل نمو صافي قيمة الأصول تلتها الصناديق المتوازنة ومن ثم الصناديق الإسلامية وأخيراً صناديق الأسهم التقليدية.

النتيجة:

نجد أن صناديق الاستثمار التقليدية بنوعها المتوازنة والدخل الثابت استطاعت أن تثبت قدرة أكبر على تحقيق استقرار في أدائها خلال فترة الدراسة من صناديق الاستثمار الإسلامية بينما لم تستطع صناديق الأسهم التقليدية أن تحقق نفس القدر من الاستقرار في الأداء وبالتالي كانت صناديق الاستثمار الإسلامية أكثر استقراراً من صناديق الأسهم التقليدية وأقل استقراراً من صناديق الدخل الثابت والصناديق المتوازنة التقليدية.

مقارنة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية بالتقليدية من حيث قيمة معدل العائد:

يتم احتساب معدلات العائد لصناديق الاستثمار بهدف اختبار الفرضية التي تنص على:

"لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين العوائد التي تحققها صناديق الاستثمار الإسلامية وتلك التقليدية"

إذا ما كان الاستثمار يُعبّر عن التضحية بمبالغ مالية مؤكدة على أمل الحصول على مبلغ أكبر في المستقبل، وكلها غير مؤكدة فإن العائد على الاستثمار Return On (ROI) Investments هو قدرة الوحدة النقدية المستثمرة في المشروع على توليد أرباح صافية، ويتم استخراج هذا المقياس عن طريقي

صافي الربح

$$\text{المعادلة التالية}^{١٨١}: \text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{مجموع الأموال المستثمرة}} \times 100\%$$

وبالتالي يعتبر العائد مقياساً جيداً للحكم على مستوى أداء الصناديق الاستثمارية ويمكن من خلاله المفاضلة بين الصناديق لتمييز الصناديق الأفضل أداءً.

لذلك قمنا باحتساب العوائد لصناديق الاستثمار محل الدراسة لمقارنة عوائد الصناديق الإسلامية بنظيراتها التقليدية كما قمنا بدراسة علاقة الارتباط بين عوائد الصناديق الإسلامية بالتقليدية لنحدد هل تتحرك عوائد صناديق الاستثمار الإسلامية بنفس الطريقة التي تتحرك بها عوائد الصناديق التقليدية:

جدول رقم (١٥) يوضح معدل العائد لصناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية

٠٦/٦/١	٠٦/١٢/٣٠	٠٧/٦/١	٠٧/١٢/٣٠	٠٨/٦/١	٠٨/١٢/٣٠	٠٩/٦/١	٠٩/١٢/٣٠	
صناديق الدخل الثابت التقليدية								
3.24	3.31	4.31	6.49	1.88	3.58	1.5132	-1.835	صندوق الراجح
8.43	3.78	4.58	4.17	3.47	4.6	0.549	-3.662	بنك مصر إيران للتنمية - الثاني
1.41	4.4	4.62	4.27	4.46	5.14	4.5857	4.0769	بنك الإسكندرية - الثاني
1.35	4.26	4.31	3.95	4.24	5.1	3.9526	3.7555	البنك الأهلي المصري - الرابع
	2.43	4.45	4.02	4.2	4.68	4.3413	3.9766	البنك الأهلي سوسيتيه جنرال (ثمار)
-6.33	4.3	4.57	4.15	4.04	3.74	-3.434	-3.515	بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث
4.63	4.22	4.71	7.55	1.88	5.72	4.2992	4.0519	البنك التجاري الدولي - الأول (أصول)
8.43	3.78	4.58	4.17	3.47	4.6	0.549	-3.662	البنك المصري لتنمية الصادرات - الثاني
3.0228	3.81	4.516	4.846	3.455	4.645	2.0445	0.3983	المتوسط
الصناديق المتوازنة التقليدية								
-12.52	14.96	9.57	9.11	8.91	-27.65	9.8263	9.6812	بنك مصر - الأول
-14.2	15.4	12.15	13.12	-1.16	-19.24	15.533	-2.347	البنك الأهلي المصري - الثاني
-13.36	15.18	10.86	11.115	3.875	-23.445	12.679	3.6671	المتوسط
صناديق الأسهم التقليدية								

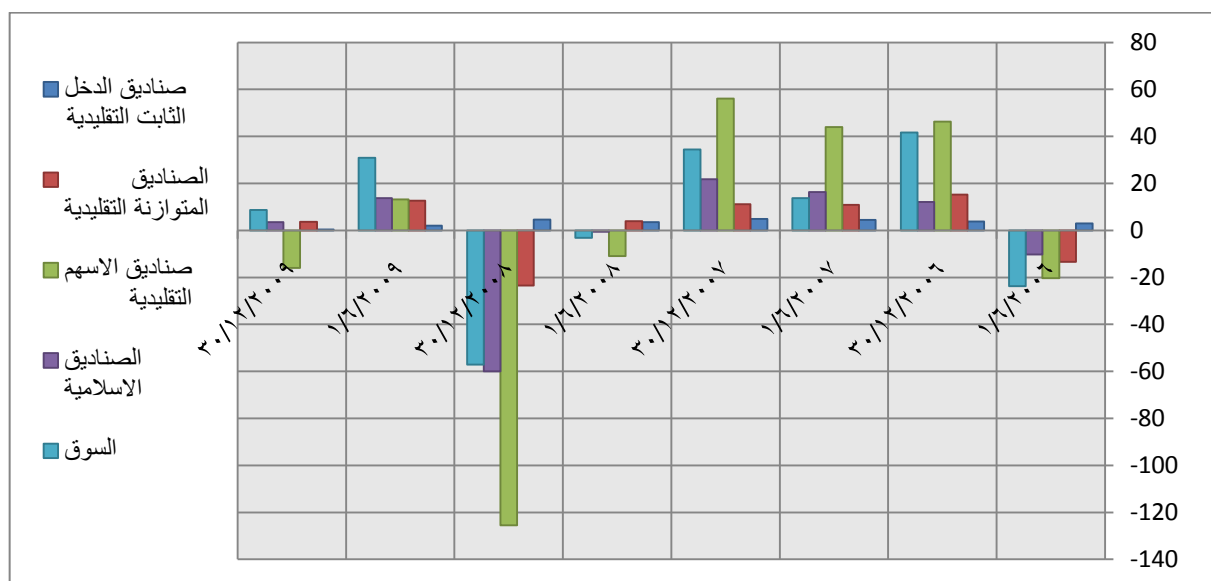
١٨١ لطفى، أمين السيد أحمد: التحليل المالي، الدار الجامعية، مصر، ٢٠٠٧، ص ١٠.

-1.674	15.896	-159	2.09	78.01	60.47	66.48	-24.85	بنك كريدي أجريكول مصر – الأول
-3.824	14.118	-244.7	-44.99	113.6	100	99.81	-45.23	بنك الإسكندرية – الأول
-78.33	17.288	-97.51	-17.85	49.5	36.9	28.14	-15.48	المجموعة العربية المصرية للتأمين
-0.676	3.4976	-55	9.66	21.51	12.63	24.66	-16.28	بنك مصر – الثاني
4.4388	14.868	-71.04	-3.52	17.85	9.69	12.44	-0.11	البنك التجاري الدولي – الثاني (استثمار)
-16.013	13.13	-125.45	-10.922	56.094	43.938	46.306	-20.39	المتوسط
الصناديق الإسلامية								
2.3119	16.66	-65.72	1.4	25.01	21.04	29	-20.21	بنك فيصل الإسلامي المصري
1.2127	13.695	-73.17	8.84	23.47	21.13	1.47		بنك مصر – الرابع
8.9302	15.387	-45.68	-11.92	27.4	7.53			صندوق سنابل
2.0166	15.913	-50.11	4.02	18.55	22.68	15.08	-0.39	بنك التمويل المصري السعودي
3.103	6.8267	-65.06	-5.55	14.64	8.98	2.8		بنك فيصل الإسلامي المصري – البنك التجاري الدولي (الأمان)
3.514	13.696	-59.94	-0.642	21.814	16.272	12.0875	-10.3	المتوسط
8.688	30.861	-57.05	-3.23	34.435	13.778	41.5977	-23.69	عائد محفظة السوق

المصدر : الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير الدورية الصادرة عن بورصتي القاهرة والإسكندرية^{١٨٢}

والشكل التالي يوضح متوسط العوائد خلال فترة الدراسة لكل نوع من أنواع الصناديق

شكل رقم (١٧) يوضح متوسطات عوائد صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية



المصدر: من إعداد الباحث.

بالنظر إلى الجدول و الشكل السابقين نلاحظ ما يلي :

^{١٨٢} الانخفاض الملاحظ في أداء محفظة السوق خلال النص الاول من عام ٢٠٠٦ يعود لمجموعة من العوامل والتي تأثرت بها السوق منها انهيار بورصات المنجقة الذي شهده بداية عام ٢٠٠٦ ممثلة بالتراجع الكبير في السوق الخليجية والذي خلق تيار بيع قوي في السوق المصرية وذلك من المستثمرين الخليجيين تحديداً وعملهم على دعم استثماراتهم في اسواقهم المحلية ، بالإضافة الى قرار البنك الفدرالي الأمريكي رفع معدل الفائدة على الدولار الأمريكي ، بالإضافة الى موجة الفلق التي صاحب المستثمرين خلال فترة الحرب على لبنان.

- شهدت صناديق الاستثمار كافة التقليدي والإسلامية بالإضافة إلى سوق الأوراق المالية انخفاض كبير في الأداء في النصف الثاني من عام ٢٠٠٨ ويدل على ذلك القيم السالبة الكبيرة في العائد ويعود السبب إلى الآثار السلبية التي لحقت بالاقتصاد المصري عامة وبسوق الأوراق المالية خاصة جراء امتداد حمى الأزمة المالية العالمية إلى السوق المصرية، ولكن هذا الأمر لا ينطبق على صناديق الدخل الثابت التقليدي التي استطاعت أن تحقق معدلات عائد ايجابية رغم تداعيات الأزمة بل إن جميع صناديق الدخل الثابت التقليدية باستثناء صندوق "بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث" استطاعت أن تحقق عائد ايجابي أفضل من العائد الذي حققته في النصف الأول من عام ٢٠٠٨ ويعود السبب برأي الباحث إلى اعتماد هذه الصناديق على السندات بشكل كبير في محافظها وبالتالي استطاعت أن تحقق عوائد مستقرة نوعاً ما متمثلة بأسعار الفائدة على السندات.
- حققت صناديق الأسهم التقليدية العائد الأكبر بين الصناديق خلال فترة الانتعاش المتمثلة بالنصف الثاني من ٢٠٠٦ والنصف الأول و الثاني من عام ٢٠٠٧ بينما كانت الأشد انخفاضاً في فترات التراجع المتمثلة في النصف الأول من عام ٢٠٠٦ والنصف الأول والثاني من عام ٢٠٠٨.
- حققت صناديق الاستثمار الإسلامية وكذلك صناديق الاستثمار التقليدية المتوازنة عوائد ايجابية جيدة خلال فترات الانتعاش وعوائد سالبة خلال فترات التراجع للسوق ولكن كانت الصناديق الإسلامية هي الأكثر تراجعاً من المتوازنة خلال النصف الثاني من ٢٠٠٨ سالكتاً بذلك طريق صناديق الأسهم . وبالتالي يمكننا القول أن صناديق الاستثمار الإسلامية تقترب جداً من أداء كل من صناديق الأسهم التقليدية و الصناديق المتوازنة وذلك من حيث قيمة معدل العائد بينما تبعد في أدائها عن صناديق الدخل الثابت التقليدي وذلك بالنسبة لمعدل العائد أيضاً. ولزيادة في الإيضاح الجدول التالي يبين لنا علاقات الارتباط بين متوسط العائد لصناديق الاستثمار الإسلامية وتلك التقليدية بالإضافة إلى أداء السوق خلال فترة الدراسة.

Correlations

		دخل ثابت	متوازن	أسهم	إسلامي	السوق
دخل ثابت	Pearson Correlation	1	-.113	.048	-.164	-.129
	Sig. (2-tailed)		.790	.911	.698	.761
	N	8	8	8	8	8
متوازن	Pearson Correlation	-.113	1	.905**	.925**	.970**
	Sig. (2-tailed)	.790		.002	.001	.000
	N	8	8	8	8	8
أسهم	Pearson Correlation	.048	.905**	1	.968**	.920**
	Sig. (2-tailed)	.911	.002		.000	.001
	N	8	8	8	8	8
إسلامي	Pearson Correlation	-.164	.925**	.968**	1	.925**
	Sig. (2-tailed)	.698	.001	.000		.001
	N	8	8	8	8	8
السوق	Pearson Correlation	-.129	.970**	.920**	.925**	1
	Sig. (2-tailed)	.761	.000	.001	.001	
	N	8	8	8	8	8

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

المصدر : من إعداد الباحث

بالنظر إلى الجدول السابق نلاحظ ما يلي :

- كانت درجة الارتباط بين متوسط العوائد التي حققتها صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الأسهم التقليدية قوي جداً وصلت إلى ٩٦.٨% وبدرجة معنوية ٠% وبالتالي فإن أي صعود أو هبوط في عوائد الصناديق الإسلامية يلزمها حركة مماثلة في عوائد صناديق الأسهم، ويمكن لنا تفسير النتيجة السابقة أنه بما أن العائد على وثيقة الاستثمار التي طرحها الصناديق الاستثمارية للاكتتاب يساوي مجموع العوائد التي تحققها الأوراق المالية التي تتضمنها محفظة الصندوق مقسمة على عدد الوثائق ونتيجة للتقارب الكبير بين مكونات محفظة الصناديق الإسلامية وصناديق الأسهم حيث أن كلا النوعين يعتمد في تنويع محفظته على الأسهم فهذا ينعكس بشكل كبير على درجة الارتباط بين متوسط عوائد هذين النوعين من الصناديق.
- كما نلاحظ درجة الارتباط المعنوي الكبيرة أيضاً بين متوسط عوائد الصناديق الإسلامية والصناديق المتوازنة التقليدية والتي بلغت ٩٢.٥% وبمستوى معنوية ٠.١% والأمر ذاته ينطبق على درجة الارتباط المعنوي الكبير بين متوسط عوائد ١ لصناديق الإسلامية وعائد محفظة السوق .
- كما نجد درجة الارتباط المعنوي الكبير بين كل من متوسط معدل العائد لصناديق الإسلامية و صناديق الأسهم والصناديق المتوازنة التقليدية بعائد السوق وبالتالي يمكننا القول أن عوائد هذه الصناديق تتبع عوائد السوق صعوداً وهبوطاً بدرجة كبيرة .
- أما فيما يتعلق بعلاقة الارتباط بين متوسط عائد صناديق الدخل الثابت التقليدية والصناديق الإسلامية فنلاحظ أن الارتباط سالب وضعيف جداً وبمستوى معنوية

٦٩.٨ % وبالتالي يمكننا القول بعدم وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين متوسط عوائد الصناديق الإسلامية ومتوسط عوائد صناديق الدخل الثابت التقليدية.

بالنتيجة يمكننا القول :

نرفض الفرضية الابتدائية القائلة بعدم وجود علاقة ارتباط معنوي بين معدل عائد صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية وذلك بنوعيهما (الأسهم ، المتوازنة) ونقر بمعنوية الفرضية البديلة القائلة بوجود علاقة ذات دلالة معنوية بين معدل العائد لصناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار التقليدية بنوعيهما (الأسهم ، المتوازنة) بينما نقبل الفرضية الابتدائية بالنسبة لصناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الدخل الثابت حيث لا توجد أي علاقة ارتباط بين هذين النوعين من الصناديق

مقارنة صناديق الاستثمار الإسلامية بالتقليدية من حيث القدرة على التنويع :

تم قياس القدرة على التنويع بهدف اختبار الفرضية القائلة :

"تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية أكثر قدرة على تنويع استثماراته من نظيراتها التقليدية "

ونستطيع معرفة درجة التنويع في صندوق الاستثمار، من خلال معرفة حجم المخاطر غير المنتظمة التي يتعرض لها الصندوق، وتقاس هذه الأخيرة عن طريق معامل التحديد r^2 ، حيث تساوي المخاطر غير المنتظمة $(1-r^2)$ ، حيث (r) هو معامل الارتباط (بيرسون) بين معدل العائد على محفظة الصندوق ومعدل العائد على محفظة السوق، فالصندوق الذي تكون قيمة معامل التحديد له ٠.٧، فإن ذلك يدل على أن نسبة المخاطر التي يمكن التخلص منها تبلغ ٠.٣ من المخاطر الكلية^{١٨٣}، فلو وُجدَ صندوقان لهما قيمة بيتا نفسها، ولكن قيمة معامل التحديد بالنسبة لأحدهما أقل من قيمته للصندوق الآخر، فإن صندوق الاستثمار ذا معامل التحديد الأقل يتمتع بمخاطر أكبر (لأن ذلك يعني ازدياد نسبة المخاطر التي يمكن التخلص منها)؛ أي بعبارة أخرى كلما اقتربت قيمة معامل التحديد من الواحد، كانت المحفظة الاستثمارية ذات مستوى تنويع أعلى^{١٨٤}.

جدول رقم (١٧) يوضح قيمة معامل التحدي لكافة صناديق الاستثمار موضوع الدراسة

اسم الصندوق	معامل التحديد لكامل الفترة %	معامل التحديد للفترة الأولى %	معامل التحديد للفترة الثانية %
صناديق الدخل الثابت التقليدية			
صندوق الرابع	0.42580984	18.3081089	36.26449404
بنك مصر إيران للتنمية - الثاني	11.02797576	92.90042491	40.4784429
بنك الإسكندرية - الثاني	2.597024137	77.46764273	53.51552676
البنك الأهلي المصري - الرابع	0.35657813	79.55957005	86.17103562
البنك الأهلي سوسيتيه جنرال (ثمار)	0.644272355	46.48055686	48.07170278
بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث	1.501980629	81.74809225	56.60213387
البنك التجاري الدولي - الأول (أصول)	0.184240336	9.65632293	21.2171462
البنك المصري لتنمية الصادرات - الثاني	11.02797576	92.90042491	40.4784429
المتوسط	3.470732118	62.37764294	47.84986563
المتوازنة التقليدية للصناديق			
البنك الأهلي المصري - الثاني	90.60853359	89.39244873	91.54976371
بنك مصر - الأول	85.64018521	90.27778422	86.95952543
المتوسط	88.1243594	89.83511648	89.25464457
صناديق الأسهم التقليدية			
بنك كريدي أجريكول مصر - الأول	84.88670612	88.42641696	90.48535543
بنك الإسكندرية - الأول	84.20613194	84.80827387	95.6564022
المجموعة العربية المصرية للتأمين	59.54365805	72.55057645	58.5540854
بنك مصر - الثاني	85.966783	98.11482491	79.6369138
البنك التجاري الدولي - الثاني (استثمار)	77.86838343	84.86608243	96.25917688
المتوسط	78.49433251	85.75323492	84.11838674
الصناديق الإسلامية			
بنك فيصل الإسلامي المصري	93.67978346	92.38817403	95.53584671

^{١٨٣} هندي، منير إبراهيم — ١٩٩٦ — الفكر الحديث في مجال الاستثمار — منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ص ٢٦٥.

89.10903135	13.18649284	65.04114503	بنك مصر - الرابع
96.34843838	17.07042718	69.45412665	صندوق سنايل
95.09978728	56.19235746	78.75033854	بنك التمويل المصري السعودي
93.77791032	28.64892986	69.81235972	بنك فيصل الإسلامي المصري - البنك التجاري الدولي (الأمان)
93.97420281	41.49727627	75.34755068	المتوسط
100	100	100	عائد محفظة السوق

المصدر: الجدول من إعداد الباحث^{١٨٥}

يتضح من الجدول السابق ما يلي :

- حققت جميع محافظ الصناديق الاستثمارية سواء التقليدية منها أو الإسلامية مستوى تنويع أقل من محفظة السوق وذلك في جميع الفترات .
- بملاحظة الفترة بأكملها نجد أن صناديق الدخل الثابت حققت أقل مستوى تنويع بين الصناديق ويدل على ذلك انخفاض قيمة معامل التحديد لهذه الصناديق .
- حقق صندوق فيصل الإسلامي أكبر مستوى تنويع بين جميع الصناديق خلال كامل الفترة وذلك بقيمة معامل التحدي وصلت إلى "93.67978346%" تلاه في مستوى التنويع الصناديق المتوازنة التقليدية .
- حققت الصناديق المتوازنة أفضل تنويع بالمتوسط وذلك بقيمة لمعامل التحديد وصلت إلى (88.1243594%) وذلك لكامل الفترة .
- بمقارنة متوسط معامل التحديد لكل نوع من أنواع الصناديق نجد أن صناديق الاستثمار الإسلامية استطاعت أن تحقق مستوى تنويع أفضل من صناديق الدخل الثابت الإسلامية واقتربت من التنويع الذي حققت صناديق الأسهم التقليدية ولكن لم تستطع أن تتخطاه الإسلامية^{١٨٦} .
- أما بالنسبة للفترة الأولى فنلاحظ أن جميع صناديق الاستثمار الإسلامية باستثناء صندوق بنك فيصل الإسلامي لم تستطع تحقيق مستوى التنويع الكافي ويدل على ذلك الانخفاض الكبير في قيمة معامل التحديد لهذه الصناديق بينما استطاعت معظم الصناديق الاستثمارية التقليدية باستثناء صندوق " البنك التجاري الدولي - الأول (أصول)" أن تحقق مستوى تنويع جيد تجاوزت قيمة معامل التحديد له ٧٥% ويرى الباحث أن سبب الانخفاض الكبير في قيمة معامل التحديد لصناديق الاستثمار الإسلامية خلال الفترة الأولى إنما يعود لحدثة هذه الصناديق في السوق المصرية .
- أما خلال الفترة الثانية فنلاحظ التفوق الواضح لمعظم الصناديق الإسلامية على كافة الصناديق التقليدية حيث حققت صناديق الاستثمار مجتمعة متوسط قيمة لمعامل التحديد وصلت إلى ٩٤% وهي تدل على مستوى تنويع جيد بينما لم تتجاوز هذه النسبة ٨٤.٥% لصناديق الأسهم التقليدية مجتمعة كما لم تتجاوز ٤٨% لصناديق الدخل

^{١٨٥} ملاحظة : يقوم هذا المقياس على اعتبار أن محفظة السوق (مقومة بإحدى المؤشرات) قادرة على تحقيق أكبر قدر من التنويع لذلك من الملاحظ قيمة R^2 المرتفعة جداً ١٠٠% لمحفظة السوق وبالتالي هذه المحفظة قادرة على تقليل المخاطر غير المنتظمة الى الحد الأدنى.

^{١٨٦} تركزت استثمارات الصناديق الإسلامية استثماراتها في قطاعات الغاز والبتروك والاسمنت والاسكان والكيماويات ومواد البناء والمقاولات والاتصالات وقد تقاربت هذه النسب مع النسب القطاعية التي تعتمد عليها صناديق الأسهم التقليدية .

الثابت التقليدية ، بينما استطاعت الصناديق المتوازنة التقليدية أن تحافظ على مستوى تنويع شبه ثابت وصل إلى ٨٩.٢٥ %.

النتيجة :

بالنسبة للفترة بأكملها نستطيع القول أن محفظة السوق كانت هي الأفضل تنويع مرجحة بمعامل التحدي تلتها الصناديق المتوازنة التقليدية لتليها صناديق الأسهم الثقيل يديّة ومن ثم الصناديق الإسلامية لتأتي صناديق الدخل الثابت التقليدية في مؤخرة التصنيف من حيث مستوى التنويع ، ويرى الباحث أن تفوق صناديق الأسهم التقليدية على الصناديق الإسلامية إنما يعود إلى قدم هذه الصناديق في السوق المصرية وخبرتها في تنويع استثماراتها ، وكون الصناديق الإسلامية لا تعتمد التنويع القائم على إدخال استثمارات حقيقة في محفظتها الاستثمارية، بل تقتصر على تنويع استثماراتها ضمن باقة من الأسهم المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية .

وبالنسبة للفترة الأولى كانت قدرة الصناديق الإسلامية -باستثناء صندوق فيصل الإسلامي- ضعيفة جداً حيث جاءت هذه الصناديق في آخر التصنيف بين بقية الأنواع من الصناديق من حيث القدرة على التنويع .

بينما أثبتت هذه الصناديق خلال الفترة الثانية أنها قادرة على تشكيل محفظة استثمارية بتنويع متميز إذا ما أعطيت الوقت الكافي لذلك ويدل على ذلك ارتفاع قيمة معامل التحديد لها وبالتالي نستطيع القول أن صناديق الاستثمار الإسلامية وخلال امتداد أثار الأزمة المالية العالمية إلى السوق المصرية استطاعت إن تنوع استثماراتها بطريقة أفضل من باقي الصناديق بهدف تقليل المخاطر على المستثمرين .

وبالنتيجة نستطيع قبول الفرضية الصفرية بالنسبة للفترة الثانية من الدراسة بينما لا نستطيع قبولها بالنسبة للفترة الأولى ، أما بالنسبة لكامل الفترة فنرفض الفرضية الصفرية جزئياً حيث لم تستطع صناديق الاستثمار الإسلامية تحقيق تنويع أفضل من صناديق الأسهم والصناديق المتوازنة بينما استطاعت أن تحقق تنويع أفضل من التنويع الذي حققته صناديق الدخل الثابت التقليدية .

مقارنة أداء صناديق الاستثمار الإسلامية بالتقليدية من خلال العائد المرجح بالمخاطر:

يتم تقييم أداء صناديق الاستثمار بشقيها التقليدي والإسلامي من خلال اختبار مدى صحة الفرضية الرئيسية التالية :

"لا يوجد اختلاف بين مستوى أداء محفظة الأوراق المالية بصناديق الاستثمار التقليدية عنها في تلك الإسلامية".

وتشتمل هذه الفرضية على الفرضيات الفرعية التالية :

٤. لا يوجد اختلاف في قيمة العائد لكل وحدة مخاطر كلية بين محافظ الأوراق المالية بصناديق الاستثمار التقليدية والمحافظ الاستثمارية للصناديق الإسلامية .
٥. لا يوجد اختلاف في قيمة العائد لكل وحدة مخاطر منتظمة بين محافظ الأوراق المالية بصناديق الاستثمار التقليدية والمحافظ الاستثمارية للصناديق الإسلامية.
٦. لا يوجد اختلاف في قيمة العائد غير العادي بين محافظ الاستثمار التي تشكلها صناديق الاستثمار بنوعها الإسلامي والتقليدي ومحفظة السوق".

١ العائد الكلي لكل وحدة مخاطر كلية : Reward to Variability

تم قياس العائد لكل وحدة مخاطر كلية بهدف اختبار الفرضية التي تنص على :

"لا يوجد اختلاف في قيمة العائد لكل وحدة مخاطر كلية بين محافظ الأوراق المالية بصناديق الاستثمار التقليدية والمحافظ الاستثمارية للصناديق الإسلامية".

ولقد قام الباحث باختبار هذه الفرضية عن طريق حساب مؤشر شارب Sharp Ratio لكل صندوق على حداً ثم لمجموع الصناديق المتقاربة من حيث تشكيلة محفظتها الاستثمارية وذلك لكامل الفترة الممتدة من ٢٠٠٦/١/١ حتى ٢٠١٠/١/١ وذلك طبقاً للمعادلة التالية:

$$\text{مؤشر شارب} = \frac{\text{متوسط العائد الزائد لمحفظة الصندوق عن العائد الخالي من المخاطر}^{187}}{\text{الانحراف المعياري لمحفظة الصندوق}}$$

واستخدم الباحث مؤشر Case30 كتقدير لمحفظة السوق ومعدل العائد على أدون الخزينة قصيرة الأجل "٩١ يوم" كتقدير لمعدل العائد الخالي من المخاطر.

جدول رقم (١٨) يوضح العائد لكل وحدة مخاطر كلية مقاسه بمؤشر شارب

اسم الصندوق	متوسط العائد الزائد	الانحراف المعياري	مؤشر شارب
صناديق الدخل الثابت التقليدية			
صندوق الراجح	-0.06381475	0.022622668	-2.82083
بنك مصر إيران للتنمية - الثاني	-0.05952875	0.032914621	-1.80858
بنك الإسكندرية - الثاني	-0.05072175	0.010647613	-4.76367
البنك الأهلي المصري - الرابع	-0.053277375	0.010229867	-5.20802
البنك الأهلي سوسيتيه جنرال (ثمار)	-0.051785143	0.006851344	-7.55839
بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث	-0.08252375	0.042434126	-1.94475
البنك التجاري الدولي - الأول (أصول)	-0.045598625	0.014956216	-3.04881
البنك المصري لتنمية الصادرات - الثاني	-0.05952875	0.032914621	-1.80858

^{١٨٧} متوسط العائد الزائد لمحفظة الصندوق عن العائد الخالي من المخاطر = متوسط العائد على محفظة الصندوق - العائد الخالي من المخاطر

-3.62020375	0.021696385	-0.058347362	المتوسط
الصناديق المتوازنة التقليدية			
-0.52616	0.128962853	-0.067855	البنك الأهلي المصري - الثاني
-0.46696	0.138267791	-0.064565625	بنك مصر - الأول
-0.49656	0.133615322	-0.066210313	المتوسط
صناديق الأسهم التقليدية			
-0.06373	0.708388103	-0.0451475	بنك كريدي أجريكول مصر - الأول
-0.09621	1.101210443	-0.105945	بنك الإسكندرية - الأول
-0.37388	0.504441688	-0.1886025	المجموعة العربية المصرية للتأمين
-0.38225	0.240477566	-0.091923	بنك مصر - الثاني
-0.41149	0.270128125	-0.111154	البنك التجاري الدولي - الثاني (استثمار)
-0.265512	0.564929185	-0.1085544	
الصناديق الإسلامية			
-0.2724	0.293903527	-0.080060125	بنك فيصل الإسلامي المصري
-0.31452	0.30749893	-0.096714	بنك مصر - الرابع
-0.37729	0.236370674	-0.089179667	صندوق سنابل
-0.26347	0.217203295	-0.0572255	بنك التمويل المصري السعودي
-0.55839	0.252274436	-0.140868286	بنك فيصل الإسلامي المصري - البنك التجاري الدولي (الأمان)
-0.357214	0.261450172	-0.092809516	المتوسط
-0.11342	0.310312338	-0.035195204	عائد محفظة السوق

المصدر : الجدول من إعداد الباحث

بالنظر للجدول السابق نلاحظ:

- كان متوسط العائد الزائد لمحفظة الصندوق عن العائد الخالي من المخاطر لجميع الصناديق خلال فترة الدراسة كاملة سالباً وبالتالي يمكننا القول أنه لم يستطع أي من الصناديق الإسلامية أو التقليدية أن يحقق معدل عائد أعلى من معدل العائد المحقق على أذن الخزينة في نفس الفترة .
- بالنسبة للمخاطر الكلية التي تتعرض لها الصناديق الاستثمارية نلاحظ أن صناديق الأسهم التقليدية كانت أكثر الصناديق عرضة للمخاطر الكلية ويدل على ذلك قيمة الانحراف المعياري والتي بلغت بالمتوسط (0.564929185) تلتها الصناديق الإسلامية ومن ثم الصناديق المتوازنة التقليدية فصناديق الدخل الثابت التقليدية .
- حققت جميع صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية معدلات عائد سالبة لكل وحدة مخاطر كلية وهذا الأمر ينطبق أيضاً على محفظة السوق التي لم تستطع أن تحقق معدل عائد إيجابي على كل وحدة مخاطر كلية لها.
- تراوح العائد لك ل وحدة مخاطر كلية في صناديق الدخل الثابت التقليدية بين (1.80858-) لصندوق " البنك المصري لتنمية الصادرات - الثاني " وبين (7.55839-) "البنك الأهلي سوسيتيه جنرال (ثمار)" كما كان متوسط العائد لكل وحدة مخاطر كلية لهذا النوع من الصناديق (-3.62020375).

بالنسبة للصناديق المتوازنة التقليدية فقد حققت متوسط عائد لكل وحدة مخاطر كلية فيها

(-0.49656) .

وبالنسبة لصناديق الأسهم التقليدية فقد تراوحت قيمة العائد لكل وحدة مخاطر فيها بين **(-0.06373)** لصندوق " بنك كريدي أجريكول مصر – الأول" وبين **(-0.41149)** لصندوق " البنك التجاري الدولي – الثاني (استثمار)" وبمتوسط بلغ **(-0.265512)**

بينما تراوح العائد لكل وحدة مخاطر كلية في الصناديق الإسلامية بين **(-0.26347)** لصندوق " بنك التمويل المصري السعودي " وبين **(-0.55839)** لصندوق " بنك فيصل الإسلامي المصري – البنك التجاري الدولي (الأمان)" كما كان متوسط العائد لكل وحدة مخاطر كلية بالنسبة للصناديق الإسلامية **(-0.357214)**.

نتيجة لكون جميع قيم معدل العائد الزائد هي سالبة ستتم المقارنة بين صناديق الاستثمار من حيث القيمة المطلقة لمؤشر شارب وبالتالي فقد تفوقت كل من صناديق الدخل الثابت والصناديق المتوازنة التقليدية على الصناديق الإسلامية بينما لم تستطع صناديق الأسهم التقليدية تجاوز الصناديق الإسلامية من حيث معدل العائد على كل وحدة مخاطر كلية .

- مقارنة أداء صناديق الاستثمار كافة بأداء محفظة السوق نلاحظ أن جميع الصناديق الإسلامية حققت أفضلية في الأداء على محفظة السوق كذلك الأمر بالنسبة لصناديق الاستثمار التقليدية فيما عدا صندوق " بنك كريدي أجريكول مصر – الأول، بنك الإسكندرية – الأول" اللذان لم يستطيعا تخطي أداء محفظة السوق.

النتيجة :

وفي ضوء الملاحظات السابقة يرى الباحث أن أداء محافظ الصناديق الاستثمار بشقيها الإسلامي والتقليدي -ورغم تفوق معظمها على أداء محفظة السوق- ضعيف جداً إذا ما قورن بالاستثمار الخالي من المخاطر ، حيث لم تستطع الصناديق الاستثمارية أن تحقق معدل العائد الذي يتم تحقيقه عند الاستثمار في أدون الخزنة ، واتضح ذلك من الإشارة السالبة للعائد الزائد للصناديق لجميع الصناديق .

ويعني هذا أن حملة وثائق صناديق الاستثمار بشقيها الإسلامي والتقليدي يتحملون مخاطر كلية مرتفعة دون الحصول على عائد مقابل هذه المخاطر الكلية . في حين أن المستثمرون في أدون الخزنة يحققون عائداً أعلى يتمثل في معدل العائد على أدون الخزنة دون تحمل هذه المخاطر .

ورغم ما سبق ذكره نلاحظ أن صناديق الاستثمار الإسلامية تفوقت على صناديق الأسهم التقليدية وعلى أداء السوق بينما لم تستطع التفوق على كل من صناديق الدخل و الصناديق المتوازنة التقليدية وذلك خلال كامل فترة الدراسة .

شهدت البورصة المصرية خلال عام ٢٠٠٨ انخفاضاً شديداً في أدائها دل على ذلك انخفاض معدل العائد على محفظة السوق ويعزى هذا الانخفاض إلى امتداد تأثيرات الأزمة المالية العالمية إلى السوق المصرية في تلك الفترة لذلك اقترح الباحث تقسيم فترة الدراسة إلى فترتين أساسيتين الفترة الأولى الممتدة من ٢٠٠٦/١/١ إلى نهاية ٢٠٠٧/١٢/٣٠ والفترة الثانية من

٢٠٠٨/١/١ إلى ٢٠١٠/١/١ ليتم خلال هاتان الفترتين دراسة أداء صناديق الاستثمار قبل
الأزمة وبعد الأزمة

الجدول رقم (١٧) يوضح العائد لكل وحدة مخاطر كلية مقاسه بمؤشر شارب وذلك خلال فترتين جزئيتين الفترة الأولى الممتدة من ٢٠٠٦/١/١ إلى ٢٠٠٧/١٢/٣٠ والفترة الثانية من ٢٠٠٨/١/١ إلى ٢٠١٠/١/١

الفترة الثانية			الفترة الأولى			
متوسط العائد الزائد	الانحراف		متوسط العائد الزائد	الانحراف	اسم الصندوق	
مؤشر شارب			مؤشر شارب			
صناديق الدخل الثابت التقليدية						
-4.60759	-0.09043	0.019626	-2.83354	-0.0372	0.013128	صندوق الرابع
-2.8467	-0.09088	0.031926	-1.51207	-0.02818	0.018633	بنك مصر إيران للتنمية – الثاني
-15.1272	-0.05762	0.003809	-3.33608	-0.04383	0.013137	بنك الإسكندرية – الثاني
-11.8105	-0.06065	0.005136	-3.73082	-0.0459	0.012303	البنك الأهلي المصري – الرابع
-23.6125	-0.06028	0.002553	-3.05773	-0.05333	0.017439	البنك الأهلي سويسيتيه جنرال (ثمار)
-2.74703	-0.1012	0.036839	-1.38123	-0.06385	0.046227	بنك كريدي أجريكول مصر –الثالث
-4.61623	-0.0634	0.013734	-2.09791	-0.0278	0.013251	البنك التجاري الدولي – الأول (أصول)
-2.8467	-0.09088	0.031926	-1.51207	-0.02818	0.018633	البنك المصري لتنمية الصادرات – الثاني
-8.5268	-0.0769	0.01819	-2.43268	-0.04103	0.0190	المتوسط
الصناديق المتوازنة التقليدية						
-0.98615	-0.12131	0.123014	-0.11924	-0.0144	0.120	البنك الأهلي المصري – الثاني
-0.63039	-0.10136	0.160783	-0.26374	-0.02778	0.105	بنك مصر - الأول
-0.808	-0.111	0.1418	-0.19149	-0.02109	0.1130	المتوسط
صناديق الأسهم التقليدية						
-0.64332	-0.46	0.715033	0.905391	0.3697	0.408	بنك كريدي أجريكول مصر – الأول
-0.77691	-0.80177	1.031996	0.906625	0.589875	0.650	بنك الإسكندرية – الأول
-1.18197	-0.54428	0.460485	0.683488	0.167075	0.244	المجموعة العربية المصرية للتأمين
-0.80979	-0.20957	0.258798	0.159282	0.025725	0.1615	بنك مصر – الثاني
-0.71683	-0.24141	0.336	0.2934	0.0191	0.065169	البنك التجاري الدولي – الثاني (استثمار)
-0.825	-0.451406	0.5606	0.589	0.234295	0.3060	المتوسط
الصناديق الإسلامية						
-0.67752	-0.21665	0.31976	0.285698	0.056525	0.1978	بنك فيصل الإسلامي المصري
-0.64091	-0.226	0.35392	0.319581	0.0346	0.108	بنك مصر – الرابع
-0.7831	-0.186	0.238134	0.060227	0.00675	0.112	صندوق سنابل
-0.68303	-0.17368	0.254274	0.679043	0.059225	0.087218	بنك التمويل المصري السعودي
-0.87465	-0.25498	0.291518	-0.25646	-0.01453	0.056636	بنك فيصل الإسلامي المصري – البنك التجاري الدولي (الأمان)
-0.7318	-0.211724	0.2915	0.2176178	0.028514	0.112409	
-0.47948	-0.15511	0.323502	0.333957	0.084723	0.253693	عائد محفظة السوق

المصدر: الجدول من إعداد الباحث

بالنظر للجدول السابق نلاحظ :

أولاً: خلال الفترة الأولى الممتدة من ٢٠٠٦/١/١ إلى ٢٠٠٧/١٢/٣٠ نلاحظ:

- استطاعت جميع صناديق الأسهم التقليدية أن تحقق معدلات عائد أفضل من العائد على أذون الخزينة. كما أن جميع الصناديق الإسلامية باستثناء صندوق "الأمان" استطاعت أن تحقق عائد أفضل من العائد على أذون الخزينة ويدل ذلك القيم الموجبة للعائد الزائد عن العائد الخالي من المخاطر ، بينما لم يستطع أي من صناديق الدخل الثابت أو الصناديق المتوازنة التقليدية تخطي العائد الخالي من المخاطر ويدل ذلك القيم السالبة لمتوسط العائد الزائد . وبالتالي استطاعت الصناديق الإسلامية التفوق في هذه الفترة على كل من صناديق الدخل والصناديق المتوازنة التقليدية بينما لم تستطع تخطي صناديق الأسهم التقليدية وذلك من حيث العائد الزائد عن المخاطر.
- تعرضت صناديق الأسهم إلى أكبر قدر من المخاطر الكلية ويدل ذلك ارتفاع قيمة الانحراف المعياري لهذه الصناديق ويبرر ذلك بالهدف الذي تسعى إليه هذه الصناديق فجميعها تهدف إلى تحقيق النمو الرأسمالي وبالتالي تهدف إلى تحقيق عوائد مرتفعة مع تحمل مخاطر مرتفعة ، تلتها الصناديق المتوازنة في حجم المخاطر الكلية ثم الصناديق الإسلامية فصناديق الدخل الثابت التقليدية كما يبرر انخفاض المخاطر الكلية لهذه الأخيرة باعتمادها الكبير على السندات وهي التي تعتبر أقل الأوراق المالية مخاطرة ولكن ضمن عائد محدود .
- لم تستطع كل من صناديق الدخل الثابت والصناديق المتوازنة التقليدية تحقيق معدلات عائد ايجابية على كل وحدة مخاطر كلية بينما استطاعت جميع صناديق الأسهم التقليدية بالإضافة إلى الصناديق الإسلامية باستثناء صندوق "الأمان" أن تحقق قيم موجبة لمعدل العائد لكل وحدة مخاطر كلية .
- بمقارنة أداء صناديق التقليدية بالصناديق الإسلامية مقوماً بمؤشر شارب "العائد على كل وحدة مخاطر كلية" خلال الفترة الأولى نرى أن الصناديق الإسلامية تفوقت على كل من صناديق الدخل الثابت والصناديق المتوازنة التقليدية بينما لم تستطع التفوق على أداء صناديق الأسهم التقليدية ويرى الباحث أن ذلك يعود إلى كون الهدف الذي تسعى إلى تحقيقه الصناديق الإسلامية محل الدراسة بشكل عام هو تحقيق عائد مجد لأصحاب الوثائق وذلك بالاعتماد على تشكيلة من الأسهم المتفقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية بينما صناديق الأسهم تهدف إلى تحقيق النمو الرأسمالي وبالتالي الصناديق الإسلامية تهدف إلى تحقيق عائد مع تقليل المخاطر بينما الأسهم التقليدية تهدف إلى تعظيم العائد مع إيلاء أهمية قليلة للمخاطر وهذا ما يدل عليه الارتفاع الكبير في المخاطر الكلية التي تتعرض لها صناديق الأسهم مع ترافق هذه المخاطر بعوائد كبيرة بينما الصناديق الإسلامية استطاعت تحقيق عائد أعلى من العائد على أذون الخزينة ولكن بمخاطر أقل.

ثانياً: خلال الفترة الثانية الممتدة من ٢٠٠٨/١/١ إلى ٢٠١٠/١/١:

- خلال الفترة الثانية شهدت جميع الصناديق التقليدية والإسلامية تراجعاً في قيمة العائد الزائد عن العائد الخالي من المخاطر ، كما نلاحظ ارتفاع المخاطر الكلية التي تتعرض لها كافة صناديق الأسهم التقليدية بالإضافة إلى الصناديق المتوازنة التقليدية والصناديق الإسلامية بينما نلاحظ انخفاض في المخاطر الكلية للكثير من صناديق الدخل الثابت التقليدية ، ويرى الباحث أن السبب الرئيسي وراء الانخفاض في العائد والزيادة في المخاطر الكلية إنما يعود بشكل كبير إلى الزيادة في المخاطر المنتظمة الناتجة عن تداعيات الأزمة المالية العالمية .
- حققت جميع الصناديق الإسلامية والتقليدية قيم سالبة في مؤشر شارب وبالتالي حققت معدلات عائد سالبة على كل وحدة خطر كلية ، كما نلاحظ أن صناديق الأسهم التقليدية هي الأشد تراجعاً في قيمة العائد على المخاطر تلتها الصناديق الإسلامية فالصناديق المتوازنة التقليدية فصناديق الدخل الثابت

وبالنتيجة:

نجد تفوق صناديق الأسهم التقليدية على باقي الصناديق التقليدية والإسلامية خلال الفترة الأولى ، كما تفوقت الصناديق الإسلامية على كل من الصناديق المتوازنة وصناديق الدخل الثابت التقليدية ، كما نلاحظ التراجع الكبير الذي لحق بكل من صناديق الأسهم التقليدية والصناديق الإسلامية ، بينما كان التراجع قليل في أداء باقي الأنواع من الصناديق ، أما خلال الفترة كاملة ورغم الأداء السلبي لمعظم الصناديق حيث لم يستطع أي منها تحقيق عائد أعلى من العائد الخالي من المخاطر وبالتالي تحقيق معدلات عائد سالبة على كل وحدة مخاطر إلا أن الصناديق الإسلامية حققت أداء أفضل من صناديق الأسهم التقليدية بينما لم تستطع تخطي أداء صناديق الدخل الثابت والصناديق المتوازنة التقليدية .

وخلاصة ما سبق هو عدم صحة الفرضية الصفرية **Null Hypothesis** الأولى وقبول الفرضية البديلة ، حيث يوجد اختلاف في قيمة العائد لكل وحدة مخاطر كلية بين محافظ الأوراق المالية بصناديق الاستثمار التقليدية ومحافظ الاستثمار بصناديق الاستثمار الإسلامية ويتمثل الاختلاف في أن أداء محافظ الاستثمار للصناديق الإسلامية كانت أفضل من أداء محافظ الاستثمار لصناديق الدخل الثابت والمتوازنة التقليدية وذلك خلال الفترة الأولى وكانت أقل كفاءة خلال الفترة الثانية وذلك طبقاً لمقياس العائد لكل وحدة مخاطر كلية ، وبالنسبة لكامل الفترة نلاحظ تفوق صناديق الدخل الثابت والمتوازنة التقليدية على أداء الصناديق الإسلامية واقترب أداء هذه الصناديق الإسلامية من أداء صناديق الأسهم التقليدية مع تفوق نسبي لصناديق الأسهم التقليدية .

٢- العائد لكل وحدة مخاطر منتظمة Reward To Volatility:

تم قياس العائد لكل وحدة مخاطر منتظمة بهدف التحقق من صحة الفرضية الفرعية الثانية والتي تنص على أنه:

"لا يوجد اختلاف في قيمة العائد لكل وحدة مخاطر منتظمة بين محافظ الأوراق المالية بصناديق الاستثمار التقليدية والمحافظ الاستثمار للصناديق الإسلامية".

ولقد قام الباحث باختبار صحة هذه الفرضية عن طريق قياس نسبة ترينور Treynor لكافة الصناديق بالإضافة للسوق وذلك طبقاً للمعادلة التالية :

$$\text{نسبة ترينور} = \frac{\text{متوسط العائد الزائد لمحفظة الصندوق عن العائد الخالي من المخاطر}}{\text{بيتا}}$$

كما هو واضح فإن نسبة ترينور شبيهة بنسبة شارب فيما عدا أن شارب يركز على المخاطر الكلية التي تتعرض لها المحفظة الاستثمارية مقاسة بالانحراف المعياري بينما ترينور يركز على المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها المحفظة الاستثمارية مقاسة بمعامل بيتا .

وبذلك يفترض ترينور أن المستثمر العادي يمكنه من خلال التنوع البسيط أن يتخلص كلياً من المخاطر غير المنتظمة (الخاصة)، ويُقصد بالتنوع البسيط تكوين محفظة مكونة من عشر أوراق مالية مختارة عشوائياً.

ويقضي هذا المقياس بأنه إذا كان التخلص من المخاطر غير المنتظمة أمراً يسيراً إلى هذا الحد، فإنه يمكن الإدعاء بأن الإدارة المحترفة التي تتولى صناديق الاستثمار يمكنها أن تشكل مكونات تلك الصناديق بطريقة تنطوي على المخاطر المنتظمة . بمعنى آخر يجب أن يتمثل مقياس مخاطر صناديق الاستثمار في معامل بيتا ، وليس في الانحراف المعياري، لذلك فإن معادلة ترينور تدل على العائد الذي تحققه محفظة الأوراق المالية مقابل كل وحدة واحدة من المخاطر المنتظمة.

أيضاً اعتمد الباحث في حساب نسبة ترينور على مؤشر Case30 كتقدير لمحفظة السوق لحساب العائد لكل وحدة مخاطر منتظمة لمحفظة السوق ولتقدير قيم بيتا لمحافظ الصناديق الاستثمارية ، وكذلك استخدم معدل العائد على أذون الخزانة قصيرة الأجل (٩١ يوم) كتقدير لمعدل العائد الخالي من المخاطر

جدول رقم (٢٠) يوضح العائد لكل وحدة مخاطر منتظمة بالنسبة للصناديق الاستثمارية

الصندوق اسم	Beta	متوسط العائد الزائد	Treynor
صناديق الدخل الثابت التقليدية			
صندوق الرابع	0.004757	-0.06381475	-13.4143
بنك مصر إيران للتنمية – الثاني	-0.03522	-0.05952875	1.690009
بنك الإسكندرية – الثاني	0.00553	-0.05072175	-9.17282
البنك الأهلي المصري – الرابع	0.001969	-0.05327738	-27.0642
البنك الأهلي سوسيتيه جنرال (ثمار)	0.003813	-0.05178514	-13.5813

بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث	0.016759	-0.08252375	-4.92414
البنك التجاري الدولي - الأول (أصول)	0.002069	-0.04559863	-22.0413
البنك المصري لتنمية الصادرات - الثاني	-0.03522	-0.05952875	1.690009
المتوسط	-0.00444288	-0.05834736	-10.8522553
الصناديق المتوازنة التقليدية			
البنك الأهلي المصري - الثاني	0.395594	-0.067855	-0.17153
بنك مصر - الأول	0.412345	-0.06456563	-0.15658
المتوسط	0.4039695	-0.06621	-0.164055
صناديق الأسهم التقليدية			
بنك كريدي أجريكول مصر - الأول	2.103256	-0.0451475	-0.02147
بنك الإسكندرية - الأول	3.25644	-0.105945	-0.03253
المجموعة العربية المصرية للتأمين	1.254382	-0.1886025	-0.15035
بنك مصر - الثاني	0.718523	-0.091923	-0.12793
البنك التجاري الدولي - الثاني (استثمار)	0.768159	-0.111154	-0.1447
المتوسط	1.620152	-0.1085544	-0.095396
الصناديق الإسلامية			
بنك فيصل الإسلامي المصري	0.916703	-0.08006013	-0.08733
بنك مصر - الرابع	0.747566	-0.096714	-0.12937
صندوق سنابل	0.549771	-0.08917967	-0.16221
بنك التمويل المصري السعودي	0.621146	-0.0572255	-0.09213
بنك فيصل الإسلامي المصري - البنك التجاري الدولي (الأمان)	0.636889	-0.14086829	-0.22118
المتوسط	0.694415	-0.09280952	-0.138444
عائد محفظة السوق	1	-0.0351952	-0.0352

المصدر من إعداد الباحث^{١٨٨}

بالنظر للجدول السابق ومع الأخذ بعين الاعتبار بالملاحظة المرافقة نلاحظ ما يلي:

- لم تستطع أي من الصناديق التقليدية أو الإسلامية أن تحقق عوائد موجبة لكل وحدة مخاطر منتظمة ويدل على ذلك القيمة السالبة لمؤشر ترينور.
- بمقارنة قيمة معامل بيتا بالنسبة للصناديق الإسلامية والصناديق التقليدية وهو المعبر عن المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها هذه الصناديق والسوق على حد سواء نلاحظ أن قيمة معامل بيتا للصناديق الإسلامية كانت أعلى من جميع القيم التي حققتها صناديق الدخل الثابت والمتوازنة سواء كانت صناديق نمو رأسمالي أو عائد وبالتالي كانت المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الصناديق الإسلامية هي الأكبر والمخاطر المنتظمة التي تتعرض لها صناديق الدخل الثابت هي الأقل . أما عند مقارنة الصناديق الإسلامية بصناديق الأسهم فنجد أن ثلاث صناديق من أصل خمس صناديق أسهم كانت قد تأثرت بشكل أكبر من الصناديق الإسلامية بالمخاطر المنتظمة وبالمتوسط كانت صناديق الأسهم هي الأكثر تعرضاً للمخاطر المنتظمة .

^{١٨٨} ملاحظة القيمة السالبة في قيمة معامل بيتا ناتجة عن الارتباط السلبي بين عوائد صندوق الاستثمار وعائد السوق وبالتالي فالقيمة الموجبة لمؤشر ترينور هنا لا تعبر عن عوائد موجبة لكل وحدة مخاطر منتظمة لأن جميع الصناديق لم تستطع أن تحقق معدل عائد أعلى من معدل العائد على أنونات الخزينة وبالتالي سيتم معاملة كافة قيم ترينور على أنها قيم سالبة .

- تراوحت قيمة العائد لكل وحدة مخاطر منتظمة في صناديق الدخل الثابت التقليدية بين **(-4.924)** لصندوق " بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث " وبين **(-27.064)** لصندوق " البنك الأهلي المصري - الرابع " وبمتوسط بلغ **(-10.852)**، كما كانت قيمة متوسط مؤشر ترينور للصناديق المتوازنة **(-0.164)** كما تراوحت قيمة مؤشر ترينور لصناديق الأسهم التقليدية بين **(-0.021)** لصندوق " بنك كريدي أجريكول مصر - الأول " و **(-0.15035)** لصندوق " المجموعة العربية المصرية للتأمين " وبالمتوسط كانت قيمة هذا المؤشر لصناديق الأسهم **(-0.095)** . بينما كانت قيمة العائد لكل وحدة مخاطر منتظمة بالنسبة للصناديق الإسلامية متراوحة بين **(-0.087)** لصندوق " بنك فيصل الإسلامي المصري " وبين **(-0.221)** لصندوق " بنك فيصل الإسلامي المصري - البنك التجاري الدولي (الأمان) " وبمتوسط بلغ **(-0.138)** وبمقارنة القيم السابقة نلاحظ ورغم الأداء السلبي لجميع الصناديق إلا أن صناديق الدخل الثابت تفوقت على جميع الأنواع الأخرى من الصناديق كما تغلبت الصناديق الإسلامية على كل من الصناديق المتوازنة وصناديق الأسهم بالإضافة إلى تغلبها على مؤشر السوق المعتمد في هذه الدراسة ويدل على ذلك ارتفاع القيمة المطلقة لمؤشر ترينور لهذه الصناديق.
- وبمقارنة النتائج التي تم الوصول إليها من خلال مقياس ترينور مع النتائج التي تم التوصل إليها من مقياس شارب وذلك خلال كامل الفترة نجد وجود تقارب كبير حيث استطاعت الصناديق الإسلامية في كلا المقياسين التغلب على مؤشر السوق وعلى صناديق الأسهم التقليدية بينما عجزت عن تخطي أداء صناديق الدخل الثابت وبالتالي يمكننا القول أن الأثر الأكبر في المخاطر الكلية التي تتعرض لها الصناديق الاستثمارية بشكل عام إنما يعود للمخاطر المنتظمة.
- كما يرى الباحث أن أداء صناديق الاستثمار بشكل عام التقليدية منها والإسلامية خلال كامل الفترة مقوماً بمقياس العائد لكل وحدة مخاطر منتظمة كان ضعيف جداً ويدل على ذلك القيم السلبية التي حققتها معظم الصناديق وهذا ما يؤكد الاستنتاج السابق الخاص بالعائد المحقق على كل وحدة مخاطر كلية.

أيضاً نتيجة للأداء السلبي الذي لحق بالسوق المصرية نتيجة لأثار الأزمة المالية ارتأى الباحث أن يقسم فترة الدراسة أيضاً إلى فترتين كما هو الحال عند قياس العائد المرتبط بكل وحدة مخاطر كلية ليدرس أداء هذه الصناديق مقوماً بالعائد لكل وحدة مخاطر منتظمة قبل وبعد الأزمة .

جدول رقم (٢١) يوضح العائد على كل وحدة مخاطر منتظمة خلال الفترتين الفرعيتين

اسم الصندوق	الفترة الأولى		الفترة الثانية		
	متوسط العائد الزائد	Beta	متوسط العائد الزائد	Beta	
	ترينور		ترينور		
صناديق الدخل الثابت					
صندوق الرابع	-0.0372	0.022143	-1.68002	-0.09043	-2.475195
بنك مصر إيران للتنمية - الثاني	-0.02818	-0.07079	-0.397989	-0.09088	-1.447461
بنك الإسكندرية - الثاني	-0.04383	0.045576	-0.96158	-0.05762	-6.689528
البنك الأهلي المصري - الرابع	-0.0459	0.043256	-1.06113	-0.06065	-4.1159

<u>-11.01724</u>	<u>-0.00547</u>	<u>-0.06028</u>		-1.13782	0.046866	-0.05333	البنك الأهلي سوسيتيه جنرال (ثمار)
<u>-1.1812</u>	<u>-0.08567</u>	<u>-0.1012</u>		-0.38756	0.16475	-0.06385	بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث
<u>-3.242058</u>	<u>-0.01955</u>	<u>-0.0634</u>		-1.71273	0.016231	-0.0278	البنك التجاري الدولي - الأول (أصول)
<u>-1.447461</u>	<u>-0.06279</u>	<u>-0.09088</u>		<u>-0.397989</u>	<u>-0.07079</u>	<u>-0.02818</u>	البنك المصري لتنمية الصادرات - الثاني
3.9520054	-0.037019	-0.0769175		0.9671023	0.024655	-0.04103375	المتوسط
الصناديق المتوازنة							
-0.33342	0.363836	-0.12131		-0.03199	0.450082	-0.0144	البنك الأهلي المصري - الثاني
-0.21869	0.46347	-0.10136		-0.07042	0.394416	-0.02778	بنك مصر - الأول
-0.2761	0.4137	-0.111335		-0.0512	0.4222	-0.02109	صناديق الأسهم
-0.21878	2.102513	-0.46		0.244261	1.513545	0.3697	بنك كريدي أجريكول مصر - الأول
-0.25697	3.120026	-0.80177		0.249757	2.361796	0.589875	بنك الإسكندرية - الأول
-0.49969	1.089226	-0.54428		0.203573	0.820715	0.167075	المجموعة العربية المصرية للتأمين
-0.29356	0.713906	-0.20957		0.040795	0.630589	0.025725	بنك مصر - الثاني
-0.23636	1.021362	-0.24141		0.080711	0.236646	0.0191	البنك التجاري الدولي - الثاني (استثمار)
-0.301072	1.609407	-0.451406		0.1638194	1.112658	0.234295	المتوسط
الصناديق الإسلامية							
-0.22424	0.96612	-0.21665		0.075406	0.749606	0.056525	بنك فيصل الإسلامي المصري
-0.21964	1.032736	-0.22683		0.223267	0.154971	0.0346	بنك مصر - الرابع
-0.25809	0.72255	-0.18648		0.036981	0.182525	0.00675	صندوق سنايل
-0.22658	0.766505	-0.17368		0.229809	0.257714	0.059225	بنك التمويل المصري السعودي
-0.29219	0.872648	-0.25498		-0.12156	0.119492	-0.01453	بنك فيصل الإسلامي المصري - البنك التجاري الدولي (الأمان)
-0.244148	0.872112	-0.211724		0.0887806	0.292862	0.028514	
-0.15511	1	-0.15511		0.084723	1	0.084723	عائد محفظة السوق

المصدر : الجدول من إعداد الباحث^{١٨٩} :

بالنظر للجدول السابق نلاحظ:

- كان تعرض صناديق الدخل الثابت للمخاطر المنتظمة بالمتوسط هو الأقل بين الصناديق وكانت صناديق الأسهم التقليدية هي الأكثر عرضة لهذا النوع من المخاطر واستطاعت الصناديق الإسلامية أن تتجنب التعرض الكبير لمخاطر السوق وبذلك تكون صناديق الاستثمار الإسلامية أفضل من صناديق الأسهم والصناديق المتوازنة التقليدية من حيث تجنبها للمخاطر المنتظمة .
- لم تستطع أي من صناديق الدخل الثابت أو الصناديق المتوازنة التقليدية أن تحقق عائد ايجابي على كل وحدة مخاطر ويعزى السبب إلى عدم قدرة هذه الصناديق على تحقيق عائد يزيد عن العائد على أذون الخزينة خلال هذه الفترة ، بينما حققت جميع صناديق الأسهم التقليدية معدلات أداء موجبة مقومة بمقياس ترينور ، كما حققت معظم الصناديق الإسلامية باستثناء صندوق

^{١٨٩} أيضاً هنا فيما يتعلق بقيمة معامل بيتا السالبة ناتجة عن الارتباط العكسي بين عوائد الصندوق وعوائد السوق لذلك لحساب مؤشر ترينور تؤخذ قيمة بيتا المطلقة، ولكن أبقينا على الإشارة السالبة ليوضح نوع العلاقة بين عوائد كل صندوق وعوائد السوق .

الأمان معدلات أداء ايجابية مقومة بنفس المقياس ، وبالتالي نستطيع القول أن صناديق الاستثمار الإسلامية تفوقت على كل من صناديق الدخل والصناديق المتوازنة التقليدية بينما لم تستطع التغلب على أداء صناديق الأسهم التقليدية رغم التقارب الكبير في القيم وذلك من حيث العائد على كل وحدة مخاطر منتظمة .

- وبمقارنة الصناديق الإسلامية بأداء السوق معبراً عنه بمؤشر Case30 نلاحظ أن الصناديق الإسلامية استطاعت التغلب على أداء السوق وذلك بتحقيق متوسط عائد أعلى على المخاطر المنتظمة.
- وتجدر الإشارة إلى أن صناديق الأسهم التقليدية كانت أكثر عرضة للمخاطر المنتظمة ويدل على ذلك ارتفاع قيمة معامل بيتا لها ولكن حققت أكبر قيمة عائد على هذه المخاطر وهذا ما يتفق مع القاعد العامة التي تربط ارتفاع العوائد بارتفاع المخاطر تلتها الصناديق الإسلامية بشقيها النمو والعائد.
- أما خلال الفترة الثانية فنلاحظ الأداء الضعيف لجميع الصناديق المتمثل بالقيم السلبية لمؤشر ترينور كما نلاحظ ازدياد تأثير معظم الصناديق بالمخاطر المنتظمة "مخاطر السوق" ويدل على ذلك ارتفاع قيمة معامل بيتا لمعظم الصناديق.
- كما نلاحظ أن جميع الصناديق ذات القيمة السالبة في معامل بيتا كان أدائها رغم ضعفه أفضل من أداء بقية الصناديق ويعبر عن ذلك ارتفاع قيمة مؤشر ترينور بالقيمة المطلقة ويرى الباحث أن السبب الرئيسي يعود إلى ارتباط العكسي لهذه الصناديق بأداء السوق فعند الانخفاض في أداء السوق استطاعت هذه الصناديق خلال بعض الفترات أن تحقق أداء أفضل من أداء السوق.

ويرى الباحث نتيجة لما سبق أن مستوى أداء صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية كان ضعيف جداً إذا ما قورن بالاستثمار الخالي من المخاطر وذلك بالنسبة لكامل الفترة ولكن خلال الفترة الأولى من الدراسة استطاعت جميع الصناديق الإسلامية بلستثناء صندوق "الأمان" وصناديق الأسهم التقليدية أن تحقق أداء أفضل من أداء السوق ليتراجع هذا الأداء بعد امتداد الآثار السلبية للأزمة المالية العالمية . كما نلاحظ اختلافاً واضحاً في أداء الصناديق الإسلامية عن نظيراتها التقليدية وذلك بالاعتماد على مقياس ترينور رغم اقتراب أداء الصناديق الإسلامية من أداء صناديق الأسهم التقليدية في بعض الفترات .

النتيجة:

ونتيجة لما سبق أيضاً نقول برفض الفرضية الصفريّة الفرعية الثانية ونقبل بالفرضية البديلة والتي تؤكد وجود اختلاف في قيمة العائد لكل وحدة مخاطر منتظمة بين محافظ الأوراق المالية لصناديق الاستثمار لتقليدية والمحافظ الاستثمارية للصناديق الإسلامية ويتمثل هذا الاختلاف في تفوق صناديق الأسهم التقليدية بشكل عام على كامل الصناديق بالإضافة لتفوقها على أداء السوق وعلى الاستثمارات الخالية من المخاطر وذلك خلال الفترة الأولى لت ليها الصناديق الإسلامية في أفضلية الأداء ، وتراجع أداء جميع الصناديق خلال الفترة الثانية مع أفضلية نسبية لصناديق الدخل الثابت والصناديق المتوازنة على بقية الصناديق التقليدية والإسلامية ،

وبالنسبة نجد أنه رغم تفوق أداء صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء السوق وذلك من خلال معدل العائد على كل وحدة مخاطر منتظمة وكذلك تغلبه على أداء صناديق الأسهم التقليدية إلا أن الصناديق الإسلامية لم تستطع التغلب على أداء صناديق الدخل الثابت والصناديق المتوازنة التقليدية

٣- العائد غير العادي Abnormal Return:

تم قياس العائد غير العادي بهدف اختبار الفرضية الفرعية الثالثة والتي تنص على أنه:

"لا يوجد اختلاف في قيمة العائد غير العادي بين محافظ الاستثمار التي تشكلها صناديق الاستثمار بنوعها الإسلامي والتقليدي ومحفظة السوق"

ولقد قام الباحث باختبار هذه الفرضية بالاعتماد على قياس قيمة ألفا جنسين Jensen's Alpha وذلك طبقاً للمعادلة التالية :

$$a = (R_p - R_F) - B(R_m - R_F)$$

حيث أن:

a = العائد غير العادي الممثل لقيمة جنسين ألفا.

R_p = متوسط العائد على محفظة الصندوق الاستثماري.

R_F = معدل العائد الخالي من المخاطر خلال الفترة .

B = قيمة معامل بيتا لمحفظة الصندوق.

R_m = معدل العائد على محفظة السوق نفس الفترة .

وتعبر قيمة ألفا جنسن عن مقدار العائد غير العادي الذي تحققه محفظة الصندوق الاستثماري بعد تغطية العائد الخالي من المخاطر والذي يعتبر تعويضاً عن الانتظار أو الوقت وعلاوة الخطر السوقي التي تعد تعويضاً عن تحمل المخاطر المنتظمة التي يجبر المستثمر عليها لمجرد تعامله في هذه السوق ، وما يتبقى بعد ذلك يسمى بالعائد غير العادي وقد يسمى أحياناً بالعائد الإضافي Incremental / Differential Return.

أيضاً هنا قام الباحث باستخدام مؤشر Case 30 كتقدير لمعدل محفظة السوق ومعدل العائد على أذن الخزينة قصيرة الأجل (٩١ يوم) كتقدير لمعدل العائد الخالي من المخاطر كما قام الباحث بحساب قيمة ألفا جنسن على فترتين جزئيتين الأولى من ٢٠٠٦/١/١ حتى ٢٠٠٧/١٢/٣٠ والثانية من ٢٠٠٨/١/١ إلى ٢٠١٠/١/١ كما قام بحساب هذه القيمة للفترة بكاملها.

وكانت النتائج كما هي موضحة في الجدول التالي :

جدول رقم (٢٠) يوضح العائد الغير عادي بالنسبة للصناديق الاستثمارية

اسم الصندوق	جنس كامل الفترة	جنس للفترة الأولى	جنس للفترة الثانية
صناديق الدخل الثابت			
صندوق الرابع	-0.063647319	-0.039075971	-0.096096439
بنك مصر إيران للتنمية - الثاني	-0.060768463	-0.022177202	-0.100621657
بنك الإسكندرية - الثاني	-0.050527136	-0.047686321	-0.058954524
البنك الأهلي المصري - الرابع	-0.053208091	-0.049564751	-0.062940601
البنك الأهلي سوسيتيه جنرال (تمار)	-0.051650944	-0.057295608	-0.061128942
بنك كريدي أجريكول مصر - الثالث	-0.081933913	-0.07780803	-0.114486559
البنك التجاري الدولي - الأول (أصول)	-0.045525814	-0.029175163	-0.066430426
البنك المصري للتنمية الصادرات - الثاني	-0.060768463	-0.022177202	-0.100621657
المتوسط	-0.058503768	-0.043120031	-0.082660101
الصناديق المتوازنة			
البنك الأهلي المصري - الثاني	-0.053931974	-0.052532081	-0.064874344
بنك مصر - الأول	-0.050053057	-0.061190943	-0.029466055
المتوسط	-0.051992516	-0.056861512	-0.0471702
صناديق الأسهم			
بنك كريدي أجريكول مصر - الأول	0.02887701	0.241468692	-0.133868153
بنك الإسكندرية - الأول	0.008666084	0.389777723	-0.317808632
المجموعة العربية المصرية للتأمين	-0.144454283	0.097541981	-0.375327066
بنك مصر - الثاني	-0.066634426	-0.027700069	-0.098834924
البنك التجاري الدولي - الثاني (استثمار)	-0.084118474	-0.000949257	-0.082981508
المتوسط	-0.051532818	0.140027814	-0.201764057
الصناديق الإسلامية			
بنك فيصل الإسلامي المصري	-0.047796573	-0.006983531	-0.066787549
بنك مصر - الرابع	-0.070403279	0.021470455	-0.066640011
صندوق سنابل	-0.069830377	-0.008714005	-0.074405151
بنك التمويل المصري السعودي	-0.035364146	0.037390835	-0.054781146
بنك فيصل الإسلامي المصري - البنك التجاري الدولي (الأمين)	-0.118452853	-0.024648659	-0.119616719
المتوسط	-0.068369446	0.003703019	-0.076446115
عائد محفظة السوق	0	0	0

المصدر : الجدول من إعداد الباحث

بالنظر للجدول السابق نلاحظ ما يلي :

- يشير العائد غير العادي السلبي إلى أن الصناديق لم تستطع تحقيق معدل العائد المطلوب Required Return لتغطية المخاطر المنتظمة المصاحبة للاستثمار في وثائق الصناديق والتعويض الذي يجب أن يحصل عليه المستثمر مقابل الانتظار المتمثل في معدل العائد الخالي من المخاطر وهو ما يعني أن معدل العائد الفعلي الذي حققته محافظ الصناديق أقل من معدل العائد المطلوب تحقيقه.
- حقق صندوق " بنك كريدي أجريكول مصر - الأول ، بنك الإسكندرية - الأول " وهما صندوقان أسهم تقليديان عوائد غير عادية إيجابية خلال كامل الفترة رغم عدم قدرة هذين الصندوقين على تحقيق معدل عائد زائد عن معدل العائد الخالي من المخاطر خلال نفس الفترة وبالتالي نستطيع القول أن هاتين القيمتين الموجبتين لا تمثلان أداء أفضل لهذين الصندوقين بل تعود إلى ارتباط المخاطر المنتظمة الكبيرة لهما ممثلة بقيمة معامل بيتا بعلو المخاطر السالبة للسوق $B(R_m - R_F)$. وبالتالي نستطيع

القول أنه خلال الفترة كاملة لم يستطع أي من صناديق الاستثمار التقليدية أو الإسلامية تحقيق معدل عائد غير عادي ايجابي ولم يستطع أي من الصناديق التغلب على أداء محفظة السوق.

- بالنسبة للفترة الأولى والممتدة من ٢٠٠٦/١/١ إلى ٢٠٠٧/١٢/٣٠ نلاحظ أنه استطاع كل من صندوق "بنك التمويل المصري السعودي وبنك مصر - الرابع" وهما صندوقين إسلاميان بالإضافة لصناديق "بنك كريدي أجريكول مصر - الأول ، بنك الإسكندرية - الأول و المجموعة العربية المصرية للتأمين" وهي صناديق أسهم تقليدية أن تحقق قيم موجبة لمؤشر جنسن وهذه القيم تدل على أن هذه الصناديق استطاعت أن تحقق خلال الفترة الأولى معدلات عائد فائضة موجبة وبالتالي استطاعت أن تتفوق على كل من العائد الخالي من المخاطر وعلى أداء السوق وعلى أداء بقية الصناديق الاستثمارية وكانت قيمتها لصناديق الأسهم هي الأكبر لذلك نقر بأفضلية صناديق الأسهم التقليدية على الصناديق الإسلامية خلال الفترة الأولى بالاستناد إلى قيمة معامل ألفا تجنسن.

- أما خلال الفترة الثانية فعاد الانخفاض في الأداء ليشمل كافة الصناديق الإسلامية والتقليدية على حد سواء ولم تستطع كافة الصناديق خلال هذه الفترة تخطي قيمة الصفر الممثلة لأداء محفظة السوق وبقي أداء هذه الصناديق أقل من أداء السوق.

وبالخلاصة ما سبق أنه خلال الفترة الأولى للدراسة استطاعت صناديق " بنك التمويل المصري السعودي وبنك مصر - الرابع" وهما صندوقين إسلاميان بالإضافة لصناديق "بنك كريدي أجريكول مصر - الأول ، بنك الإسكندرية - الأول و المجموعة العربية المصرية للتأمين" أن تحققان أداء أفضل من أداء السوق مع أفضلية لصناديق الأسهم التقليدية بينما لم تستطع بقية الصناديق أن تحقق قيمة أكبر من الصفر المعبرة عن أداء سوق الأوراق المالية كذلك الأمر بالنسبة للفترة الثانية ولكامل الفترة فلم يستطع أي من الصناديق التفوق على أداء السوق مقوماً بقيمة معامل ألفا جنسن .

وبالنتيجة :يمكننا رفض الفرضية الفرعية الثالثة والقبول بالفرضية البديلة حيث يوجد اختلاف في قيمة العائد غير العادي الذي تحققه صناديق الاستثمار الإسلامية بالمقارنة بالأنواع المختلفة للصناديق التقليدية بالإضافة إلى السوق وذلك خلال الفترة كاملة وأيضاً خلال الفترتين الفرعيتين .

النتائج والتوصيات

النتائج

- (١) يقترب أداء صناديق الاستثمار الإسلامية بشكل كبير من أداء صناديق الأسهم التقليدية وذلك بالنسبة لمعظم المقاييس وذلك للتقارب الكبير في تشكيلة المحافظ الاستثمارية لكلا النوعين حيث تعتبر الأسهم هي المكون الأساسي لهما.
- (٢) رغم التقارب في الأداء بين صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الأسهم التقليدية إلا أن الصناديق الإسلامية استطاعت أن تحقق تفوق نسبي في الأداء مقوماً بمجموعة من المقاييس خلال كامل الفترة وخاصة خلال الفترة الثانية من الدراسة بينما كان أداء الصناديق الإسلامية متواضعاً خلال الفترة الأولى .
- (٣) استطاعت الصناديق الإسلامية تحقيق تنوع أفضل في استثماراتها من صناديق الدخل الثابت التقليدية وذلك خلال كامل الفترة واستطاعت التغلب على جميع الصناديق التقليدية خلال الفترة الثانية من الدراسة .
- (٤) يلاحظ انخفاض أداء صناديق الاستثمار الإسلامية عن الأسهم التقليدية خلال الفترة الأولى وزيادته عنها خلال الفترة الثانية وكامل الفترة .
- (٥) تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية أكثر استقراراً في الأداء من صناديق الأسهم التقليدية ، بينما لم تستطع هذه الصناديق أن تحقق الاستقرار الذي حققته صناديق الدخل الثابت والصناديق المتوازنة التقليدية .
- (٦) تعتبر صناديق الأسهم الإسلامية النوع الوحيد من الصناديق الإسلامية التي يتم التعامل بها في مصر ، بينما تهمل بقية الأنواع وهذا ما يعتبر من السلبيات الكبيرة التي تعاني منها صناديق الاستثمار الإسلامية المصرية ، وخاصة من خلال إهمالها للاستثمار الحقيقي والذي يعتبر أساس الاستثمار في الإسلام.
- (٧) تعتمد صناديق الدخل الثابت على السندات بشكل كبير في تكوين محفظتها الاستثمارية وبالتالي تحقق عوائد محدودة ولكن شبه مستقرة .
- (٨) شهد عام ٢٠٠٨ وخاصة النصف الثاني منه انخفاض طال السوق المصرية بأكمله ولم تكن معظم الصناديق الاستثمارية سواء التقليدية منها أو الإسلامية في منأى عن هذه الانخفاضات ويعود السبب الرئيسي لهذا الانخفاض إلى امتداد الآثار السلبية للآزمة المالية العالمية إلى السوق المصرية.
- (٩) تعتبر وثائق صناديق الاستثمار التقليدية منها والإسلامية أدوات مالية مرغوب التعامل بها في السوق المصرية ويدل على ذلك تنامي أعداد هذه الوثائق وهذه الصناديق خاصة في السنوات الأخيرة.
- (١٠) تشكل صناديق الاستثمار التقليدية غالبية صناديق الاستثمار العاملة في جمهورية مصر .
- (١١) صناديق الاستثمار التقليدية هي الأقدم والأكثر خبرة في السوق المصرية ، بينما تعتبر الصناديق الإسلامية حديثة العهد.
- (١٢) تدار صناديق الاستثمار الإسلامية من قبل نفس الجهات التي تقوم بإدارة الصناديق التقليدية .
- (١٣) تعتبر وثائق صناديق الاستثمار المفتوحة سواء التقليدية منها أو الإسلامية سهلة التسريح ، حيث يمكن لحامل الوثيقة استرداد قيمتها في أول يوم عمل في الأسبوع التالي، وذلك بسعر السوق يوم تقديم الطلب، أو أي يوم من أيام الأسبوع للصناديق التي تسمح بذلك يومياً.

١٤) تعتبر سندات الخزينة أفضل الخيارات أمام المستثمرين في فترة الأزمات حيث تحقق عوائد أفضل من العوائد التي تحققها وثائق الصناديق الاستثمارية كافة وبمخاطر معدومة، بينما تعتبر صناديق الأسهم التقليدية والصناديق الإسلامية أفضل الصناديق من حيث معدل العائد في فترات الرواج وتعتبر بذلك خيار جذاب بالنسبة للمستثمرين الراضين في تحقيق عوائد مميزة وعالية.

- ١) ما تزال تجربة صناديق الاستثمار الإسلامية في جمهورية مصر العربية فنية وحديثة ويجب أن يترك لها الوقت الكافي كي تستطيع أن تثبت جدارتها وبقوة كبديل شرعي للصناديق التقليدية .
- ٢) العمل على إيجاد مؤشر لقياس أداء صناديق الاستثمار إلى جانب مؤشر الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية.
- ٣) العمل على تشجيع الجهات المؤسسة للصناديق الإسلامية على إدخال الأنواع الأخرى من الصناديق الإسلامية إلى السوق المصرية حتى تكون الخيارات أمام الراغب بالاستثمار في الصناديق الموافقة للشريعة الإسلامية أكثر اتساعاً .
- ٤) العمل على استحداث القوانين والتشريعات الخاصة بإنشاء سوق مالية إسلامية يتم من خلالها تداول الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية .
- ٥) وجود مؤشرات إسلامية يتم الرجوع إليها عند تقييم أداء الصناديق الإسلامية والأدوات الاستثمارية الإسلامية الأخرى .
- ٦) العمل على تشجيع تكوين عائلات من الصناديق سواء التقليدية أو الإسلامية يفسح من خلالها المجال للمستثمر بالتنقل بين وثائق تلك الصناديق بأريحية تامة .
- ٧) العمل على زيادة الوعي الاستثماري والمالي بأهمية الصناديق الاستثمارية .
- ٨) العمل على زيادة الوعي بين المستثمرين والمتعاملين بالسوق بجدوى المعاملات الإسلامية وإيجابيات وسلبيات هذه المعاملات حتى تصبح مجالات الاستثمار الإسلامية أقل غموضاً بالنسبة للمستثمرين وأكثر جاذبية.
- ٩) العمل على إيجاد هيئة مختصة بالفتوى تابعة للبنك المركزي تقوم بالإشراف والرقابة على الفتاوى الصادرة عن القائمين على الرقابة الشرعية في الصناديق الإسلامية ليتم توحيد الفتاوى والعمل تحت مظلة شرعية واحدة.
- ١٠) القيام بدراسات مقارنة مستقبلية أكثر اتساعاً بين الصناديق الإسلامية والتقليدية للوقوف على مدى التطور المستقبلي لهذه الصناديق عن الصناديق التقليدية المشابهة لها سواء من حيث مكونات المحفظة الاستثمارية أو الهدف .

أفاق البحث

قام الباحث على تحديد أفضلية الأداء من خلال المقارنة بين الصناديق التقليدية والإسلامية في مصر وقد توصل الباحث إلى أن صناديق الاستثمار الإسلامية استطاعت أن تحقق أفضلية في الأداء مقاساً بمجموعة من المقاييس خلال فترة الدراسة ، وانطلاقاً من النتائج التي تم التوصل إليها يمكن لنا أن نطرح النقاط التالية التي يمكن للباحث ولباحثين آخرين الاعتماد عليها في بحوث مستقبلية ومنها:

- ١) دراسة أثر مجموعة من المتغيرات على أداء الصناديق الاستثمارية التقليدية والإسلامية لتحديد مدى تأثير هذه المتغيرات على أداء الصناديق ومقارنة مدى تأثير كل من النوعين من الصناديق بهذه المتغيرات وبالتالي تحديد الأسباب الرئيسية لتقلبات أداء الصناديق خلال بعض الفترات ومن هذه المتغيرات:

- المخاطر بأنواعها ،سياسة الإستثمار ،إختيار الأوراق المالي ،التوقيت السوقي ، حجم الصندوق ،عمر الصندوق ،نوع الصندوق ، نمط إدارة المحفظة ،العوامل التنظيمية.
- ٢) القيام بفصل أداء المدير الصندوق عن أداء الصندوق حيث أنه هنالك العديد من النماذج التي يمكن ان تقيس أداء مدير الصندوق والتي منها قياس العائد الذي يرجع الى اخيار الأوراق المالية والعائد الناتج من التوقيت السوقي وذلك بتطبيق نموذج الانحدار التربيعي Quadratic Regression الذي قدمه ترينور وماسي Treynor & Mazuy.
- ٣) عند القيام بدراسات مستقبلية ينصح ال باحث في أخدمجموعة من الاعتبارات في الحساب وذلك على مستوى السوق والصناديق والاقتصاد القومي ومنها :
 - درجة كفاءة سوق الأوراق المالية.
 - درجة التنوع في الأوراق المالية المتداولة بالسوق
 - حجم التعاملات المالية اليومية.
 - الفترة المنقضية منذ إنشاء السوق.
 - سلوك المستثمر الفردي والمؤسسي ودرجة الرشد في تصرفاته.
 - عمر صناديق الاستثمار.
 - المتغيرات الاقتصادية على المستوى القومي.
 - دراسة التقدم الاقتصادي للدولة.

قائمة المراجع

مراجع الدراسة

الكتب العربية :

- ١ - إبراهيم، حسني عبد السميع : استثمار الأموال في الشريعة الإسلامية ، المكتب الجامعي الحديث، مصر، القاهرة، ٢٠٠٨.
- ٢ - أسعد، رياض : تكوين وإدارة محافظ وصناديق الاستثمار ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، عمان، أيلول، ٢٠٠٤.
- ٣ - الأنصاري، أسامة عبد الخالق : الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة ، دار السحاب للنشر والتوزيع ، مصر، ٢٠٠٨.

- ٤ - البرواري، شعبان محمد إسلام :بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي ، دار الفكر ، دمشق ، ٢٠٠٢.
- ٥ - الحناوي، محمد صالح :أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر ، الإسكندرية، ١٩٩٤.
- ٦ - السيبي، حسين صلاح الدين :الإدارة العلمية للمصارف التجارية ،دار الوسام للطباعة والنشر، بيروت ،بدون سنة نشر.
- ٧ - الشعار، محمد نضال :أسس العمل المصرفي ،الجندي للنشر والتوزيع ،سورية، حلب، ٢٠٠٥.
- ٨ - العنزي، عصام خلف :صناديق الاستثمار الإسلامية والرقابة عليها "دراسة فقهية ،الأردن ،الجامعة الأردنية ، ٢٠٠٤.
- ٩ - المؤمني، غازي فلاح :إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، عمان، دار المناهج للنشر والتوزيع، 2003 .
- ١٠ للمهيلي، عبد المجيد : التحليل الفني للأسواق المالية ، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع ، مصر، ٢٠٠٤.
- ١١ - النجار، فريد : الإدارة المالية الإستراتيجية والأسواق والمؤسسات المالية ، القاهرة، بيت الإدارة للاستشارات والتدريب ، ٢٠٠٠.
- ١٢ - النجار، فريد :البورصات والهندسة المالية ، القاهرة، بيت الإدارة للاستشارات والتدريب ، ١٩٩٥.
- ١٣ - الهندي، عدنان ، وآخرون :المصارف العربية وصناعة صناديق الاستثمار ،مجلة إتحاد المصارف العربية ،بيروت ،لبنان ، ١٩٩٥.
- ١٤ - توفيق، سعيد : الاستثمار في الأوراق المالية ، الطبعة الثانية ، القاهرة ، مكتبة عين شمس ١٩٩٨.
- ١٥ - جبر ، هشام :صناديق الاستثمار الإسلامية ،جامعة النجاح الوطنية ، نابلس ، أيار ٢٠٠٥.
- ١٦ - حطاب، سامي:المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، هيئة الأوراق المالية والسلع ،أبو ظبي، ٢٠٠٧.
- ١٧ - حمادة . عبد الكريم :صناديق الاستثمار المشتركة ،فصلت للدراسة والترجمة والنشر ،حلب ،سورية ، ٢٠٠٠.
- ١٨ - حميد، محمد عثمان إسماعيل : " التمويل والإدارة المالية في منظمات الأعمال"، القاهرة :دار النهضة العربية، 2000 .
- ١٩ - حنفي، عبد الغفار : أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ،الدار الجامعية ، مصر، ٢٠٠٥.

- ٢٠ - حنفي، عبد الغفار :البورصة "أسهم- سندات-صناديق استثمارية "،المكتبة العربية الحديثة، مصر ،الاسكندرية، ٢٠٠٢.
- ٢١ - حنفي ،عبد الغفار :الاستثمار في الأوراق المالية(أسهم-وثائق الاستثمار- الخيارات) ،الدار الجامعية ،الإسكندرية، ٢٠٠٠.
- ٢٢ - خربوش ،حسني، أرشيد ،عبد المعطي :الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق ،الشركة الدولية للخدمات المكتبية ،عمان ، ١٩٩٥.
- ٢٣ - دوابة ، أشرف:صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق ،دار السلام للنشر والطباعة والتوزيع و الترجمة ،مصر ، الإسكندرية ط١(٢٠٠٤).
- ٢٤ - سعيد ،صبحي عبده :التنظيم الاقتصادي الإسلامي ،دار النهضة ،مصر، القاهرة ، ١٩٩٧.
- ٢٥ - سلامة ،زينب السيد:ماهية صناديق الاستثمار وإدارتها في المملكة العربية السعودية ،مجلة الإدارة العامة ، ٢٠٠٠ .
- ٢٦ -شحاتة ،شحاتة السيد - نصر علي ،عبد الوهاب : مرتجعة الحسابات في بيئة الخصخصة وأسواق المال و التجارة الالكترونية ،الدار الجامعية ، ٢٠٠٣.
- ٢٧ -شوقي ،محمد شوقي :المذهب الاقتصادي في الإسلام ،الهيئة المصرية العامة للكتاب ،مصر ،القاهرة ، ١٩٩٧.
- ٢٨ - صفوت ،عبد السلام عوض الله : صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي،دار النهضة العربية ،القاهرة، ٢٠٠٥.
- ٢٩ - صقر ،عطية عبد الحليم :الإطار القانوني لصناديق الاستثمار ، مركز الشيخ صالح كامل ،جامعة الأزهر ، ١٩٩٧.
- ٣٠ -عبد الحميد، عبد المطلب:البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها ،الدار الجامعية، مصر، ٢٠٠٨.
- ٣١ -عطية ،أحمد صلاح :مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار ، الدار الجامعية ، ٢٠٠٢/٢٠٠٣.
- ٣٢ -عفيفي، أحمد مصطفى :استثمار المال في الإسلام ،مكتبة وهبة ،القاهرة ، الطبعة الأولى ٢٠٠٣.
- ٣٣ -عوجان ،وليد هويل:صناديق الاستثمار "دراسة وتحليل "،مؤتمر الاسواق المالية والبورصات ،جامعة الامارات العربية المتحدة - كلية الشريعة والقانون، ٢٠٠٦.

- ٣٤ - فخر الدين علي الفقي وآخرون : دليل للاستثمار في صناديق الاستثمار وكالة الأنباء الكويتية (كونا) القسم الاقتصادي ، ١٩٩٦م.
- ٣٥ - قاسم، منى : صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية ، القاهرة ١٩٩٥.
- ٣٦ - كنعان، علي : الأسواق المالية ، منشورات جامعة دمشق ، سوريا، ٢٠٠٩.
- ٣٧ - لطفي، أمين السيد أحمد : التحليل المالي ، الدار الجامعية ، مصر، ٢٠٠٧.
- ٣٨ - مبروك، نزيه عبد المقصود محمد : صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي ، دار الفكر الجامعي ، مصر، الإسكندرية ، ٢٠٠٦م.
- ٣٩ - مشهور، أميرة عبد اللطيف : الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي ، مكتبة مدبولي ، مصر القاهرة ، الطبعة الأولى ، ١٩٩١.
- ٤٠ - مطر ، محمد ، تيم ، فايز : إدارة المحافظ الاستثمارية ، دار وائل ، عمان ط ١ ، ٢٠٠٥.
- ٤١ - مطر ، محمد : إدارة الاستثمارات ، الإطار النظري والتطبيقات العملية، الأردن، عمان، دار النور، ١٩٩٣.
- ٤٢ - هندي، منير إبراهيم : الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2002.
- ٤٣ - هندي، منير إبراهيم - قرياقص ، رسمية زكي : الأسواق والمؤسسات المالية، جامعة الإسكندرية ، الناشر قسم إدارة الأعمال ، الإسكندرية، ١٩٩٧.
- ٤٤ - هندي ، منير إبراهيم : صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف ، الإسكندرية، ١٩٩٤.
- ٤٥ - هندي، منير إبراهيم : الأوراق المالية و أسواق رأس المال ، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ١٩٩٧.
- ٤٦ - هندي ، منير إبراهيم : الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر ، المكتب العربي الحديث، ١٩٩٧.
- ٤٧ - هندي، منير إبراهيم ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار ، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، ١٩٩٦.
- ٤٨ - هندي ، منير إبراهيم : سلسلة الأوراق المالية الأسواق الحاضرة والمستقبلية ، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، ١٩٩٧.
- ٤٩ - هندي ، منير إبراهيم : إدارة الأسواق والمنشآت المالية ، منشأة المعارف ، الإسكندرية، ١٩٩٧.
- الدراسات العربية :

- ١ - البخاوي، هشام : التنظيم القانوني لصناديق الاستثمار ، رسالة ماجستير ، كلية الحقوق ، جامعة القاهرة، ٢٠٠٦.
- ٢ - الشبلي ،يوسف عبد الله :الخدمات الاستثمارية في المصرف وأحكامها في الفقه الاسلامي ،(الصناديق الاستثمارية والودائع المصرفية)، أطروحة دكتوراه ،السعودية ،الرياض ،جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية ، ٢٠٠٥ .
- ٣ - الندوى- خورشيد أشرف إقبال ، سوق الأوراق المالية بين الشريعة الإسلامية والنظم الوضعية المصرية ، أطروحة دكتوراه ، كلية دار العلوم - جامعة القاهرة، ٢٠٠٥.
- ٤ -حافظ ،حسن : "تقييم سياسات الاستثمار لصناديق الاستثمار في البنوك المصرية ، رسالة ماجستير غير منشورة ،القاهرة :جامعة عين شمس ،كلية التجارة ، ٢٠٠٠.
- ٥ -حشرف هاشم، غادة إبراهيم نور الدين عبد الحليم: دور صناديق الاستثمار في توجيه الاستثمارات في سوق الأوراق المالية في مصر في ظل آليات السوق ، مصر،جامعة عين شمس، ٢٠٠٧.
- ٦ -زنيني ،فريدة بن يوسف :صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات ،"تجربة جمهورية مصر وإمكانية تطبيقها في سورية "،دمشق، ٢٠٠٦.
- ٧ -زهرة، شادي : "صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية " - دراسة التجربة المصرية وإمكانية الاستفادة منها في سورية -، أطروحة دكتوراه ،كلية الاقتصاد ،دمشق، ٢٠١٠.
- ٨ -عصران ،جلال عصران : " أثر متغيرات سوق الأوراق المالية على أداء صناديق الاستثمار - دراسة مقارنة بين الصناديق المفتوحة والمغلقة " ،رسالة ماجستير في إدارة الأعمال ، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية ، ٢٠٠٤ .
- ٩ -عبد الرحيم ،هشام محمد : استخدام أدوات الهندسة المالية في تطوير أداء صناديق الاستثمار المصرية - رسالة دكتوراه في إدارة الأعمال - كلية التجارة، بنها، ٢٠٠١.
- ١٠ - مرهج ،منذر :آثر إستراتيجية توقيت السوق على الأداء الاستثماري في البورصة المصرية ،مصر ،جامعة قناة السويس، ٢٠٠٣.
- ١١ - وهيبه ،رائد عبد الرحمن :أثر التنويع على الأداء المالي لصناديق الاستثمار المصرية (دراسة تطبيقية)، جامعة عين شمس ،مصر القاهرة ، ٢٠٠٥.

الندوات والمؤتمرات والملقيات:

- ١ - أبو بكر ، صفية أحمد ، صناديق الاستثمار الإسلامية "خصائصها وأنواعها" ، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية ، كلية الشريعة والقانون ، جامعة الإمارات العربية المتحدة ، ٢٠٠٦ .
- ٢ - أبو غدة : عبد الستار : "التكيف الشرعي لصناديق الاستثمار ومشروعيتها" ، مؤتمر صناديق الاستثمار في مصر ، جامعة الأزهر - مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ، ١٩٩٧ .
- ٣ - أحمد ، مصطفى علي صناديق الاستثمار ، " مزاياها ، أنواعها ، التكيف الشرعي لها ، من أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل ، والمنعقدة في مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي ، جامعة الأزهر ، السبت ٢٢ مارس ١٩٩٧ م ، الجزء الثاني .
- ٤ - السيد الطريقي : تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر : دراسة نظرية وتطبيقية ، مؤتمر صناديق الاستثمار في مصر ، جامعة الأزهر . مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ، 1997 .
- ٥ - الشاس ، مصطفى : الشركات المساهمة وأهميتها في تجميع المدخرات وتحريك عجلة التنمية ، ندوة الثلاثاء الاقتصادية ، سوريا ، ٢٣ / ٤ / ٢٠٠١ .
- ٦ - القري ، محمد علي : صناديق الاستثمار الإسلامية ، من واقع ندوة ال تطبيقات الاقتصادية الإسلامية المعاصرة ، التي انعقدت في الدار البيضاء - المملكة المغربية ، بالتعاون بين المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب والجمعية المغربية للدراسات والبحوث في الاقتصاد الإسلامي ، في الفترة من ٩ - ١٢ محرم ١٤١٩ هـ ، ٥ - ٨ ، مايو ١٩٩٨ م ، الندوة رقم ٤٣ ، الجزء الأول .
- ٧ - الماحي ، عصام الزين ، "تقييم عمليات المصارف الإسلامية في أسواق الأوراق المالية المحلية والأجنبية وأسواق المعادن الثمينة" ، الملتقى السنوي الإسلامي السابع إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية ، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، الأردن ، عمان ، ٢٥ - ٢٧ سبتمبر ، ٢٠٠٤ .
- ٨ - المهلكي ، عباد : واقع وآفاق صناديق الاستثمار السعودية ، مؤتمر صناديق الاستثمار في مصر ، القاهرة . جامعة الأزهر . مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ، ١٩٩٧ .
- ٩ - بنك مصر ، مركز البحوث ، أوراق بنك مصر البحثية - تجربة صناديق الاستثمار في مصر ، ٢٠٠٧ .
- ١٠ - حلمي ، خالد سعيد زغلول : الصناديق الاستثمارية ، مؤتمر الأسواق المالية والبورصات ، جامعة الإمارات العربية المتحدة - كلية الشريعة والقانون ، ٢٠٠٦ .

- ١١ - حنفي، عطية عبد الحليم: " الإطار القانوني لصناديق الاستثمار"، مؤتمر صناديق الاستثمار في مصر، جامعة الأزهر -مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، 1997 .
- ١٢ - خوجة، عز الدين محمد : صناديق الاستثمار الإسلامية ، مجموعة دلة البركة ، إدارة التطوير والبحوث ،مكة المكرمة – المملكة العربية السعودية، طبعة بدون سنة نشر
- ١٣ - سليمان، محمود : " صناديق الاستثمار"، مؤتمر صناديق الاستثمار في مصر، جامعة الأزهر – مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي، 1997
- ١٤ - صالح صالحي، عبد الحليم غربي : دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي ،الملتقى الدولي الثاني للزامة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفي ،معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ،الجزائر ،٢٠٠٩.
- ١٥ - عبد السلام، آمال أحمد: الإطار القانوني لصناديق الاستثمار ، ندوة صناديق الاستثمار في مصر: الواقع والمستقبل، الإطار القانوني لصناديق الاستثمار ، القاهرة، مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ، جامعة الأزهر ،الجزء الثاني، المحور الخامس، ١٩٩٧.
- ١٦ عمرو مصطفى أبو زيد :صناديق الاستثمار في مصر ،الأموال والإدارة "دراسة مقارنة " ،مؤتمر صناديق الاستثمار في مصر ،القاهرة .جامعة الأزهر .مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ،1997.
- ١٧ عوض الله،صفوت عبد السلام :صناديق الاستثمار ،دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي ،بحوث المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر "المؤسسات المالية الإسلامية ، "معالم الواقع وآفاق المستقبل ،١٥_١٧مايو/٢٠٠٥،غرفة تجارة وصناعة دبي ،المجلد الثالث.
- ١٨ -ميخائيل ،نظير يوسف : صناديق الاستثمار كأحد الآليات المستخدمة في السوق المصري ، أوراق بنك مصر البحثية ، م ركز بحوث بنك مصر ، مارس، ١٩٩٦ .

الكتب الأجنبية :

1-A Guide to Understanding Mutual Funds(Washington: the investment Company institute ,2000. أين اسم المؤلف -1

- 2-** Bernstein, Phylis Jan Stephen J Roja, The world of Mutual funds 'Journal of accountancy', NOV 1994.
- 3-** Bodie, Z. Kane, A. and Marcus, A. Essential of investment, 3^{ed} 11, Irwin; 1999
- 4-** Bodie, Zvi; Alex Kane; and Alan J. Markes: Investments, 15th ed., McGraw-Hill Irwin, 2002.
- 5-** Charles J. Corrado et. al., "Fundamentals of Investments: Valuation & Management", (Boston: McGraw Hill, Irwin, 2000.
- 6-** Dian Fujovich, straight talk about Mutual Funds, McGraw – Hill, Inc. New York, 1991.
- 7-** - Edgar A. Norton & Frank K. Riey. "Investment", 5th ed. (N.Y: The Dryden Press, 1999
- 8-** Edwin J. Elton & Martin J. Gruber, "Modern Portfolio Theory and Investment Analysis", 5th ed, (N.Y. John Wiley & sons, 1991.
- 9-** Frank K. Relly, Investment Analysis and Portfolio Management, Virginia: The Dryden Press, 1994.
- 10-** How to pick a Mutual Fund, USA today Magazine, vol. 123, April 1995.
- 11-** How to choose a Mutual Fund, San Antonio Business Journal, Vol. 11, Oct. 1992.
- 12-** Investment Company Institute (ICI), Guide to understand Mutual Funds, Washington, 2004.
- 13-** Gitman, Lawrence J., Principles of Managerial Finance, 9th ed., Addison Wesley Publishing Company, 2000.
- 14-** King, J Stephen. "Mutual funds: investment of choice for individual investment." Review of business, Fall 2002.
- 15-** Warther, Vincent A, 2007. A sharp Decline to Stocks along with the Estate Mortgage Crisis Journal of Financial Economics, Volume 80, November 2007.
- 16-** William F. Sharpe, et, al., "Fundamentals of Investments", 3^{ed} ., (New Jersey: Prentice
- 17-** Robert C. Radcliffe, "Investment: Concept, Analysis and strategy", California: Addison Wesley, 1997.
- 18-** Jams L. Farrell Jr., "Portfolio Management: Theory and Application", 2nd ed, (N.Y: McGraw- Hill, International Edition, 1997.

- 1-<http://www.encyclopedia.thefreedictionary.com/mutual+funds>
- 2.<http://www.acc4arab.comaccshowthread.phpp=8363.htm>
- 3-Mutual Funds Investing. <http://www.global-investment-institute.com/Mutual-fund-investing.htm>,8-9-2006
- 4-<http://www.sec.gov> :U.S.Securities and Exchange Commission gov.
- 5-<http://www.nachhatiges-investment.org>
- 6-<http://www.USAtoday.org>. mutual funds close out 2004 with showings, posted 31\12\2004.
- 7-<http://www.sec.gov> Securities and Exchange Commission (SEC). 11 April,2007
- 8-<http://www.money.cnn.com/data> , retrieved 3 May 2007
- 9-www.islamonline.net/arabic/economics/2004/09/article01.shtml.
- 10<http://www.islamic.com/arabic/foundation/production.asp?id=5839>
- 11-<http://www.elgari.com/article70.htm>.
- 12- <http://www.islamifn.com/basic/funds/htm>.
- 13-<http://isegs.com/forum/showthread>.

المخلص

أنت هذه الدراسة كمحاولة للتعرف على صناديق الاستثمار بشكل عام ، وأنواعها المختلفة ومزاياها وخصائصها وذلك كون هذه الصناديق باتت تعد واحدة من الأدوات المالية و الآليات الحديثة والمهمة في تجميع المدخرات من الأفراد والمؤسسات وتحويلها إلى مجالات الاستثمار المختلفة سواء أكان هذا عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية أو الاستثمارات الحقيقية.

وكون الصناديق الاستثمارية تهدف إلى تحقيق رغبات كافة الراغبين في الاستثمار فقد تم طرح العديد من أنواع الصناديق المتوافقة وأهداف ورغبات وتطلعات هؤلاء المدخرين والمستثمرين. وبما الإسلام يحاول دوماً إيجاد البديل الشرعي لكل جديد فقد طرحت صناديق الاستثمار الإسلامية نفسها كبديل شرعي عن الصناديق الاستثمارية التقليدية ، وباتت هذه الصناديق تستقطب مدخرات الراغبين في استثمار أموالهم بما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية ، كما أن هذه الصناديق استطاعت استقطاب مدخرات العديد من غير المسلمين وذلك لما لمسه أولئك من عدم الاستقرار الملازم للاستثمارات الربوية أو التقليدية .

وبالتالي قامت الدراسة بمقارنة أداء صناديق الاستثمار التقليدية بالصناديق الإسلامية وقد اعتمدت الدراسة على مجموعة من المقاييس في المقارنة منها (مقاييس شارب وترينور وجنس بالإضافة إلى احتساب صافي قيمة الأصول والعوائد وتنويع محفظة الصندوق) (هدفت من خلالها إلى التعرف على نقاط التوافق والاختلاف بين الصناديق التقليدية والصناديق الإسلامية أيضاً التعرف إلى من تأول أفضلية الأداء وخصوصاً في ظل الأزمات الاقتصادية والمالية .

وقد تمت الدراسة في سوق مصر وعلى الصناديق العاملة فيها وذلك كون مصر تضم كلا النوعين التقليدي والإسلامي من الصناديق كما تعد السوق المصرية من الأسواق الرائدة على مستوى الوطن العربي ويمكن لتجربتها في الصناديق الاستثمارية أن تمد السوق السورية بالكثير من الخبرة والمعرفة بآليات عمل هذه الصناديق وكيف يمكن لهذه الصناديق أن تكون محرك يدفع السوق المصرية ويحسن من أدائها من جهة ويعمل على تحويل المدخرات المكدسة إلى استثمارات تساهم في رفع الاقتصاد السوري.

وقد تم الاعتماد في هذه الدراسة على البيانات النصف سنوية الصادرة عن هيئة الأوراق المالية المصرية وذلك للفترة الممتدة من ٢٠٠٦/١/١ إلى ٢٠٠٩/١٢/٣٠ . وتم الاعتماد على برنامج Spss في دراسة علاقات الارتباط والتغاير والتحديد والاختلاف ، كما تمت المقارنة بني الصناديق الإسلامية والتقليدية خلال الفترة التي سبقت تأثر السوق المصرية بالأزمة المالية العالمية وخلال الأزمة وما بعدها وذلك للوقوف على مدى قدرة هذه الصناديق على الوقوف في وجه الأزمات المالية .

وقد توصلت الدراسة إلى أن الصناديق الاستثمارية سواء التقليدية أو الإسلامية تعتبر خيار مرغوب للكثير من الراغبين بالاستثمار ودل على ذلك تنامي أعداد هذه الصناديق وتعاطف

رؤوس أموالها ،وعند المقارنة بين الصناديق الإسلامية والتقليدية وجد الباحث أن الصناديق الإسلامية تنهج طريق صناديق الأسهم التقليدية في معظم المراحل وبجميع المقاييس ، كما توصل الباحث إلى أن صناديق الدخل الثابت تعتبر الأكثر استقراراً خلال فترات الأزمة المالية ،كما أن الصناديق الإسلامية أثبتت تفوق على صناديق الأسهم التقليدية مقوماً بمعظم المقاييس وذلك خلال الفترة الثانية من الدراسة . كما قدم الباحث مجموعة من المقترحات والتوصيات الهادفة إلى تفعيل دور الصناديق الاستثمارية عامة والإسلامية خاصة في جميع الأسواق .