

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريريج -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة دكتوراه مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة دكتوراه، الطور الثالث
ميدان: علوم اقتصادية، والتسيير وعلوم تجارية
شعبة: علوم التسيير
تخصص: إدارة بنكية

الموضوع:

إدارة المحفظة الاستثمارية في البنوك الإسلامية
- دراسة حالة عينة من البنوك الإسلامية -

إعداد الطالب(ة):
○ سمية كرم

إشراف الدكتور(ة):
○ ميلود زكري

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب العائلي	الرتبة العلمية	مؤسسة الانتماء	الصفة
محمد عبادي	أستاذ	جامعة برج بوعريريج	رئيسا
ميلود زكري	أستاذ	جامعة برج بوعريريج	مشرفا ومقررا
عبد الرزاق بوعيطة	أستاذ محاضر "أ"	جامعة برج بوعريريج	ممتحنا
سمير بوعافية	أستاذ	جامعة برج بوعريريج	ممتحنا
حمزة غربي	أستاذ محاضر "أ"	جامعة المسيلة	ممتحنا
سفيان دلفوف	أستاذ محاضر "أ"	جامعة سطيف	ممتحنا

السنة الجامعية: 2024 / 2023



بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

شكر وتقدير

أحمدك يا رب حمدا كثيرا طيبا يليق بجلال وجهك الكريم وعظيم سلطانك،

وأشهد أن محمدا عبد الله ورسوله، وصفيه من خلقه وخليته،

صلوات الله وسلامه عليك يا سيدي يا رسول الله.

أتقدم بجزيل شكري وخالص عرفاني إلى كل من تحلى بالصبر الجميل وساهم من

قريب أو من بعيد في إتمام هذا العمل، وأخص بالذكر:

الأستاذ الدكتور ميلود زنكري الذي أشرف على انجاز هذا العمل المتواضع

الأستاذ الدكتور عبد الباسط عبد الصمد عليه

على دعمه المتواصل ونصائحه

كما أدين بالشكر للأستاذة الدكتورة ياسمينة ابراهيم سالم على تفضلها

بمراجعة هذا البحث

ولا يسعني إلا التقدم بخالص التقدير والامتنان لأعضاء لجنة المناقشة الكرام على

ما قدموه لي من تقييم وتوجيه

ولكل من ساهم من قريب أو من بعيد في إتمام هذا العمل

لكل هؤلاء أقول شكرا جزيلا

سمية

الإهداء

إلى والدي الكريمين حبا وامتنانا وعرفانا بجميلهما

الذي لا ينقطع أبدا

إلى من ساعدني لأجتاز صعوبة الطريق

وجعل لي المستحيل ممكنا التحقيق

إلى من جمعني به رباط وثيق

إلى الحبيب والصديق

زوجي

إلى شمعات عمري المضيئة... ونبضات قلبي الصغيرة ... إلى زهرات تفتحت في ربيع

حياتي لتزيده بريقا

أولادي

البراء، أنس، عبد الرحمان

إلى العزيزات على قلبي ... المخلصات في ودي

أختاي: مريم، مها

إلى إخوتي: خالد، نبيل، أمين، عبد الله وعبد الرحيم

إلى أفراد عائلتي الكبيرة ككل

لكم جميعا لأهدي ثمرة جهدي

سمية

إنَّ التغيُّرات الجذرية والسريعة التي شهدها النظام الإقتصادي والناتجة أساساً عن الأزمات المالية المتعاقبة - هذه الأخيرة التي كَبَّدت النظام المالي خسائر فادحة- قد فرضت تنافسية حادة وغير مسبوقه من طرف جميع المتعاملين الإقتصاديين أفراداً كانوا أو مؤسساتٍ من أجل إستغلال الفرص المتاحة، فقد عمد أصحاب الفائض المالي إلى تحزِّي أنسب الوسائل والأدوات لتوظيف أموالهم في حين يتسابق أصحاب العجز المالي من أجل الحصول على مَصادر التمويل اللازمة لأغراض التوسُّع والتطوُّر أو الإحلال والتجديد، وهنا برزت بقوة الأسواق المالية بأدواتها المختلفة كحلقة وصلٍ ووسيطٍ بين هذه الأطراف.

إذا كان لسوق الأوراق المالية أدواتها التقليدية التي يجري التعامل عليها داخل أروقة البورصة وخارجها بين الأفراد والمؤسسات والمصارف وأهمها الأسهم والسندات- والتي عن طريقها يتمُّ إستقطاب المدَّخرات وتوجيهها نحو الإستثمار- فإنَّ هذه الأخيرة لا تنجو من تقلُّبات السوق، الأمر الذي سلط الضوء على جانب هامٍ من جوانب العمل المصرفي والمالي، ودفع بالقائمين إلى البحث عن أساليب مبتكرة وإستراتيجيات جديدةٍ من أجل التسيير الأمثل للإستثمارات عن طريق تنويع الأدوات المالية، ومن ثمَّ تكوين محفظة الأوراق المالية التي تُعتبر توليفة لمجموعة من البدائل الإستثمارية، أين يسعى المستثمر وهو بصدد تكوينها إلى تنويع الأوراق المالية بما يضمن له تجنُّب حالات الإعسار والفشل في مختلف جوانب أنشطته وأعماله من جهةٍ وتحقيق عوائد مجزيةٍ من جهةٍ أخرى.

نظراً لما تتطلبه إدارة المحفظة المالية من خبرة وإلمام بقواعد الإستثمار في الأوراق المالية فقد أصبح الكثير من المستثمرين يُوكلون مهمة الإدارة إلى جهاتٍ مُختصة ومُحترفة تملك المعرفة النظرية اللازمة والخبرة العملية الكافية والأدوات الفنية الكاملة لإدارتها بفعاليةٍ وعلى رأسها البنوك بأنواعها، هذه الأخيرة التي أضحى أهمُّ مدير لمحافظ الأوراق المالية سواءً لصالحها الخاص أو لصالح عُملائها إلى جانب باقة خدماتها الأخرى.

رغم كون البنوك التجارية سبّاقة ورائدة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية، إلا أنَّ البنوك الإسلامية سايرت هذا التطوُّر في المجال المالي وقامت بإنشاء صناديق الإستثمار التي تعدُّ إحدى أهم الآليات الإستثمارية الرّائعة في الأسواق المالية الدولية تلبيةً لحاجةٍ ورغبةٍ شريحةٍ كبيرة من الجمهور لتطوير وتشجيع إستثماراتها بما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية وطوّرت شيئاً فشيئاً من أساليبها في إدارة المحافظ الإستثمارية لهذه الصناديق ممّا زاد قدراتها التنافسية وفتح لها مجالاتٍ كبرى في الأسواق الدولية والعالمية.

إشكالية البحث

تبعاً للتطوّرات الإقليمية والدولية المعاصرة، أصبحت المصارف الإسلامية في وضعٍ يُحتم عليها الظهور في أقوى صورةٍ لها كمنافس قوي للبنوك التقليدية، وهو ما استدعى الاهتمام أكثر بتطوير أساليب

عملها، وتسلط الضوء على الأسس التقنية والفنية القائمة عليها، ومن أهمها كيفية إدارة محافظها الاستثمارية ضمانًا لنمو أعمالها واستمرارها في ظل المنافسة القوية في الساحة المصرفية.

تعتبر إدارة المحافظ الاستثمارية بكفاءة عالية مطلبًا ملحقًا، لمواكبة التطورات الحديثة في الأسواق الدولية ومواجهة التحديات المحلية والإقليمية، بهدف ضمان البقاء في السوق.

إنطلاقًا مما سبق فإن مشكلة البحث تتمحور حول على التساؤل الرئيسي التالي:

- كيف يمكن إدارة المحافظ الاستثمارية في البنوك الإسلامية؟

ويندرج تحت هذا التساؤل الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو الدور الذي تقوم به البنوك الإسلامية في مجال إدارة المحافظ الاستثمارية؟
- ما هي التقنيات والاستراتيجيات المتبعة في إدارة المحفظة الاستثمارية؟
- ما هي العوامل التي تؤثر على المحافظ الاستثمارية، وما هي المؤشرات التي تبين لنا الأداء الجيد لهذه الإدارة؟
- طبقا لمفهوم ونظرية المحفظة فهل المستثمر في الأوراق المالية يتحمل مخاطرة عند بناء محفظة الأوراق المالية تختلف عن تلك التي يتعرض لها السهم منفردا؟

فرضيات البحث

على ضوء العرض السابق للمشكلة يمكن صياغة الفرضيات التالية:

- إدارة المحافظ الاستثمارية في البنك الإسلامي تعتمد تشكيلة متنوعة للأوراق المالية من أجل تخفيض التأثر بظروف السوق والإهتزازات الاقتصادية وتعزيز العائد.
- صحة التنبؤات أساس كفاءة إدارة المحافظ الاستثمارية في البنك الإسلامي.
- المبادلة بين العائد والخطر من أهم الصعوبات التي تواجه متخذ قرار الاستثمار في اختيار المحافظ المناسبة استنادا إلى تقبل المخاطرة والعائد المتوقع.

أهمية البحث

تتبع أهمية هذا البحث من التزايد المطرد في حجم النمو الذي تشهده الصناعة المالية الإسلامية خصوصًا بعد الإنهيارات المتوالية للنظام المالي والتي سلطت عليها الضوء لتعطيلها بعدد دوليا لاسيما بعد إقبال العالم الغربي على الولوج في هذا المجال، فالصناعة المالية الإسلامية أضحت الملاذ الآمن للنظام المالي والبنكي العالمي؛ وتبعًا لهذا تحتاج الصناعة المالية الإسلامية لتطوير أساليبها وأدواتها وسبل تسيير مواردها لمواكبة التطورات الجديدة وإغتنام الفرص البديلة في النمو والتوسع.

أيضاً تكمن أهميته في مجال الصناعة المصرفية كونه موضوعاً يحظى باهتمام كبير من قبل الدارسين ومُتخذي القرار، خصوصاً في مجال العمل الإسلامي وما يلفُّ عملياته من غموض بالنسبة لغير المُتخصصين؛ وعليه فقد كان هذا البحث محاولة منا في فهم بعض جوانب الموضوع وتبسيطها وكذا مساهمةً في الأبحاث والدراسات حول هذا الموضوع.

كما وتعدُّ المصارف الإسلامية مؤسساتٍ ماليةٍ تتجمّع لديها مبالغ مالية كبيرة لابدأً من تسييرها بأفضل شكلٍ، والتحكُّم من جهةٍ ثانيةٍ في تكاليفها بما يخدم مصالحها؛ وبما أنّ إدارة المحافظ الاستثمارية هي شكل من أشكال إدارة هذه الموجودات فقد وجب تسليط الضوء عليها وتطويرها للوصول بها إلى الكفاءة المطلوبة، وتحقيقاً لهدفها الأساسي.

أهداف البحث

يهدف البحث إلى التعرف على طرق تسيير وإدارة المحفظة الاستثمارية في البنوك الإسلامية خصوصاً فيما يتعلّق ببناء المحفظة بطريقةٍ تحقّق أقصى أداءٍ ممكن، وتندرجُ تحته الأهداف الفرعية التالية:

- التعرف على النظريات المختلفة لتشكيل وإدارة المحفظة الاستثمارية؛
 - التعرف على المؤشرات التي تُبرز أداء المحفظة الاستثمارية؛
 - بيان أهمية القرارات الإستراتيجية لمدير المحفظة المالية، وهو ما يعرف بقرار المزيج الرئيسي والذي من خلاله تُحدّد التركيبة الأساسية لأصول المحفظة؛
 - إبراز أهمية قرار التوقيت بالنسبة لمدير المحفظة المالية ودوره في مواجهة المخاطر؛
 - تحليل المحافظ الاستثمارية محلّ الدراسة في السوق المالي السعودي؛
 - تقييم أداء المحافظ الاستثمارية محلّ الدراسة مثني مثني حسب نوع المحفظة.
- كلُّ ما سبق ذكره يأتي في إطار تبني فكرة دعم تطبيق وإنشاء المحافظ الاستثمارية وإعطائها مجالاً أوسع في الصناعة المالية الإسلامية.

مبررات اختيار الموضوع

تمّ اختيار الموضوع للأسباب التالية:

- الرغبة الشخصية في البحث في مجال العمل المصرفي الإسلامي، واستكمالاً للمراحل الدراسية السابقة، فهو مجال خصب وممتع للبحث والتنقيب؛
- الحاجة إلى دراسات تطبيقية تكشف النقاب عن واقع العمل المصرفي الإسلامي وإمكاناته والحلول التي يقدمها للاقتصاد والمجتمع؛

- الآفاق الواسعة التي يفتحها الموضوع وإمكانية الإستفادة من التجارب الناجحة في بلادنا خصوصا مع الإجراءات الأخيرة التي تعمل الجزائر على تطبيقها بـغية تنظيم وتسهيل عمل المصارف الإسلامية.

منهج البحث

سيتمُّ استخدام المنهج الوصفي في دراسة الجانب النظري للبحث والإجابة عن التساؤلات المتعلقة به وهذا بإيضاح وتفصيل مختلف جوانب المحفظة الإستثمارية للمصارف الإسلامية من حيث مكوناتها وأنواعها وأساليب تكوينها والمخاطر المتعلقة بها.

أمَّا بالنسبة للجانب التطبيقي للدراسة فستستخدم به الأساليب الكميَّة والرياضيَّة من أجل دراسة المحافظ الإستثمارية لعينة من المصارف الإسلامية واستخدام برنامج EXCEL لحساب أهمِّ المؤشرات المُستخدمة وتحليلها لمعرفة أداء هذه المحافظ والمُقارنة بينها مثلى مثلى.

عينة البحث وحدود الدراسة

تتكوَّن عينة الدراسة من 6 محافظ إستثمارية، تابعة لـ 6 مصارف إسلامية نشطة على مستوى السوق المالي السعودي؛ وقد تمَّ اختيار عينة الدراسة على أساس طبيعة هذه المحافظ الإسلامية أم تقليدية؛ حيث تمَّ اختيار أفضل المحافظ على أساس العائد والمخاطر وفي ظلِّ توفُّر البيانات المالية عن عمل هذه المحافظ؛ حيث تمَّ اختيار محفظتين إثنين من نوع محافظ الدَّخل ونفس الشيء بالنسبة لمحافظ النُّمو والمحافظ المُختلطة وتمَّ الحصول على البيانات من التقارير السنوية الموجودة على مستوى مواقع الشركات الرسمية، وموقع هيئة السوق المالي السعودي للفترة بين 2010-2021م؛ وتمَّ تحليل تطوُّر أداء المحافظ الإستثمارية طوال فترة الدراسة ثمَّ المُقارنة بين كل محفظتين على حِدَا لنخُصَّ في الأخير إلى أيُّهما أكثر نجاعة اختيار المحفظة على أساس أعلى عائد أم على أساس أدنى مخاطرة.

الدراسات السابقة

تعدَّدت الدراسات التي تناولت موضوع المحافظ الإستثمارية بمختلف جوانبه، غير أنَّنا نقترص على ذكر الدراسات ذات العلاقة المباشرة بموضوعنا، وهي مُرتَّبة من الأحدث إلى الأقدم كما يلي:

أولاً: الدراسات العربية

دراسة (عبد الباسط عبد الصمد وسليمان زاوي فرحات، 2019م) بعنوان: دور إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل أداء الصندوق - دراسة تحليلية لعينة من السوق المالي السعودي -

قام الباحثان بإجراء دراسة حول عينة من صناديق الاستثمار الإسلامية الناشطة في سوق الأوراق المالية السعودية بهدف الوقوف على واقع وأداء هذه الصناديق في السوق من جهة وتحليل النتائج المتوصل

إليها بهدف إبراز النواحي الإيجابية لعلاقة الإدارة بأداء الصندوق من جهة أخرى. وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة قوية وموجبة بين عوائد صناديق الاستثمار وعائد السوق، مما يعني أن منحى أداء صناديق الاستثمار يسير في نفس اتجاه مؤشر السوق ما يدل قدرة وكفاءة الإدارة في التخلص من المخاطر الخاصة وذلك من خلال التنويع الجيد لمكونات الصندوق، وأوصت الدراسة بضرورة استحداث أدوات مالية جديدة موافقة للشريعة الإسلامية حتى تساعد صناديق الاستثمار الإسلامية في تحقيق أهدافها بكفاءة أكبر وتمكنها من تنويع محافظها المالية وأيضاً إنشاء صناديق استثمار متخصصة لتغطية الصكوك الإسلامية.

دراسة (بسمة درزي المدارمة، 2018م) بعنوان: أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك الإسلامية

هدفت الدراسة إلى قياس أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك الإسلامية من خلال تقييم كفاءة البنوك الإسلامية في الأردن وتقييم أداء المحافظ الاستثمارية الخاصة بها، واستهدفت الباحثة بالدراسة جميع البنوك الإسلامية العاملة بالأردن بين عامي 2006م و2016م والمدرجة في بورصة عمان المالية وعددها بنكين اثنين. وقد خلصت الدراسة لوجود أثر ذي دلالة إحصائية عند مستوى 5% لكل من مخاطر المحفظة الاستثمارية و لعناصر شارب مجتمعة على العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية، وعدم وجود أي أثر ذي دلالة إحصائية عند مستوى 5% لكل من العائد الخالي من المخاطر وعائد المحفظة كلا على حدا بالنسبة للعائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية وعليه فقد قدمت الباحثة التوصية التي مفادها أن على البنوك الإسلامية أن تتبنى سياسة متزنة في إدارة محافظها الاستثمارية للتمكن من الحفاظ على مؤشرات العائد لديها.

دراسة (ملاك فيصل محمد المساعيد، 2018م) بعنوان: أثر إدارة المحافظ الاستثمارية في التقليل من مخاطر الإيرادات في صندوق استثمار الضمان الإجتماعي

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر إدارة المحافظ الاستثمارية في التقليل من مخاطر الإيرادات في صندوق استثمار الضمان الاجتماعي للفترة 2003-2015م، ولتحقيق أهداف هذه الدراسة تم استخدام نماذج العائد والمخاطرة لكل من محفظة صندوق استثمار الضمان الاجتماعي بالإضافة إلى نسب (Sharp, Treynor, Jensen) لصندوق الضمان الاجتماعي والسوق. وقد تم تحليل العوائد السنوية لمحافظ صندوق استثمار الضمان الاجتماعي خلال فترة الدراسة من خلال برمجية Excel Solver. وأشارت نتائج هذه الدراسة إلى وجود فروقات في أداء محفظة صندوق استثمار الضمان الاجتماعي للفترة 2005-2015م بحسب نسبة

Sharp, Treynor, Jensen. وقد كان من أبرز توصيات الدراسة اعتماد إدارة صندوق استثمار أموال الضمان الاجتماعي على سياسة التنوع للمحافظ الاستثمارية بطريقة جيدة والالتزام باستراتيجية الاستثمار.

دراسة (عبو عمر وعبو ربيعة وبوفليح نبيل، 2017م) بعنوان: مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية - دراسة إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي -

هدفت الدراسة إلى تقييم أداء المحافظ الاستثمارية عن طريق دراسة عينة مختارة من المحافظ الاستثمارية النشطة على مستوى السوق المالي السعودي وذلك خلال الفترة الممتدة بين 2007 وإلى غاية 2015م ممثلة في أربعة محافظ هي: محفظة المقدم، محفظة الهادي، محفظة الشامخ ومحفظة الرياض الخليجي وذلك باستخدام الأسلوب البسيط أولاً ثم باستخدام الأسلوب المزدوج بالنسبة لمختلف المؤشرات (Sharp, Treynor, Jensen) وبالنسبة لمؤشر المعدل بالخطر. وقد امتهدت الدراسة إلى منيعة مفادها أن أداء المحافظ قيد الدراسة جميعا كان أفضل من أداء محفظة السوق.

دراسة (جليل كاظم مدلول العارضي وزيد عبد الزهرة جعفر، 2016م) بعنوان: إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى - بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص -

هدفت الدراسة إلى تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى في سوق العراق للأوراق المالية، من عام 2008م إلى 2012م، واختيرت عينة البحث من مجتمعها المتمثل في الشركات المساهمة الخاصة المدرجة في سوق العراق المالي بالقطاع الصناعي والمتكون من 21 شركة صناعية، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات منها: استنادا إلى شروط تشكيل المحفظة الاستثمارية من الشركات الكفوءة المستندة أساساً على أن يكون اختيارها ضمن المحفظة الاستثمارية والتي تعطي عائداً أكبر مما تعطيه بقية الأوراق المالية المتاحة أو الشركات الصناعية الأخرى في هذه الدراسة، والتي تحمل نفس القدر من المخاطرة أو أقل لذا فإن مصفوفة الارتباط بين العوائد المتحققة عن كل شركة فيها، التي يتسم معظمها بالانخفاض تدعم ثقة الدراسة بالكفاءة بما تتضمنه هذه المحفظة من شركات متوافقة مع ما جاء به ماركوتيز حول تركيزه على معامل الارتباط المتحقق بين العوائد، وأيضاً من حيث أثره في عائد كل المحفظة ومخاطرها.

دراسة (لورين ابراهيم القاضي، 2016م) بعنوان: أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية - دراسة اختبارية على البنوك التجارية الأردنية للفترة 2012 - 2014م -

تهدف هذه الدراسة إلى بيان أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وقد شملت كافة البنوك التجارية الأردنية المدرجة في السوق المالي الأردني والتي بلغ عددها 13 بنكا خلال الفترة 2012 - 2014م، وذلك باستخدام مؤشر شارب، وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية عند مستوى 5% بالنسبة لكل من العائد الخالي من المخاطرة

وعائد المحفظة على كل من العائد على الاستثمار والعائد على حقوق الملكية، ووجود أثر ذي دلالة احصائية عند مستوى 5% لكل من مخاطر المحفظة وعناصر شارب مجتمعة على كل من العائد والاستثمار والعائد على حقوق الملكية. وقد أوصت الباحثة بإعادة الدراسة على عينة أكبر ولفترة زمنية أطول من أجل تناول الأبعاد الأخرى التي لم تشملها هذه الدراسة.

دراسة (توفيق عوض شبير، 2015م) بعنوان: بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم - دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين -

هدفت الدراسة إلى التعرف على قدرة نماذج تقييم أداء الأسهم (Sharp, Treynor, Jensen) في بناء محافظ استثمارية بالسهم في بورصة فلسطين خلال الفترة 2010-2014م وكذلك تقييم أداء تلك المحافظ من حيث العائد، المخاطرة والعائد المعدل بالمخاطرة، ومقارنة أداء تلك المحافظ مع محفظة السوق، مستعينة في ذلك بعينة مكونة من 27 شركة، وقد توصلت الدراسة على أن المحافظ المبنية على أساس نموذج شارب Sharp أفضل مالياً من كل من محفظة السوق والمحافظ المبنية على أساس نموذجي (Treynor, Jensen) وذلك من حيث متوسط العائد الشهري ومتوسط العائد المعدل بالمخاطرة المتحققان لمدة ستة أشهر، كما تبين عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بالنسبة على كل من العائد والمخاطرة والعائد المعدل بالمخاطرة. وعليه فقد أوصت الدراسة بضرورة إنشاء قاعدة بيانات تحتوي على عائدات الأسهم الشهرية والنصف سنوية والسنوية لمساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وكذا ضرورة تقييم المستمر لاستثمارته باستخدام العائد والمخاطرة معاً عند تشكيل محفظته الاستثمارية.

ثانياً: الدراسات الأجنبية

دراسة (Nawaf Abuolien, & Baliira Kalyebara, & Che Wan Suraya Che Wan Ibrahim,) (2021) بعنوان:

Revising portfolio optimization and 1/n rules: shariah VS convention' performance during the COVID-19 pandemic

تهدف هذه الدراسة لمعرفة فيما إذا كانت الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تتفوق على نظيراتها التقليدية في سوق الأوراق المالية الماليزي من حيث تحسين قيمة الشركة وقواعد (N / 1) خلال فترة عدم الاستقرار المالي الأخيرة بسبب جائحة COVID-19. تم جمع بيانات 12 من المحافظ المتوافقة مع الشريعة الإسلامية و 12 من المحافظ التقليدية لمدة سبعة عشر (17) شهراً من 1 يناير 2020 إلى 31 مايو 2021. تبحث الورقة في أداء كلتا مجموعتي المحافظ باستخدام نموذج التحسين في ظل إستراتيجية نسبة شارب وقواعد (N / 1) غير المقيدة والمقيدة والمعظمة. وتظهر النتائج أن الشركات المتوافقة مع الشريعة

الإسلامية تتفوق على الشركات التقليدية من حيث تقليل المخاطر وأنها قادرة على توفير عوائد تنافسية على الرغم من أنها أقل من نظيراتها التقليدية، توفر نتائج الدراسة العديد من الآثار المترتبة على المستثمرين من نواح كثيرة، لا سيما في قرارات الاستثمار للنظر في الاستثمار في محافظ متوافقة مع الشريعة الإسلامية أو تقليدية.

دراسة (Oksana Hordel, & Viktoriya Hurochkina, 2021) بعنوان:

Optimization of the Investment Portfolio in the Environment of Table Processor MS Excel

هدفت الدراسة إلى معرفة أهمية زيادة مستوى استخدام تقنيات الكمبيوتر المعلوماتية في تقليل المخاطر المالية عند الاستثمار في الأسواق المالية، حيث تعتمد الأهمية العملية للعمل على تحليل كمية كبيرة من المعلومات بواسطة النماذج الرياضية المستخدمة في تكوين المحافظ الاستثمارية. ولأول مرة، تم إجراء دراسة مقارنة لمحافظ الاستثمار التي تحتوي على أنواع مختلفة من الأصول في الاقتصاد الأوكراني (خاصة العملة المشفرة)، أين تم تحليل مخاطرها المتبقية وتشكيل محافظ الاستثمار الأمثل من أجل الاستخدام الأمثل للمدخرات ومراعاة العوامل التي تؤثر على اتخاذ قرارات الاستثمار النهائية باستخدام برنامج MS Excel الذي يمكنه التعامل مع البيانات الجدولة وتحسين المشاكل الخطية وغير الخطية باستخدام "Solver" وتحليلها بواسطة أداة "الحساسية"، وقد تم إثبات ضرورة تطبيق النماذج الرياضية الحديثة وقدرات تقنيات المعلومات الحاسوبية لحساب الهياكل المثلى لمحظة الاستثمار من الأصول المدروسة والتي توفر أقصى ربحية ممكنة عند مستوى مخاطر معين أو أدنى مخاطر محتملة في ربحية معينة ونتيجة لذلك، تم حل مشاكل التحسين المباشرة والعكسية لمحظة الاستثمار باستخدام نموذج شبه شارب. وتوصي الدراسة باستخدام معالج جداول البيانات MS Excel على نطاق واسع من قبل المحترفين.

دراسة (Viktor Oliinyk, & Olga Kozmeko, 2019) بعنوان:

Optimization of investment portfolio management

هدفت الدراسة إلى النظر في مهمة إنشاء محظة استثمارية من قبل مؤسسة مالية، حيث يتم أخذ الأموال لإنشاء محظة من مصدرين: صناديق الأسهم الخاصة بالمؤسسة والصناديق المقترضة ليتم تنفيذ تحسين الحافظة التي تم إنشاؤها. وبعد الحصول على محظة ذات كفاءة قصوى مع قيود على مقياس المخاطر، والتي تم تحديدها في شكل مؤشر القيمة المعرضة للمخاطر. تستعرض الدراسة باستخدام بيانات محظة التحسين بناء نموذج لإدارة أصول هذه المحظة وذلك باستخدام مبدأ Pontryagin الأقصى، ويتم تحديد الاستراتيجيات المثلى للمشاركين فيها. وقد خلصت الدراسة إلى العثور على أن المقابل الأمثل لإدارة

المحفظة الاستثمارية هو في شكل حصة من الدخل أو التدفق النقدي المستلم وذلك بناء على النتائج المسترجعة للإدارة المثلى للاستثمارات في محفظة مالية من المؤسسة المالية محل الدراسة.

دراسة (Petras Dubinskas, & Laimutė Urbsiene, 2017) بعنوان:

Investment Portfolio Optimization by applying a genetic Algorithm- Based approach

الهدف من الدراسة هو تقييم مدى ملاءمة نهج الخوارزمية الجينية في تحسين المحفظة الاستثمارية حيث تحلل الورقة الجوانب النظرية لتطبيق منهج يعتمد على الخوارزمية الجينية، ثم تتكيف مع البحث العملي. ولبناء محفظة استثمارية تم اختيار أربع شركات ليتوانية مدرجة في القائمة الرسمية لبورصة بحر البلطيق (OMX Baltics)، بعد ذلك ومن خلال تطبيق نهج قائم على الخوارزمية الجينية واستخدام برنامج MatLab، تم إنشاء محفظة الاستثمار الأمثل من الشركات المختارة؛ لقد أظهرت نتائج البحث أن المحفظة القائمة على الخوارزمية الجينية في عام 2013 وصلت إلى نسبة عائد مخاطر أفضل من المحفظة التي تم تحسينها من خلال طرق البرمجة الحتمية والعشوائية، كما تم تحقيق نتائج أفضل مقارنة بمؤشر بورصة بحر البلطيق (OMX Baltic Market Index). نتيجة لذلك، لم يتم رفض فرضية تفوق الحافظة المحسنة على أساس الخوارزمية الجينية، ومع ذلك توصي الدراسة أن تشمل الأبحاث الإضافية المزيد من فترات التجربة حيث أن الدراسة الحالية فحصت فترة سنة واحدة.

دراسة (Nugroho, & Rachmat, 2013) بعنوان:

Portfolio determination and Markowitz efficient in five Indonesian industrial sector

هدفت الدراسة إلى بناء محفظة مثلى وفعالة من الشركات المدرجة في بورصة أندونيسيا خلال الفترة 2011م إلى 2012م أين قام الباحثان بتكوين ثلاثة محافظ: الأولى تحتوى على أكبر 5 شركات من حيث العائد السوقي، الثانية تضم أقل 5 شركات من حيث المخاطرة الكلية فيما خصصت المحفظة الثالثة لأفضل 5 شركات من حيث العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول ونسبة الربحية، وعمدت الدراسة إلى تقييم أداء تلك المحافظ من خلال نماذج (Sharp, Treynor, Jensen) وتوصلت إلى أن المحفظة الأولى كان أداءها أفضل من محفظة السوق والمحافظ الأخرى وفقا لنموذجي (Sharp, Jensen)، والمحفظة الثالثة هي الأفضل وفقا لنموذج (Treynor)، وعليه أوصى الباحثان المستثمرين في أندونيسيا بضرورة الاعتماد على عائدات الأسهم السوقية عند اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة.

تتميز الدراسة التي بين أيدينا عن الدراسات السابقة بأنها محاولة لبحث موضوع المحافظ الاستثمارية من كل جوانبه؛ من حيث التطرق إلى نظريات بنائها، مكوناتها، أنواعها، آليات تسيرها، العوامل المؤثرة

عليها ومقاييس أداءها؛ كما أنها تبحث موضوع المصارف الإسلامية وطريقة عملها، دورها وأهميتها في المجتمع والتعرف على واقع الصيرفة الإسلامية؛ كما استهدفت التعرُّض بالتفصيل لموضوع المخاطر وأنواعها ومسببات وقوعها وكيفية قياسها باستخدام المقاييس الإحصائية المختلفة وعلاقتها بأنواع العوائد وتحديد ارتباطه وكيفية حسابها.

كما تمَّ حصر الجزء التطبيقي في ستة محافظ استثمارية من بين الأفضل على مستوى الساحة المالية السعودية، تمَّ إنتقائها لتُغطي أنواع المحافظ الثلاثة: الدخل، النمو والمختلطة؛ حيث تمَّ تجميع البيانات المالية للمحافظ المعنية بالإعتماد على التقارير السنوية والمواقع الالكترونية الخاصة خلال الفترة 2010-2021م ورغم صغر العينة إلا أنها وفرت معلوماتٍ لا بأس بها حول الموضوع وأزلت الكثير من الغموض الذي يكتنف تسيير المحافظ الاستثمارية على مستوى المصارف الإسلامية، كل ما سبق يجعل هذا البحث يقرب أكثر موضوع الدراسة إلى ذهن الباحث ويبسطه أمام المستثمر.

الفصل الأول: مدخل إلى المحافظ الاستثمارية

تمهيد:

تُعدُّ المحافظ الاستثمارية من الأدوات المالية الحديثة نسبياً، وتأتي أهميتها من طبيعة الأسواق المالية المتسارعة التي تتسم بعدم الاستقرار الكبير وتأثرها بالظروف الدولية نظراً لظاهرة العولمة وتنوع الأدوات المالية وارتفاع مستويات مخاطر الاستثمار من جهة، وكذا من خلال دورها في تعبئة وحشد المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المناسبة التي يصعب على صغار المستثمرين القيام بها نظراً لما تحتاجه من خبرة جيدة في التعامل من جهة وحجم رأسمال الذي تتطلبه من جهة أخرى.

تسعى إدارة المحفظة جاهدةً للتحكم في تسيير محفظتها الاستثمارية من خلال تنويع مصادر تمويلها واستخدام الأمثل للأصول المكونة لها، فتعتمد تشكيلةً متنوعةً من الاستثمارات التي تضمها لمحفظة الأوراق المالية خاصتها آخذةً بعين الاعتبار تنويع جهة الإصدار وتفاوت تواريخ الاستحقاق.

كما تقوم إدارة المحفظة في البنوك بالموازنة بين الأهداف المتعارضة- السيولة، الربحية، الأمان-، حيث نلاحظ أنّ السعي نحو تعظيم الربح يفرض توسيع الاستثمار في الأصول التي تدرّ أعلى الأرباح والتي عادة ما تكون عالية المخاطرة فتتعارض مع هدف الأمان، أو تكون متوسطة و طويلة الأجل فتتعارض مع تحقيق هدف السيولة، وفي حالة ما إذا فضّل البنك تحقيق هدف السيولة فسيتجه نحو الاستثمار في أصول قصيرة الأجل وعالية السيولة ولكنها تدرّ أرباحاً ضعيفة ما يعني ضياع فرص استثمارية مربحة، وعليه فعلى البنك الموازنة جيداً بين أهدافه وسياساته الاستثمارية بما يحقق أهداف وتوجهات المستثمرين أيضاً.

لقد قمنا بتقديم هذا الفصل في ثلاثة مباحث:

- المبحث الأول بعنوان ماهية المحفظة الاستثمارية وبتناول تعريف المحفظة الاستثمارية، أهمية المحفظة الاستثمارية وأهدافها.
- المبحث الثاني تحت عنوان التطور المفاهيمي لفكر المحفظة الاستثمارية، ويندرج تحته نشأة المحفظة الاستثمارية، أنواع المحافظ الاستثمارية وتكوين المحفظة الاستثمارية.
- المبحث الثالث يدرس هيكلية المحفظة الاستثمارية وإستراتيجياتها، ويتطرق إلى مكونات المحفظة الاستثمارية، السياسات المُتبعة في إدارة المحفظة الاستثمارية وقرارات إدارة المحفظة الاستثمارية.

المبحث الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية

إنَّ الهدف الأساسي للمستثمر في السوق المالي هو توظيف الأموال بهدف تحقيق أعظم عائد ممكن خلال فترة زمنية محددة، اعتماداً على أدوات استثمار متنوعة واستراتيجيات عديدة، وبما أنَّ المحافظ الاستثمارية تلعب دوراً فاعلاً في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، فقد زاد الإهتمام بها أكثر فأكثر.

يتطرق المطلب الأول إلى التعاريف المختلفة والمتعددة التي أطلقت على المحفظة سواءً من طرف اللغويين أو الاقتصاديين لنخلص منها إلى تحديد تعريف إجرائي للمحفظة الاستثمارية، كما سنتناول في المطلب الثاني أهمية المحفظة الاستثمارية على أن نخصص المبحث الثالث لأهداف هذه الأخيرة.

المطلب الأول: تعريف المحفظة الاستثمارية

تتعدد تعاريف المحفظة باختلاف خلفيات الباحثين ونعرض بعضها كما يلي:

أولاً: التعريف اللغوي

المحفظة، وكما ورد في معاجم اللغة تعني الكيس أو الوعاء من الجلد أو القماش الذي تحفظ فيه قطع من النقود والأوراق المهمة الأخرى¹، وعليه فمصطلح إدارة المحفظة يعني التنظيم والتخطيط والرقابة للوعاء الذي يحوي هذه الأصول والأوراق.

ثانياً: التعريف الاصطلاحي

تعرف المحفظة بأنها:

التعريف الأول: هي أداة مركبة من مجموعة من الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية الأخرى، أو هي مجموعة من الأصول التي يمتلكها المستثمر وقد تكون هذه الأدوات أصولاً حقيقية أو مالية بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة مخاطرة على أن تتلاءم أهداف المحفظة مع رغبة المستثمر سواءً كان مستثمراً محافظاً أو مضارباً أو رشيداً.²

التعريف الثاني: هي كل ما يملكه الفرد من أصول حقيقية أو مالية من أجل تنمية قيمتها، لهذا لا يدخل ضمن المحفظة ما يملكه الفرد لاستعمالاته الشخصية كالبيت والسيارة وغيرها.³

التعريف الثالث: هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يُسمى مدير المحفظة، وقد يكون مدير المحفظة مالكاً لها كما قد يكون مأجوراً وحينئذٍ ستفاوت صلاحياته في إدارتها وفقاً لشروط العقد المُبرم بينه وبين مالك المحفظة.¹

¹ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة. دار المناهج، الأردن، 2015، ص17.

² دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية. دار المسيرة، الطبعة 02، الأردن، 2015، ص15.

³ غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص17.

التعريف الرابع: هي مجموعة من الأصول المالية مرجحة بأوزانها النسبية، بحيث يكون مجموع الأوزان مساوياً لـ 1 أي 100%، ويرمز للوزن النسبي للأصل بـ W_i .²

ثالثاً: التعريف الإجرائي

من التعريفات السابقة يُمكن استخلاص تعريف إجرائي للمحفظة، فيُمكن القول بأنَّ المحفظة الاستثمارية عبارة عن توليفة أو تشكيلة لمجموعة من الأصول الحقيقيَّة والمالية التي تتفاوت فيما بينها من حيث النوع، القيمة، العائد المتوقع ومدة الاستحقاق، يتم اختيارها بعناية فائقة بغرض تحقيق أقصى عائد في ظلَّ أدنى مخاطر ممكنة، ما يعني تسييرها بأفضل شكلٍ والتحكُّم في تكاليفها بما يخدم مصالحها، وتخضع المحفظة الاستثمارية لإدارة المحفظة التي تكون هي مالكة المحفظة أو تعمل مقابل أجرٍ لدى مالكيها. تسييرها بأفضل شكلٍ، والتحكُّم من جهة ثانية في تكاليفها بما يخدم مصالحها

المطلب الثاني: أهمية إدارة المحافظ الاستثمارية

نتيجة للدور الكبير الذي اضطلعت به المحفظة الاستثمارية في تحديد السياسات والأسس العلمية والعملية للاستثمار في أسواق الأوراق المالية، فقد أصبحت تشغل حيزاً مهماً في مبادئ الاستثمار الحديث حيث أضحت إدارة المحافظ تُعرف على أنها فنٌ وعلمٌ اختيار والإشراف على مجموعة من الاستثمارات التي تلبي الأهداف المالية طويلة الأجل وتحمل المخاطر لعميل أو شركة أو مؤسسة ما³.

لقد تزايدت أهمية إدارة المحافظ الاستثمارية بشكل كبير في المجتمعات وذلك للأسباب التالية⁴:

- أ. توفر فوائض مالية لدى مختلف القطاعات والمؤسسات سواءً كانت صناعية أو خدمية، أفراداً أو شركات أو مؤسسات مالية، والاهتمام بتحقيق مبدأ الفرصة البديلة أي استغلال الفائض استغلالاً أمثلاً بغرض تحقيق الربح حتى وإن كان الاستثمار في نشاط مختلف عن نشاط الشركة المولدة للأموال⁵؛
- ب. تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة داخلياً وخارجياً نتيجة للعولمة والانفتاح الاقتصادي وازدهار تكنولوجيا المعلومات واستخدام الأنترنت في التداول؛
- ت. تدفق رأس المال إلى مختلف المؤسسات الاستثمارية والصناعية، وجميع هذه التدفقات الكبيرة في رأس المال توجه إلى الاستثمار في الأسهم والسندات؛

¹ محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية. دار وائل، الطبعة 01، الأردن، 2016، ص187.

² عز الدين محمدي، عبد العالي صالح، تطبيق برمجة الأهداف في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى دراسة حالة عينة من أسهم مختارة من سوق البحرين للأوراق المالية. مجلة دراسات، جامعة الأغواط، المجلد 16، العدد 01، الجزائر، 2019، ص92.

³ Karishma Wadiwala, **Fundamental & Technical Analysis of an Investor's Portfolio**. International Advanced Research Journal in Science, Engineering and Technology, Mumbai University, 2021, p161.

⁴ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري. مرجع سابق، ص277، 278.

⁵ إستبرق محمود جار الله، دور هيكل المحفظة الاستثمارية للمصرف في أدائه المالي - بحث تطبيقي في عينة من المصارف العراقية-، رسالة ماجستير (غير منشورة)، جامعة بغداد، العراق، 2011، ص33.

ث. تَوْسَعِ المؤسسات الاستثمارية وبيوت الخبرة في تقديم خدماتٍ ونصائحٍ للمستثمرين وخصوصاً الاستثمار في الأسهم والسندات، وحديثاً زاد الاستثمار في العقارات؛
ج. الاهتمام البالغ للمستثمرين بالرَّحِ السَّريع مِمَّا تطلب إيجاد أسلوبٍ علميٍّ جيد لتحقيق هذا الهدف¹.

إضافة إلى ما سبق فإن وساطة البنوك تعزِّز سيولة الاقتصاد بتقديم أصول قريبةٍ من النقود تدرُّ عائداً، مما يقلِّل الطلب على النقود، وتوفيره أصولاً ماليةً متنوعة المخاطر ومتعددة الشروط للمستثمرين، وبذلك تستوعبُ جميع الرغبات وتستجيب لها، كما تشجِّع الأسواق الأولية التي تُصدر الأصول المالية ويُحجم عنها الأفراد خوفاً من المخاطرة².

المطلب الثالث: أهداف إدارة المحافظ الاستثمارية

إنَّ هدف أي مستثمر من بناء وإدارة محفظة أوراق مالية هو تحقيق منافع إضافية بلا شك، إلا أنَّ الأمر يتطلب عملية مُفاضلة ما بين: الخطر والعائد المتوقع من جهة، القيمة المضافة المحتملة والدخل المنتظم من جهة ثانية ومختلف مستويات الخطر من جهةٍ ثالثة.

علماً أنَّ هذه المُفاضلة تحدث تبعاً لرغبة وهدف المستثمر، إلا أنَّ الهدف الرئيسي يبقى هو الوصول إلى محفظة مثالية، أي تحقيق أكبر عائد عند مستوى خطر معيَّن أو تحقيق أقل مستوى خطر ممكَّن عند مستوى ثابت من العائد، ومن ثمَّ فإنَّ الهدف الأساسي للمستثمر وهو بصدد تكوين محفظة مالية هو الحصول على أحسن ثنائية (خطر/ عائد) ممكنة³.

تأتي في مقدمة الأهداف التي يطمحُ المستثمرون للوصول إليها ما يلي⁴:

- **الحفاظ على رأس المال الأصلي:** وهو هدف أساسي لجميع المستثمرين ومهما كانت المخاطر التي يمكن أن تتعرَّض لها المحفظة فيجب على المدير أخذ الحذر التام ألاَّ تصل الخسارة إلى رأس المال، وكيفما كانت طموحات المستثمر فإنَّه يمكن أن يربح في صفقةٍ ويخسر في أخرى أمَّا الإجمالي فيجب أن يكون ربحاً⁵؛

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص19، 20.

² محمد الصيرفي، إدارة المصارف. دار الوفاء للنشر، الطبعة 01، مصر، 2007، ص14.

³ سارة بوزيد، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري - دراسة حالة بنك BNP PARIBAS - رسالة ماجستير (غير منشورة)، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2007/2006، ص12.

⁴ محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات. مركز جامعة العلوم والتكنولوجيا للكتاب الجامعي صنعاء، الطبعة 02، اليمن، 2013، ص187، 188.

⁵ إستيرق محمود جار الله، مرجع سابق، ص32.

- استقرار تدفق النقد وتحقيق أمان مستقبلي: على مدير المحفظة إختيار أوراق مالية تحقق دخلا شبه ثابت، وتعمل بمثابة احتياطي تزداد قيمته مع الأيام مثل السندات والأسهم الممتازة¹؛
 - تحقيق النمو: أي زيادة تراكمية رأسمالية، وفي هذه الحالة يبحث المستثمر عن أسهم الشركات التي يميل مجلس إدارتها إلى التوسع وزيادة خطوط إنتاجها أو رأسمالها أو أرباحها²؛
 - القابلية للسيولة والتسويق: على مدير المحفظة إختيار الأصول القابلة للتسييل في أي وقت بدون تحمل أي خسائر، ويركز على تلك الأصول المتداولة يوميا حيث أن أسعار الشراء والبيع تكون معروفة لدى كل من البائع والمشتري؛
 - التنوع: لأن الوصول إلى المزيج الأمثل من شأنه تخفيض المخاطرة وليس بالضرورة تقليص الأرباح، فهو من أهم أهداف بناء وإدارة المحفظة؛
 - القدرة على التأثير: فإن حيازة مجموعة متميزة من الأصول وتدويرها بشكل كفء من شأنه تعزيز مكانة المستثمر في المجتمع الاقتصادي ناهيك عن السلطة التي تكسبه إياها في التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين للشركات التي يحوز على عدد كبير من أسهمها.
- كما ويؤدي تجمع الموجودات المالية والعينية إلى تحقيق الأهداف التالية في البنوك³:
- مُجابهة متطلبات السيولة النقدية وتجنب مخاطر العُسر المالي، فمحافظ الأوراق المالية من أهم مصادر السيولة التي تستطيع البنوك اللجوء إليها ببيع محتوياتها ومن ثم تنفيذ التزاماتها اتجاه الدائنين؛
 - استثمار الأموال الفائضة عن حاجة البنك، إذ أن بقاء الأموال مجمدة يؤدي إلى التعرض لمخاطر انخفاض القيمة الزمنية للنقود ومن ثم تآكل قدرتها الشرائية؛
 - تحقيق الأرباح للبنك، مما ينعكس إيجابا على إمكانية تحقيق النمو والتوسع وتقليل المخاطر؛
 - تحقيق الإستقرار داخل البنك والحصول على العوائد؛
 - مُواجهة المخاطر الائتمانية في محفظة القروض المصرفية من خلال شراء الأوراق المالية عالية الجودة والاحتفاظ بها لتحقيق التوازن مع المخاطر الائتمانية للقروض؛
 - تحقيق هدف التنوع في الإستثمارات من خلال الإختلاف في طبيعة الأوراق المالية الموزعة على القطاعات المختلفة وكذا المناطق الجغرافية المتنوعة وبتواريخ استحقاق متعددة؛
 - تكوين احتياطات سائلة نظراً لاختيار أدوات تتصف بسهولة بيعها أو استخدامها كضمانات للحصول على التمويل؛

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 20، 21.

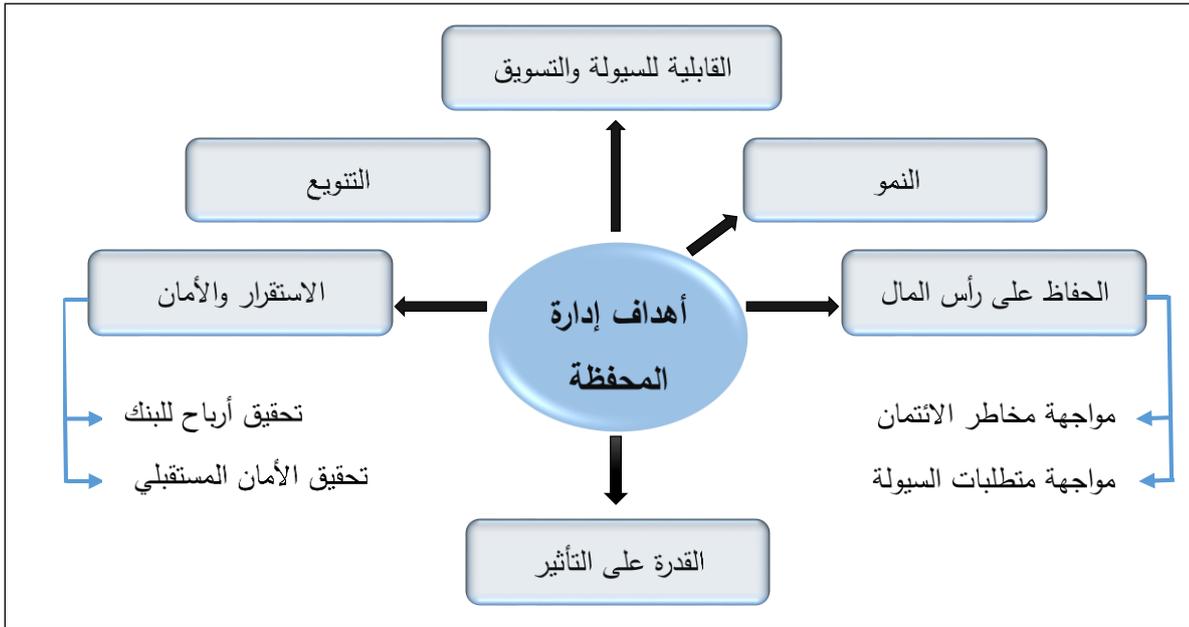
² سارة بوزيد، مرجع سابق، ص 12.

³ عفاف بشيري، مدى مساهمة النماذج الرياضية في إدارة مخاطر الائتمان للمحافظ الاستثمارية- دراسة مجموعة من البنوك التجارية الجزائرية-. أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2018، ص 7، 8.

- إعتبارها احتياطي لتحقيق الإيرادات وتعويض الخسائر المحتملة نتيجة للتغيرات في أسعار الفائدة، كما يُمكن استخدامها كأدواتٍ للمبادلة الضريبية، فعند زيادة الإيرادات من القروض في أيِّ سنة تقوم إدارة المحفظة ببيع الأوراق المالية ذات العائد المنخفض بغرض تقليل الدخل الخاضع للضريبة.

يلخص الشكل الموالي النقاط السابقة:

الشكل رقم (01): أهداف إدارة المحفظة الاستثمارية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات السابقة

ما نلاحظه هو وجود تعارض بين أهداف المحفظة، فلا يمكن تحقيق هدف الربحية وتقليل المخاطر في آنٍ واحد، إذ أن الحصول على أكبر عائد يعني الإستثمار في أدوات ذات مخاطر مرتفعة، ونفس الشيء بالنسبة للعائد والسيولة وتجنب المخاطر فإن الإستثمار الأمثل للموارد المالية يعني استثمار هذه الموارد حتى آخر وحدة نقدية ودون إبقاء أيّ أرصدة، الأمر الذي قد يؤدي إلى الفشل في الحصول على السيولة بالوقت المناسب لتلبية الاحتياجات الطارئة، ويقع على عاتق إدارة المحفظة الموازنة بين الأهداف المختلفة بما يعكس غاية وتوجه العميل أيضا.

عموما، يُمكن القول أن المحفظة الاستثمارية هي تشكيلة من الأصول الحقيقية والمالية، مختارة بعناية فائقة تهدف لتحقيق أقصى عائد في ظل أدنى مخاطر ممكنة؛ وقد اكتسبت المحفظة الاستثمارية أهمية كبيرة في علم الإستثمار المعاصر خصوصا مع ثورة الفوائض المالية لدى الأفراد والمؤسسات وتدققها من جهة، وتوسع الأسواق المالية وانفتاحها من الجهة الأخرى.

يهدف المستثمرون من تشكيل وإدارة المحفظة الإستثمارية إلى جملة من الأهداف أبرزها الحفاظ على رأس المال الأصلي المُستثمر أولاً ثم ضمان تحقيق دخل إضافي منه ثانياً وهو ما يُمكن أن يُحقق له مُستقبلاً

زيادة تراكمية رأسمالية تُعطيه أمانًا مستقبليًا، وفي هذه الأثناء لا يغفل المُستثمرون عن إختيار الأدوات الاستثمارية القابلة للتسييل والتسويق حسب إحتياجاتهم وإستخدام تقنيات توفر الأمان والتنوع.

المبحث الثاني: التطور المفاهيمي لفكر المحافظ الاستثمارية

إن كلاً من العائد والمخاطرة يضعان الأساس لمفهوم الاستثمار الكفاء، فالكفاءة في قاموس اللغة تعني إنتاج المخرجات المرغوبة بأقل قدرٍ من الفاقد في الموارد، هذا من جهة ومن جهة أخرى يقضي مبدأ السيادة باستخدام كلٍ من العائد والمخاطر للإستثمارات المتاحة كأساس للمفاضلة بينها، حيث ينص على أنه إذا تساوى العائد المتوقع من البدائل الإستثمارية المتاحة، فإن أفضلها هو البديل الذي يتعرض عائدته لأقل قدر من المخاطر، أما إذا تساوى حجم المخاطر للبدائل الإستثمارية المتاحة، فإن أفضلها هو البديل الذي يتوقع أن يتولد عنه أقصى عائد.

يُعد مبدأ التنوع الذي قدمه ماركويتز أسلوباً علمياً متقدماً، فقد أوضح هذا الأخير أن استخدام معاملات الإرتباط بين عوائد الأدوات الإستثمارية المكونة للمحفظة هي الأسلوب الأفضل لاختيار مكونات المحفظة وتدنية مخاطرتها¹، وهنا تظهر أهمية التنوع الذي ينطوي عليه القرار الاستثماري، فمن شأن التنوع أن يسهم في تخفيض درجة التقلب في عائد الاستثمار².

المطلب الأول: نشأة وتطور المحافظ الاستثمارية

بدأت فكرة المحافظ الاستثمارية بشكل عام في العالم الإسلامي السنة الأولى هجري حيث كانت أول محفظة إستثمارية على مستوى العالم من خلال صناديق المضاربة الإسلامية- أي منذ أكثر من 1440 سنة- وبعد ذلك بعقودٍ كان تأسيس أول محفظة إستثمارية في أوروبا وتحديدًا بهولندا عام 1774م وتبع ذلك إنشاء محفظة في إنجلترا عام 1870م ثم إنتقلت إلى الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1929م³.

يرجع التأصيل النظري لفكرة المحفظة الاستثمارية المبنية على التنوع إلى الإيطالي "Bruno deFinetti" سنة 1940م، وفي دراسته لمشكلة قرارات إعادة التأمين النسبية (Decisions Reinsurance Proprtional) والتي تُعد نموذجاً خاصاً من المشاكل المتعددة في مجال اختيار المحفظة الاستثمارية، وقد أشار "deFinetti" في بحثه إلى الكثير من النقاط التي قدمها الاقتصادي ماركويتز في مقالاته اللاحقة، كما أقرّ به هذا الأخير شخصياً عبر مقاله المعنون بـ: (deFinetti Scoops Markowitz) سنة 2006م⁴.

¹ أحمد محمد فرحات، إدارة المحافظ الاستثمارية. الطبعة 01، بنغازي، ليبيا، 2019، ص6.

² منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار. المكتب العربي الحديث، الطبعة 03، مصر، 2015، ص71.

³ أحمد محمد فرحات، مرجع سابق، ص5.

⁴ إيمان خياري، دور أسواق الأوراق المالية شبه الناشئة في تنوع المحفظة الاستثمارية- دراسة قياسية-. مجلة دراسات اقتصادية، جامعة قسنطينة 2، العدد 04، المجلد 02، الجزائر، 2017، ص933، 934.

هذا ويُعد عام 1952م هو عام بداية ظهور المحفظة بمفهومها الحديث، عندما قام المحلل الأمريكي ماركويتز بوضع الأسس لنظرية المحفظة الاستثمارية وقد نشر ماكويتز بحثًا سُمي: اختيار المحفظة (Portfolio Selection)، وبيّن به كيف يتم بناء المحفظة الاستثمارية المثلى التي تحقق أعلى عائد متوقّع عند مستوى معين من المخاطر فقد جاء بما يسميه "التنوع الفعال" للاستثمارات¹، ثم طوّر شارب نظرية المحفظة عام 1962م باستخدام تكتيك آخر سُمي بنموذج المؤشر المفرد عندما تُتاح أوراق مالية بأعداد كبيرة، وتمّ طرح السؤال التالي وهو ماذا سيحصل عندما يتمّ اعتماد نموذج المحفظة الاستثمارية المثلى لكافة المستثمرين وكيف يُؤثر ذلك على أسعار الأوراق المالية في السوق المالي؟، وفي ضوء ذلك طوّر شارب ولنتر عام 1966م نموذجًا عُرف باسم خط تسعير الأصول الرأسمالية وأصبح معيارًا لقياس كفاءة المحفظة الاستثمارية، بعدها طوّر روس عام 1976م النموذج المذكور إلى نموذج أو نظرية الأسعار المرجحة التي تقوم على أساس اختيار البدائل من بين الأوراق المالية بالمقارنة بين العائد والمخاطر فعندما تتساوى العوائد سوف يتم اختيار الأوراق المالية الأقل مخاطرة وهكذا، وتوالت الإضافات لنظرية المحفظة خلال الفترة اللاحقة لفترة السبعينات من القرن العشرين وخاصة بعد التطورات الاقتصادية وارتفاع قيمة الفوائض المالية لدى الشركات والبنوك وصناديق التوفير.

المطلب الثاني: أنواع المحافظ الاستثمارية

تتنوع المحافظ الاستثمارية حسب المعايير المعتمدة في تشكيلها إلى أنواع عديدة، وعليه يمكن حصرها في الأنواع التالية:

الفرع الأول: حسب معيار العائد والربح

يتم تصنيف المحافظ الاستثمارية حسب معيار العائد والربح إلى محافظ العائد ومحافظ الربح ومحافظ الربح والعائد معا كما يلي:

أولاً: محافظ الدخل أو العائد

هي تلك المحافظ التي تهدف إلى تحقيق أعلى عائد بأقل درجة من المخاطر، وهُنا تظهر كفاءة مدير المحفظة في البحث عن الأوراق المالية التي تدرّ على المستثمر أعلى العوائد، فالدخل مثلا يأتي عن طريق الفوائد المدفوعة على السندات فيجتهد هذا الأخير في اختيار السند الذي يحقق أعلى فائدة بأقل وقت، ونفس الشيء بالنسبة للأسهم فإن الدخل يتحقّق عن طريق توزيعات الأرباح لذا يختار تلك الأسهم التي توزع أرباحا عالية وتكون درجة مخاطرتها متدنية².

يُسمى هذا النوع بصناديق الدخل أو المحافظ ذات الإيرادات البطيئة، ويُناسب المستثمرين الراغبين في تحقيق دخل جارٍ من مصادر ذات درجة مخاطر منخفضة تتلاءم مع أهداف المستثمر المحافظ، لذا تتوجه

¹ Robert COBBAUT et autre, *La gestion de portefeuille : Instruments, stratégie et performance*. 2eme édition, de boeck, 2015, p17.

² غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص22.

لحشد استثماراتها في السندات المضمونة خصوصا السندات الحكومية وسندات الشركات الكبيرة والعريقة التي لا تتعرض لتقلبات كبيرة، كما تستثمر في الأسهم العادية للشركات الراسخة التي لا تتطلب أسهمها متابعة مستمرة¹.

ثانيا: محافظ الربح أو النمو

هي تلك المحافظ التي تشمل الأسهم والتي تُحقق نمو متواصلا في الأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار الأسهم من خلال المضاربات، أو هي صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسُّن في القيمة السوقية للمحفظة²، وتتميز الأسهم التي تتكون منها محافظ النمو بالخصائص التالية³:

- أ. تحقيق نمو جيد في العوائد، أي التوزيعات السنوية للأرباح وفروق أسعار الأوراق المالية؛
- ب. استقرار في معدل النمو، أي الزيادة المستمرة في المبيعات أو الأرباح؛
- ت. ارتفاع عوائد السهم الواحد، وهي نسبة الأرباح بعد الضريبة مقسومة على عدد الأسهم؛
- ث. تحمُّل مخاطر عالية نسبياً مقارنة بالأسهم الأخرى.

ثالثا: محافظ استثمارية متنوعة

تُسمى أيضا بصناديق العائد والدخل معاً، وهي تلبي احتياجات المُستثمرين الذين يرغبون في عائد دوري وفي نفس الوقت يرغبون في تحقيق نمو مضطرد في استثماراتهم⁴.

هي المحافظ التي تكون أوراقها المالية عبارة عن مزيج من الأوراق المالية التي لا تنطوي على مخاطرة مع الأوراق المالية التي تحقق دخلا عاليا ولكن ذات مخاطرة عالية، لذا فهي في الواقع وسط بين محفظة الدخل ومحفظة النمو، حيث تسعى إلى تحقيق أرباح رأسمالية بالإضافة إلى الأرباح النقدية⁵، ويمكن تقسيم رأس مال المحفظة إلى قسمين: قسم يوجه للاستثمار في أسهم الدخل و قسم ثانٍ يُستثمر في أسهم النمو⁶.

الفرع الثاني: حسب معيار الملكية

تضمُّ محافظ المؤسسات، محفظة العملات الأجنبية والمحافظ الخاصة ومحافظ العملاء كما يلي:

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص 21، 22.

² عفاف بشيري، مرجع سابق، ص 8.

³ غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 23.

⁴ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص 23.

⁵ أحمد محمد فرحات، مرجع سابق، ص 20.

⁶ غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 23.

أولاً: محافظ المؤسسات

هي محافظ استثمارية عامة على شكل صناديق مشتركة، وقد تكون على شكل شركات استثمارية ذات أسهم مطروحة للاكتتاب العام، وتنقسم استناداً إلى الأدوات المشكّلة منها إلى¹:

- أ. محافظ الأدوات النقدية: كمحفظة الأسهم والسندات وشهادات الإيداع؛
- ب. محفظة القروض: وتضم القروض الممنوحة للجمهور؛
- ت. محفظة الأدوات المُستحدثة: مثل حقوق السحب الخاصة SDR؛
- ث. محفظة المعادن الثمينة: كالذهب والفضة.

ثانياً: محفظة العملات الأجنبية

تُميز فيها بين الأنواع التالية²:

- أ. المحفظة النقدية: تتكوّن من مزيج من الودائع أو شهادات الإيداع والعملات الأجنبية المختلفة؛
- ب. المحفظة المركبة: وتتكوّن من مزيج من العملات الأجنبية المُستثمرة في أوراق نقدية ومالية مُحررة بالعملات الأجنبية؛
- ت. محفظة المحور الأمريكي: وتهتم بالاستثمارات بالدولار الأمريكي وكذا الأورو دولار أي الدولار الأمريكي الموجود بأوروبا؛
- ث. محفظة المحور الأوروبي: تتضمن الاستثمارات بالعملات الأوروبية.

ثالثاً: المحافظ الخاصة ومحافظ العملاء

هي المحافظ التي يتم تشكيلها بناء على طلب العملاء وحسب رغبتهم حيث يحدد المستثمر، في هذا النوع من المحافظ لمدير المحفظة الأدوات التي يرغب أن تتضمنها المحفظة ونسب توزيعها، وتعليمات إدارتها بحيث يكون دور المدير دوراً تنفيذياً، يُنفذ تعليمات العميل، ويعمل وفقاً لتوجيهاته وقد يترك العميل في هذا النوع من المحافظ أيضاً لمدير محفظته حرية التصرف، وفق ما تقتضيه ظروف السوق ومتطلبات الاستثمار والمُستجدات فيه، والذي بدوره يجب أن يجعل هذه المحفظة قادرة على الموازنة بين الأمان والسيولة والربحية، حتّى تفي بأغراضها كونه مدير المحفظة لديه الخبرة السوقية الكافية التي تؤهله بصفته مديراً للمحفظة معرفة مجريات السوق المالي وكذا الاستثمارات العينية التي تحقق عوائد مالية مرتفعة³.

¹ عفاف بشيري، مرجع سابق، ص 9.

² عفاف بشيري، مرجع سابق، ص 9.

³ كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية، تكوينها ومخاطرها. مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 03، الجزائر، 2005،

ص 38، 39.

الفرع الثالث: حسب نوع الأصول المملوكة

يمكن تقسيم المحفظة حسب الأصول المملوكة إلى ثلاثة أقسام¹:

أولاً: محافظ تختص في الأصول المالية

تضم الأصول المالية كالأسهم والسندات والعملات الأجنبية وشهادات الإيداع، الأوراق المالية الحديثة كالعقود المستقبلية أو عقود الخيارات؛

ثانياً: محافظ تختص في أصول حقيقية

يستثمر هذا النوع من المحافظ في الأصول الحقيقية كالمعادن الثمينة: الذهب والفضة والبلاتين، العقارات والسلع؛

ثالثاً: محافظ مختلطة

تعتبر هذه المحفظة أكثر شمولاً فتضم الأصول المالية والأصول الحقيقية معاً، أي أن رأسمال المحفظة يكون موزعاً على الأصول المختلفة.

الفرع الرابع: حسب معيار المخاطرة

يمكن تصنيف المحافظ الاستثمارية حسب معيار المخاطرة إلى الأنواع التالية:

أولاً: محفظة الاستثمار المتحفظة

هي تلك المحفظة التي تسعى للحفاظ على رأس المال مع تحقيق نمو يفوق نسب التضخم، فتقوم بتوجيه الجزء الأكبر من رأسمالها إلى الاستثمار في السندات والأسهم الممتازة والقليل من الأسهم العادية التي تخص الشركات المستقرة²؛

ثانياً: محفظة الاستثمار المعتدلة

يهدف هذا النوع لتحقيق عائد ثابت على رأسمالها وذلك عن طريق توجيه أصولها للاستثمار في السندات والأسهم العادية والممتازة، ويأمل المستثمر في هذا النوع الحصول على أرباح رأسمالية إضافة إلى توزيعات نقدية من الأسهم ومن فوائد السندات وتكون مخاطرة هذا النوع من المحافظ مقبولة إلى حد ما³؛

ثالثاً: محفظة الاستثمار المخاطرة

تسعى هذه المحفظة إلى الحصول على معدل نمو مرتفع بتوجيه القسم الأكبر من رأسمال المحفظة للاستثمار في أسهم الشركات القابلة للنمو مع مرور الوقت، فتلجأ للبحث عن تلك الأسهم التي تحقق أكبر

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 17.

² عفاف بشيري، مرجع سابق، ص 8.

³ أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية: أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي. دار النفائس، الطبعة 01،

الأردن، 2007، ص 102.

قدر مُمكن من الأرباح، وذلك بعد متابعة وتحليل أداء السوق واختيار أفضل الأوراق، وقد تستثمر جزءاً آخر من رأسمالها في السندات، وعادةً ما تتميز أسهم هذه المحفظة بما يلي¹:

أ. تحقيق نمو جيد في العوائد، وتضم كلا من التوزيعات السنوية للأرباح وفروق أسعار الأوراق المالية؛

ب. استقرار في معدل النمو، وهو الزيادة في المبيعات أو الأرباح من سنة لأخرى؛

ت. ارتفاع عوائد الأسهم؛

ث. تحمّل مخاطرة قليلة نسبةً للأسهم الأخرى.

رابعاً: محفظة الاستثمارات عالية المخاطرة

هي تلك المحافظ التي توجه رأسمالها إلى الاستثمار في الأسهم العادية بهدف تحقيق أكبر قدرٍ من الأرباح الرأسمالية، ولا تهدف إلى تحقيق دخلٍ منتظم للمستثمر، غالباً ما تركز معظم رأسمالها في الاستثمار في أسهم معيّنة كأسهم الشركات حديثة النشأة أو شركات ذات مركز مالي متدهور أو الشركات المتعثرة، ممّا يؤدي إلى ضعف تنوع الأصول داخل تلك المحفظة وتعرضها لمخاطر عالية²؛

خامساً: محفظة الاستثمار المقامرة

هي تلك المحافظ التي تُدار بطريقة أقل ما يقال عنها أنّها عشوائية، حيث تهدف لتحقيق أكبر قدرٍ من الأرباح بغض النظر عن المخاطر التي من الممكن أن تتعرض لها، وغالباً يعمل القائمون على مثل هذه المحافظ على تتبّع الأخبار داخل السوق وإعتماد سياسة القطيع دون الاستناد إلى أي دراسة أو تحليل مُسبق³.

من منظور الشريعة الإسلامية تنحصر الأوراق المالية المقبولة في المحافظ الاستثمارية في الأسهم التي تستوفي شروطاً شرعية محددة على جانب الصكوك الاستثمارية، في حين تخلو من السندات لحرمة التعامل بها.

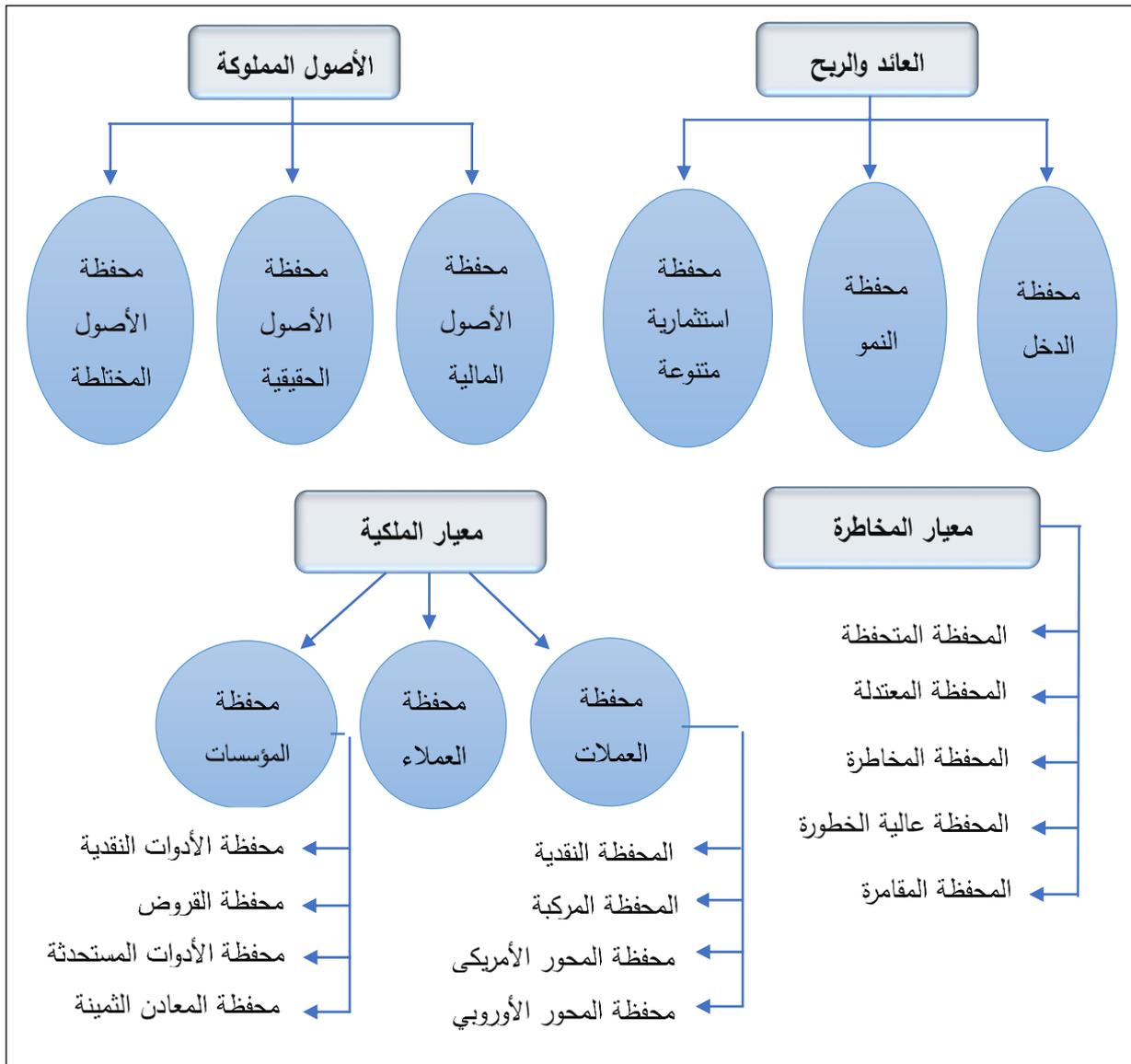
لتبسيط كل ما سبق، يمكن أن نلخص أنواع المحافظ في الشكل التالي:

¹ أحمد معجب العتيبي، مرجع سابق، ص 101، 102.

² سلمان عبد الله معلا، التمويل والمؤسسات التمويلية: مفهوم وأهداف وسياسات. دار أمجد، الطبعة 01، الأردن، 2015، ص 134.

³ عفاف بشيري، مرجع سابق، ص 10.

الشكل رقم (02): أنواع المحافظ الاستثمارية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات السابقة

لغرض إدارة المحفظة الاستثمارية بكفاءة يجب إنتقاء الموارد البشرية المتخصصة بالإستثمار والتي تتحمّل المسؤولية في إعداد البرامج الاستثمارية لعملائها حسب إحتياجاتهم، وتقع على عاتقهم مهمة القيام بإختيار البدائل الإستثمارية وتحليلها وإتخاذ السياسات المناسبة للموازنة بين الحصول على العائد والمحافظة على قيمة الأصل وتحقيق الزيادة في القيمة والتحوّط من مخاطر التضخم آخذين بعين الاعتبار الأوضاع الاقتصادية والسياسية والإجراءات الضريبية.

المطلب الثالث: بناء المحفظة الاستثمارية

تمرّ المحفظة الاستثمارية في تشكيلها بعدة مراحل أساسية إنطلاقاً من تحديد حجم رأسماليها والتخطيط لها وصولاً إلى إختيار مكوناتها من ضمن البدائل الاستثمارية المتاحة ومروراً بمرحلة تحليل الاستثمارات،

كما ولا تنتهي مهمة إدارة المحفظة عند بناءها فقط، بل تستمر إدارتها في المراقبة الدورية لتقلبات السوق وحركة الأسعار للأصول والأوراق المالية ارتفاعاً وانخفاضاً وتأثير ذلك على المحفظة وقيمتها وعوائدها.

الفرع الأول: مراحل بناء المحفظة الاستثمارية

لنجاح عملية الاستثمار في المحفظة لابد من تتبع مراحل أساسية يقوم بها مدير المحفظة، ويتطلب الأمر ما يلي:

أولاً: تحديد حجم رأسمال المحفظة ووضع أهدافها

هي الخطوة الأولى لتحديد الأهداف الرئيسيّة للمال المراد استثماره في المحفظة، فكل مستثمر لديه أهدافه الخاصّة التي تتناسب الإمكانيات المتاحة له ويسعى بالتّالي لتكوين معدلات عالية من العائد مع الحفاظ على رأس المال المستثمر، لذا عادة ما تتكوّن المحفظة الاستثمارية من رأسمال يتمّ تحديده في ضوء إمكانيات المُستثمر المادية والأهداف التي يرغب في تحقيقها¹؛

ثانياً: التخطيط للمحفظة

يعتمد التخطيط على تحديد أهداف المحفظة أي تحقيق أقصى عائد بأقل درجة مخاطر، مع تحقيق السيولة بالإضافة إلى المحافظة على رأس المال الحقيقي والحصول على تدفقات داخلية مستمرة وتحقيق هدف المَزج بين الأصول المكوّنة للمحفظة وفق المخاطر التي يقبل بها المُستثمرون²، هذا ويقوم الخبراء في إدارة المحفظة بإعداد خطة واحدة تتضمن استراتيجيات الاستثمار للمرحلة المقبلة ورؤية ورسالة المحفظة والخطط التنفيذية التي تتوصل من خلالها المحفظة إلى تحقيق أهدافها القصيرة والبعيدة المدى، وتُعرض على المستثمرين لسهولة فهمها والإلمام بها؛

ثالثاً: القيام بتحليل الاستثمارات

هنا لابد من قيام إدارة المحفظة بالتحليل الاقتصادي الشامل والتحليل القطاعي ثمّ تشخيص أولي للأوراق الماليّة التي سيتمّ ضمها إلى مكونات المحفظة ثمّ يعقّب ذلك القيام بالتحليل المالي لكل ورقة مالية يتمّ اختيارها، فنستعمل التحليل الأساسي للمساعدة على فهم عوائد المحفظة بينما نستعمل التحليل الفني لفهم الاتجاهات والأنماط في سوق الأوراق الماليّة³؛

رابعاً: اتخاذ قرار اختيار مكونات المحفظة

في هذه المرحلة يتمّ اختيار الأدوات الاستثمارية وأعدادها أي التشكيلة المناسبة وبعد ذلك اتخاذ قرار المزج الرئيسي للأصول التي تتكوّن منها المحفظة⁴؛

¹ Christine Brentani, **Portfolio management in practice: Essential capital markets**. Butterworth-Heinemann Elsevier Ltd, 1^{er} édition, Oxford, United Kingdom, 2004, p84.

² دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص 40.

³ Karishma Wadiwala, Ibid, p164.

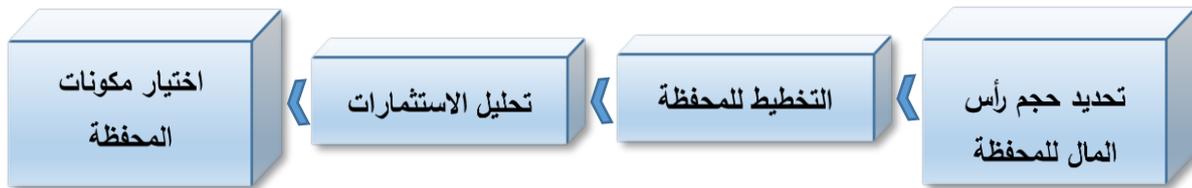
⁴ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص 41.

خامسا: تقييم الأداء

هي من الخطوات المهمة في بناء المحفظة، وذلك من أجل تقييم نجاح مُدراء المحافظ الإستثمارية فإن الأداء المالي يُقاس بشكل تنبؤي وتخميني مقارنة بمجموعة محافظ مالية أخرى مشابهة¹.

مما سبق، فإن تكوين المحفظة الاستثمارية يبدأ بتحديد حجم رأس المال المتوفر للمستثمر يليه التخطيط الجيد بناء على الأهداف المرجوة من هذا الاستثمار وفي ضوء المخاطر المُستعد لتحملها ثم القيام بتحليل الإستثمارات المتاحة في السوق وفي الأخير يتم اتخاذ قرار اختيار مكونات المحفظة، ولا يتوقف الأمر عند هذا الحد بل ويتعداه إلى تقييم الإنجازات التي نفذتها إدارة المحفظة خلال كل فترة وقياس كفاءة القرارات المتخذة وتحديد الإيجابيات فيها والسلبيات ومقارنة الإنجازات والنتائج بالأهداف التي ترغب المحفظة بتحقيقها، ويختصر الشكل الموالي هذه المراحل.

الشكل رقم (03): خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات المذكورة أعلاه

الفرع الثاني: ضوابط بناء المحفظة الاستثمارية

يكون المستثمر وهو بصدد تكوين محفظته الاستثمارية مُلزما بالتقيّد بجملة من الضوابط نذكر منها²:

أولاً: أن يعتمد المستثمر على جزءٍ من رأسماله الخاص في تمويل المحفظة دون اللجوء إلى الاقتراض؛
ثانياً: يجب أن يكون هناك جزء من المحفظة يحتوي على أسهم الشركات المنخفضة المخاطر بعد أن يتم تحديد مستوى المخاطر التي يمكن للمستثمر أن يتحملها، على أن تحتوي المحفظة الاستثمارية أيضاً على جزء من الأسهم ذات المخاطر العالية نظراً لعائدتها المرتفع؛

ثالثاً: يجب تحديد الفترة الزمنية للاستثمار مسبقاً وأن يتم تحديد نوع الاستثمار من حيث المدة؛

رابعاً: أن يقوم المستثمر بإجراء تغييرات في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه أو ظروف السوق؛
خامساً: تحقيق مستوى ملائم من التنوع بين القطاعات الصناعية فمن الخطأ تركيز الاستثمارات في أسهم شركة واحدة فقط، فكلما زاد تنوع قطاعات الصناعة التي تتضمنها المحفظة، كلما انخفضت المخاطر.
 نلاحظ عموماً أن المستثمر عليه أن يحترم قواعد الرشادة المعمول بها في أي استثمار، وأن يركز على مبدأ التنوع سواءً بين الشركات منخفضة ومرتفعة المخاطر أو بين القطاعات ولا يغفل عن تتبّع أحوال السوق الأمر الذي يسمح له بتغيير خطته الاستثمارية إذا ما لزم ذلك.

¹ Christine Brentani, Ibid, p86.

² عفاف بشيري، مرجع سابق، ص18.

المبحث الثالث: هيكلية المحفظة الاستثمارية واستراتيجياتها

تتعدّد سياسات المستثمرين عند تشكيل محافظهم الاستثمارية، كلّ حسب توقعاته للتغيّرات المستقبلية في أسواق رأس المال والأهداف التي يبرجوها من المحفظة، كما وأنّ المستثمر أثناء سعيه لبناء محفظته واختيار أصولها يأخذ بعين الاعتبار السياسة التي يخطط لإتباعها لتتماشى ونوعية مكونات المحفظة الاستثمارية، وعليه فلا توجد محفظة مثلى واحدة لجميع المستثمرين، حيث تختلف مكونات هذه الأخيرة باختلاف توجه مدير المحفظة نحو المخاطرة.

المطلب الأول: مكونات المحفظة الاستثمارية

نظرا لإنفتاح السوق العالمي وانتشار مظاهر العولمة ولمّا كان أحد أهم أهداف المحفظة هو تنويع الأدوات الاستثمارية فقد جرت العادة أن تتكون هذه الأخيرة من جميع الأصول الاستثمارية التي تُتاح في الأسواق العالمية والمحليّة سواءً أكانت هذه الأصول مادية حقيقيّة أو مالية عبارة عن أوراق مالية من السوق الدولي والسوق المحلي، فهي تتضمن عادة نوعين رئيسيين من الأصول هما الأصول المادية والأصول المالية.

الفرع الأول: الأصول المادية

هي أصول حقيقيّة ملموسة مثل الإستثمار في العقارات والمشاريع الصناعيّة والزراعية أو المتاجرة بالمعادن النفيسة كالذهب والفضة، ويمكن أن تكون الإيرادات الناجمة عنها عبارة عن إيرادات جارية فقط مثل الإيرادات الناجمة عن الإستثمار في المشاريع الصناعيّة أو إيرادات جارية ورأسمالية مثل العوائد الناجمة عن الإستثمارات في العقارات أو إيرادات رأسمالية فقط كالعوائد الناجمة عن الإستثمار في الذهب والنحاس ومن أهم خصائصها انخفاض درجة سيولتها وحاجتها إلى خبرات متنوعة لعدم تجانسها وتحمل كلفة الخزن والنقل أو التحويل¹.

الفرع الثاني: الأصول المالية

الأصول الماليّة هي حقوق دين أو حقوق مرتبطة بها صادرة عن كيان يعمل في مجال الإقتصاد الحقيقي، أي مجال إنتاج السلع أو خدمات السوق، هذه الأصول المالية تعتبر وعودا بدخل مؤجل لتخصيص قيمة نقدية لهم يمكن مقارنتها بالسعر المطلوب منهم، يجب أن يكون المستثمرون قادرين على تحديد، أو على الأقلّ تقدير - بدقة كافية- قدرة المصدر على توليد الدخل الذي يكفي لخدمة دينه ومكافأة مساهميه على الفائض بطريقة تلبّي توقعاتهم².

وهي عبارة عن كويون مالي (شهادة ملكية) يبيّن حقوق حاملها على أصول مادية ويؤخّله حق المطالبة بجزء من قيمة الأصل الحقيقي والأرباح الرأسمالية والجارية الناجمة عنها، وتتميّز هذه الأوراق

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص 30.

² Robert COBBAUT et autre, Ibid, p19.

بتمثلها النسبي¹ مع توفر الخبرات والاستشارات من قبل المؤسسات والشركات وصناديق الإستثمارات المالية الوسيطة للمساعدة أو القيام بالإستثمار بدلا عن المستثمر الفرد ومن قبل مختلف شرائح المستثمرين، وتتميز بارتفاع مخاطرها نتيجة تذبذب أسعارها وبسرعة تسييلها، وتتمتع الأسواق المالية التي تتعامل بها هذه الأوراق بحسن تنظيمها وتطورها، لا يتحمل هذا النوع أيّ كُلف للتخزين أو النقل ومن أمثلتها الأسهم والسندات.

أما بالنسبة للبنوك، يُمكن تقسيم أصولها وموجوداتها إلى عدّة محافظ هي: محفظة الأصول المعنويّة، المحفظة الائتمانية، المحفظة العينيّة، المحفظة المالية²، غير أنّ المفهوم الضيق للمحفظة الإستثمارية ينحصر في المحفظة الماليّة وما فيها من أدوات الإستثمار المالي، هذه الأخيرة تُعد أصولا مالية من وجهة نظر المستثمرين فيها، وهذه الأوراق عبارة عن صكوك أو مستندات تعطي لحاملها أو صاحبها الحقّ في الحصول على عائد مُحدد مسبقا، كما أنها تضمّن حق أصحابها في إسترداد القيمة المقابلة لها في ظروف معينة، وكذلك حقّ التصرف في الورقة ذاتها في أيّ وقت³.

تلعب الأسواق المالية دور الوسيط حيث تقوم بالجمع بين الوكلاء الباحثين عن رأس المال (الدولة والشركات) والوكلاء ذوي المدخرات (الأسر، والمستثمرين المؤسسيين مثل شركات التأمين، والمعاشات التقاعدية، ومديري الصناديق) حيث يقوم الوكيل المُحتاج للتمويل بإصدار أدوات مالية في مقابل المال الذي يتلقاه من مشتري الأداة المالية، ويجب عليه ضمان هذا الأخير من المنافع المُستقبلية (التدفقات النقدية، الحقوق، ...) في ظلّ شروط محددة⁴، وهذه الأدوات تتكوّن من الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد والأوراق المالية المتداولة في أسواق المال، وفيما يلي تفصيلها.

أولا: الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد

تتمثل في أدوات التمويل قصير الأجل وهي أدونات الخزينة، الأوراق التجارية وشهادات الإيداع، وفيما يلي تفصيلها⁵:

أ. أدونات الخزينة: تصدر على شكل قيود دفترية في سجلات البنك المركزي للبلد، وتُطرح للبيع بخصم وبالمزاد للبنوك المرخصة التي ترغب في الإكتتاب في هذه الأدونات، كما يُمكن للأشخاص الطبيعيين اقتناؤها عن طريق البنوك المرخصة حسب سعر البيع الذي يكون عادة أعلى من سعر الشراء والفرق بين السعرين هو الربح الذي يحصل عليه المتعاملون في الأدونات، ولا تتجاوز مدتها 3 أشهر غالبا؛

¹ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري. دار اليازوري العلمية، الأردن، 2009، ص275.

² عفاف بشيري، مرجع سابق، ص15.

³ مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية. مؤسسة رسلان، الطبعة 01، سوريا، 2009، ص147.

⁴ Idris Kharroubi, *Gestion de Portefeuilles*, Université PARIS DAUPHINE, 2014 -2015, p11. Sur le site web <http://www.lpsm.paris>

⁵ محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص68 - 73.

ب. **الأوراق التجارية:** وتتخذ غالباً شكل سندات إذنيّة صادرة عن مؤسسات مالية ذات مراكز إئتمانية قوية، وتصدر عادةً غير مضمونة ممّا يجعل درجة المخاطر المرافقة للاستثمار فيها عالية نسبياً، والعائد المتوقع منها عالٍ أيضاً، ويكون هذا العائد أعلى من العائد المحقق على الاستثمار في أدوات الخزينة، ولكنّه قريب من ذلك المحقق من الاستثمار في شهادات الإيداع المصرفية؛

ت. **شهادات الإيداع:** هي أداة دين تُرتب لحاملها حقا على وديعة بنكية مُودعة ولكنها تكون دائماً أقلّ من سنة واحدة، ويُنبت عليها سعر الفائدة الذي يُمكن أن يكون ثابتاً أو عائماً، تتمتع بقدر كبير من السيولة ودرجة عالية من الأمان، وغالباً ما تكون مضمونة من البنك المركزي، إضافةً إلى أنها تُجنب المستثمر مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبيّة.

ث. **القبولات المصرفية:** وهي عبارة عن أدوات دين قصيرة الأجل تصدر عن البنوك التجارية تُفيد المستثمرين في حالة عدم القدرة على دفع ثمن البضائع نقداً، وتتميّز بإمكانية بيعها بخصمها لدى إحدى البنوك التجارية¹.

ثانياً: الأوراق المالية المتداولة في أسواق المال

تتمثل في الأسهم العادية والممتازة، السندات بأنواعها والمشتقات المالية وما يندرج تحتها من عقود مستقبلية وعقود مبادلة وعقود خيار، ونذكرها بشيء من التفصيل فيما يلي:

أ. الأسهم

يُعرّف السهم بأنه صكّ قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويُعطى للمساهم ليُمثل حصته في رأس مال الشركة، وتُعتبر الأسهم أداة التّمول الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة، إذ تُطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محدّدة يُعلن عنها مع الإصدار²، ويُعطى في شكله التقليدي الحقّ في إدارة الشركة والمشاركة في أرباحها³، وللسهم قيمة إسمية وقيمة إصدار وقيمة حقيقية وقيمة سوقية، ويتميّز عن غيره من الأوراق المالية بقابليته للتداول ممّا يمنحه مرونة كبيرة في الأسواق المالية وأنّ كل الأسهم تصدر بغير متساوية لنفس الشركة وتكون مسؤولية المساهم محدودة بقدر مساهمته في رأس مال الشركة.

تتميز الأسهم بالخصائص التالية⁴:

- أنّها صادرة عن شركات؛
- السهم هو ورقة مالية يمثل حصّة مشاركة في رأس مال مُصدرها؛
- يُعطى السهم الحق في توزيعات الأرباح (أي تقاسم المنافع)، وإعطاء الحقّ في التصويت؛ في المقابل، لا تتمتع السندات التي هي ديون بحقوق التصويت أو المشاركة في المنافع؛

¹ إستبرق محمود جار الله، مرجع سابق، ص26.

² محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص81، 82.

³ Idris Kharroubi, Ibid, p 12.

⁴ Gabriel Turinici, **Gestion classique de portefeuille : actions**. Université Paris Dauphine, 2019/2020, p2. Sur le site web: <https://www.ceremade.dauphine.fr>

- للسَّهم مرتبة أقدمية أقل من السَّند (على سبيل المثال في حالة الإفلاس، يتم سداد الدائنين أولاً) وعليه فيترتب له عائد أعلى.

هناك أصناف عديدة للأسهم وذلك بحسب الاعتبار الذي نعتمده للتصنيف سواء كان بحسب شكل الإصدار أو بحسب الحق المترتب لحاملها، وعليه يمكننا تجميع أنواع الأسهم فيما يلي:

1. **على أساس شكل الإصدار:** وتصنف الأسهم حسب هذا المعيار إلى أسهم لحاملها، أسهم إسمية وأسهم إذنيَّة¹؛

✓ **أسهم لحاملها:** وهي الأسهم التي لا تحمل اسم حاملها، ويُعتبر حامل السَّهم هو المالك في نظر الشركة، وحيازته دليل على ملكيتها؛

✓ **الأسهم الإسمية:** وهي الأسهم التي تحمل اسم المساهم ويُسجل عليها اسم صاحبها، وتُثبت ملكيته لها وتُداول بطريقة التسجيل؛

✓ **الأسهم الإذنيَّة أو لأمر:** هي الأسهم التي يُكتب عليها عبارة "لأمر" وتُداول بطريقة التطهير² دون الرجوع إلى الشركة، فيُصبح الثاني هو المالك الجديد للسَّهم، والأول متخلياً عنه.

2. **بحسب الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها:** وتُميز فيها نوعين أساسيين هما السَّهم العادي والسَّهم الممتاز.

✓ **الأسهم العادية:** هي الأسهم التي لا تمنح لحاملها أية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين سواء في أرباح الشركة خلال حياتها، أو في أصولها عند تصفيتها، ويحصل حملة الأسهم العادية على حصصهم من التوزيعات وذلك بعد أن يتقاضى حملة الأسهم الممتازة كافة حقوقهم في الربح، بالمقابل يتمتعون بالحق في الرقابة على الشركة باعتبارهم ملاكاً لها، ويكفل لهم حق حضور الجمعية العمومية وحق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، وحق الأولوية في الاكتتاب، وحق نقل الملكية، إضافة إلى إمكانية فحص دفاتر الشركة³.

نميِّز في الأسهم العادية الأنواع التالية:

¹ نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين، 2007، ص48.

* التطهير هو بيان يدون على ظهر الصكوك، إمّا بقصد نقل ملكية الحق الثابت في الصك من المظهر إلى المظهر عليه، أو بقصد توكيل المظهر إليه في تحصيل قيمة الصك أو بقصد رهن الحق الثابت في الصك إلى المظهر إليه. الموسوعة العربية، ص530.

³ عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية. المكتب العربي الحديث، مصر، 2007، ص487.

- ❖ **أسهم الدَّخْل:** هي تلك الأسهم التي تُعطي دخلاً مستقراً، أي توزيعات أرباح مستمرة ومستقرة، غالباً ما تكون هذه الأسهم لشركات ذات امتياز إنتاج سلعة معينة، مما يجعلها تحقق أرباحاً مضمونة مثل شركات البترول، ومن ثمَّ تكون حصة السَّهم من الأرباح مضمونة وثابتة؛
- ❖ **أسهم النمو:** لا يتوقع حامل السَّهم أرباحاً مستقرة، لكنَّه مقابل ذلك يتوقع ارتفاعاً كبيراً في القيمة السوقية للسهم وبمعدلات نمو مُتزايدة، عادة تكون هذه الأسهم للشركات التي تُجري دراسات مستمرة لتطوير إنتاجها مثل شركات الأدوية والحاسوب والهاتف النقال، بالمقابل تواجه هذه الأسهم مخاطر عالية عند عدم الوصول للتطوير المناسب ممَّا قد يؤدي لانخفاض القيمة السوقية للسهم¹؛
- ❖ **أسهم المضاربة:** هي أسهم تكون أسعارها معرضةً لتحركات شديدة وسريعة، ويأمل المستثمر ارتفاع مستوى أسعارها مستقبلاً، عوضاً عن إستناد قرارات المستثمرين على البيانات التاريخية للشركة، فيُراهنون على ما يستجد من معلومات ووسائل إنتاج تؤثر إيجاباً على ارتفاع أسعار أسهم الشركة وهو ما يبحث عنه المُضاربون رغبة منهم في الحصول على عائد مالي في الأجل القصير، غالباً تكون هذه أسهم شركات حديثة التأسيس ومعرضة لاحتمالات الفشل والنجاح²؛
- ❖ **الأسهم الدفاعية:** وهي أسهم الشركات التي تتميز باستمرار بيع منتجاتها وتحقيق العوائد حتى عند مرحلة مرور الإقتصاد بحالة ركود، بسبب طبيعة منتجاتها ذات مرونة الطلب المُخفضة، إذ لا تتأثر كثيراً بالركود، وتتميز أسهم هذه الشركات بتحقيق عائد أكبر من المتوسط في السوق ومعدل مخاطرها أقل من معدل مخاطر السوق؛
- ❖ **أسهم موسمية أو دورية:** هي تلك الأسهم التي تتأثر بالدورات الاقتصادية وترتبط إيراداتها بحركة الإقتصاد القومي، وتعود للشركات التي تُنتج سلعا موسمية، ويرتبط الطلب على منتجاتها بتحسُّن الإقتصاد وانتعاشه، كما أنَّها تتأثر بحالات الكساد، لذلك يكون معدل مخاطرها أكبر من معدل مخاطر السوق³.
- ✓ **الأسهم الممتازة:** تُوفر هذه الأسهم لحاملها مزايا خاصة سواء من ناحية الربح الموزع سنوياً، أو في اقتسام أصول الشركة عند الإفلاس، حيث يحصل صاحب السَّهم الممتاز على نصيب سنوي ثابت يُحدد إما في شكل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الإسمية للسَّهم، أو في صورة

¹ أحمد محمد فرحات، مرجع سابق، ص 37.

² رافع عبد حنيت، تقييم الأسهم العادية وتشكيل محافظتها الاستثمارية الكفوءة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان. رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، عمان، 2019، ص 11.

³ لؤي علي محمود الجبوري، إدارة المحفظة الاستثمارية وفقاً لاستراتيجية الشراء والاحتفاظ. رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، عمان، 2017، ص 25.

مبلغ محدد، وفي حالة وجود أرباح قابلة للتوزيع يكون لحامل السهم الممتاز الأولوية في الحصول على نصيبه منها قبل حملة الأسهم العادية.

من جانب آخر يكون حملة الأسهم الممتازة أسبق من حملة الأسهم العادية في استيفاء حقوقهم في أصول الشركة في حالة الإفلاس بعد تسديد حقوق أصحاب السندات، كما أن توزيعات أرباح الأسهم الممتازة على عكس الفوائد المدفوعة لحامل السند تخضع للضريبة بمعنى أنها لا تُخفّض من الوعاء الضريبي للشركة المُصدرة، وهذا ما يوفر لحملة الأسهم الممتازة أماناً إضافياً على رأس المال كالأمان الموفر لهم على الربح¹، ونميز فيها الأنواع التالية²:

❖ **الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح:** هي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن السنوات السابقة التي حققت فيها الشركة أرباحاً لكنها لم تُعلن عن توزيعها، وذلك قبل إجراء أي توزيعات على حملة الأسهم العادية، بخلاف السهم العادي الذي يسقط حق المساهم فيه في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة، وكذا السهم الممتاز غير مجمع الأرباح؛

❖ **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:** يُقصد بها تلك الفئة من الأسهم التي توفر لحاملها ميزة إضافية بجانب الحق في الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائه أيضاً الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئياً، وذلك بعد أن يحصلوا على حقوقهم من الأرباح في عملية التوزيع الأولى؛

❖ **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** يُتيح هذا النوع من الأسهم أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي، وفي الوقت نفسه توفر لحاملها وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي مما يحقق له مكاسب رأسمالية؛

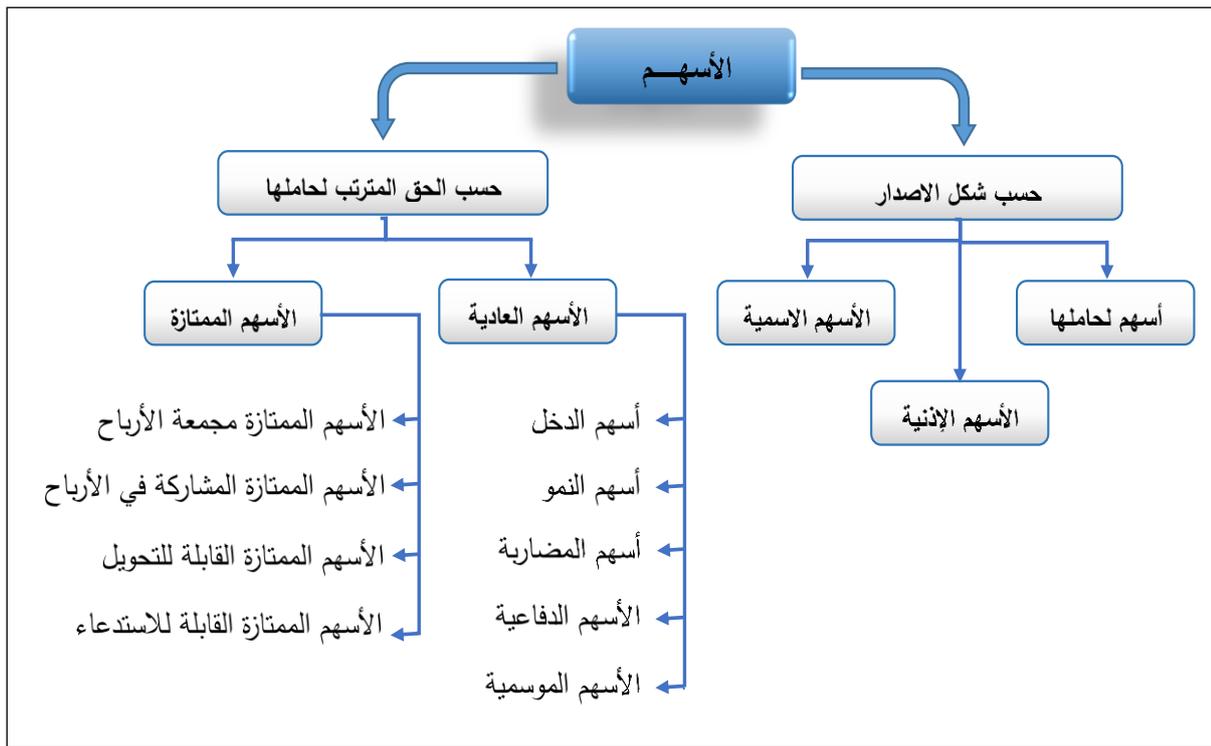
❖ **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:** يُعطي هذا النوع للشركة المُصدرة الحق في إلزام المساهم الممتاز بردها للشركة بسعر محدد وخلال فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، مما يُوفر للشركة ميزة القدرة على إطفاء السهم إذا شعرت أنّ لديها فائضاً مالياً يسمح لها بتضييق قاعدة المساهمين الممتازين وتخفيض مخاطر الرفع المالي؛

المُلاحظ أنّه غالباً ما يصدر شرط القابلية للاستدعاء مُقترباً بشرط القابلية للتحويل إلى أسهم عادية، على اعتبار أنّ شرط القابلية للتحويل من صلاحيات المساهم، وشرط القابلية للاستدعاء في صالح الشركة.

¹ محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص 84، 85.

² عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 489.

الشكل رقم (04): أنواع الأسهم



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات المذكورة أعلاه

ب. السندات

يُمثل السند مُستندا أو صكَّ مديونية تُصدره المنشآت ويُعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الإسمية للسند في تاريخ الإستحقاق كما يُعطيه أيضا الحق في الحصول على عائدٍ دوري يتمثل في نسبةٍ مئوية من القيمة الإسمية، إذن فالسندات تُعتبر بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشأة والمستثمر، وبمقتضى هذا الاتفاق يُقرض الطرف الثاني مبلغا معيَّنا للطرف الأول الذي يتعهد بدوره بردَّ أصل الدين وفوائد مُتفق عليها في تواريخ محدَّدة، كما أن للسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقلُّ أو تساوي القيمة الإسمية، ممَّا يمنح حامله القدرة على تحقيق أرباح أو تكبُّد خسائر¹.

تُعتبر السندات بديلاً استثمارياً أكثر أماناً من الأسهم في الغالب، تُصدر الحكومات والشركات السندات ويُمثل تعهداً بسداد القرض، الذي يقدمه كل مستثمر عند شراء السند، بسعر فائدة محدَّد مسبقاً على مدى فترة زمنية، في نهاية الفترة يدفع مُصدر السند أصل السند، أو سعر الشراء، والفائدة على السند²، ولكن يُمكن لحاملي سندات الدَّين المطالبة بسداد أصل القرض المُقرض ودفع الفائدة وفي حالة التخلف عن السداد من قِبَل الشركة المديونة، يُمكنهم إحداث إفلاسها لإسترداد كلِّ أو جزء من مستحقَّاتهم من فائض التصفية³.

¹ عادل سلmani، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي - دراسة حالة

ماليزيا - رسالة ماجستير (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014، ص30.

² Karishma Wadiwala, Ibid, p162.

³ Robert COBBAUT et autre, Ibid, p27.

تتميز السندات بخصائص تميزها عن غيرها من الأوراق المالية، نُوجزها فيما يلي¹:

- تعدُّ السندات أداة دين للمُشتري على البائع أو مُصدر الورقة المالية؛
- لا يحقُّ لحامل السند التدخل بأيِّ شكل من الأشكال في إدارة الشركة؛
- يكون من حقِّ حامل السند الحصول على فوائد ثابتة، وقبل إستيفاء حملة الأسهم لحقوقهم؛
- تنتهي علاقة حامل السند بالشركة المُقترضة- مُصدرة السند- حال تسديد قيمتها؛
- يتمُّ تداول السندات في الأسواق الثانوية بكل سهولة، ممَّا يكسبها ميزة السيولة؛
- تحقِّق السندات للمُقترض ميزة ضريبية وذلك لكون فوائدها تُطرح من الوعاء الضريبي.

يُمكن تقسيم السندات لأنواع عديدة ومنتوعة وذلك تبعًا لمعيار التصنيف ونذكر أهمها فيما يلي:

1. تصنيف السندات حسب جهة الإصدار: تقسم السندات حسب الجهة المصدرة لها إلى:

✓ **سندات الهيئات الدولية والإقليمية:** ويصدر هذا النوع من طرف هيئات دولية كالبنك الدولي للإتشاء والتعمير، والمؤسسات الإقليمية مثل بنك التنمية الأوروبي، وتُستخدم الأموال المقترضة في تمويل مشاريعها²؛

✓ **السندات الحكومية/ سندات القطاع العام:** هي السندات التي تُصدرها الدولة ومؤسساتها للاكتتاب العام وتُمثل قروضًا تحصل بموجبها الدولة على الأموال اللازمة لتمويل عمليات الإنفاق الحكومي والتنمية الاقتصادية، هذا النوع هو الأكثر أمانًا والأقلُّ مخاطرة بالنسبة للمستثمرين على الإطلاق، إضافة إلى أنها أكثر سيولة ومغفأة من الضرائب³، وتضم الأنواع التالية⁴:

❖ **سندات الخزينة:** هي عبارة عن سندات تُصدرها الحكومة وتتراوح مدتها بين ثلاثة أشهر إلى عام واحد، وهذا النوع من السندات لا تحمل فائدة وإنما تباع بخصم معين عن قيمتها الاسمية؛

❖ **شهادات الخزينة:** هو تعهد بدفع مبلغ معين من المال إضافة إلى فائدة محدّدة في تاريخ معين ولا تتجاوز مدتها عاما واحدا؛

❖ **سندات البلدية:** هي السندات التي تُصدرها هيئة حكومية أو تُصدرها البلديات أو الإدارات المحليّة، وتكون أرباحها مغفأة من الضريبة؛

¹ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص 148.

² عادل سلمان، مرجع سابق، ص 32.

³ محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص 94، 95.

⁴ نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 58.

❖ **سندات حكومية بعملات أجنبية:** سندات يُصدرها البنك المركزي وتُسمى سندات التنمية الوطنية، وهي تُباع على نطاق واسع في الأسواق الدوليّة؛

❖ **شهادات الاستثمار:** هي سندات دين، تُصدرها البنوك في بعض الدول لصالح الحكومة؛

❖ **السندات الأهلية/ سندات الشركات:** وهي التي تصدرها المؤسسات العامة والخاصة التي تكون في حاجة إلى قروض، والتي لا تستطيع الزيادة في رأس المال عن طريق الأسهم، لأنّ تكلفة إصدار السندات أقلّ من تكلفة إصدار الأسهم¹، ونميز بها الأنواع التالية²:

➤ **تصنيف السندات الأهلية وفقا لقيمة الاستحقاق:** تنقسم إلى:

- **سندات عادية ذات قيمة استحقاق ثابتة:** ذات قيمة واحدة؛
- **سندات ذات قيمة استحقاق بعلاوة إصدار:** تصدر بقيمة إسمية أعلى من القيمة النقدية عند الاكتتاب، والفرق بين القيمتين علاوة الإصدار.

➤ **تصنيف السندات الأهلية وفقا للضمانات:** تضم ما يلي:

- **سندات مضمونة:** هي سندات عادية، إلا أنّها تكون مرفوقة بضمان شخصي مثل كفالة الحكومة أو إحدى البنوك، أو بضمان عين مرهون بأصل ثابت كالأرض أو العقار؛
- **سندات غير مضمونة:** وهي سندات عادية غير مصحوبة بضمان بأصول ثابتة معيّنة، ويكون عائدها عادة أعلى من السندات المضمونة.

➤ **تصنيف السندات الأهلية وفقا لحق الاسترداد:** نميز فيها النوعين التاليين:

- **سندات النصيب:** هي سندات تصدر بقيمة إسمية، وتحدّد الشركة لحاملها فائدة بتاريخ استحقاق معين، ولا تُسترد قيمة هذه السندات عند الخسارة؛
- **سندات النصيب بدون فائدة:** هي السندات التي يسترد حاملها رأس ماله في حال الخسارة بخلاف سندات النصيب/ذات الفائدة.

➤ **تصنيف السندات الأهلية وفقا لقابلية التحويل:** ونميز فيها الأنواع التالية³:

- **السندات القابلة للتحويل:** هي سندات تُعطي لحاملها الحقّ في طلب تحويلها إلى أسهم أو سندات أو كليهما. وتصدر بنص صريح في عقد الإصدار يمنح الحقّ لحامله ضمن مهلة محددة بتحويل سنداتِهِ إلى أسهم عادية بسعر مُحدد للسهم الواحد؛

¹ عادل سلمان، مرجع سابق، ص33.

² نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص59.

³ محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص100-102.

من ثمّ فالسندات القابلة للتحويل تُوفّر للمستثمر التمتع بالمزايا السعيرية للسهم العادي وأمان السند في آنٍ واحد، ما يعني أنها ذات فائدة مزدوجة للمستثمر.

▪ **السندات غير القابلة للتحويل:** هي السندات التي لا تُعطى صاحبها حق التحويل إلى أسهم، والأصل في السندات أن تكون غير قابلة للتحويل إلا إذا نصَّ عقد الإصدار صراحة على ذلك وتكون بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.

✓ **تصنيف السندات على أساس شكل الإصدار:** وهي على نوعين¹:

❖ **سندات لحاملها:** يكونُ السند لحامله خاليًا من اسم المستثمر، ولا يوجد سجّل للملكية لدى جهة الإصدار. وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويكونُ لحامله الحقُّ في الحصول على فائدة السند عند استحقاقه بمجرد تقديم الكوبون المرفق للبنك، وكذا الحقُّ في استلام القيمة الاسمية للسند عند حلول موعد استحقاقه؛

❖ **سندات إسمية أو مسجلة:** يحمل السند اسم صاحبه في هذا النوع، حيثُ يوجد سجّل خاص بملكية السندات لدى الجهة المُصدرة، يمكن أن تكون السندات الإسمية مسجلة كلياً أي يشمل الدين الأصلي وفائدته ولا يُمكن صرف أيٍّ منهما إلا بتقديم شيك يحمل اسم صاحب السند وعن طريق البنك، كما يُمكن أن يكون مسجلاً جزئياً أي يقتصر التسجيل على أصل الدين فقط، أمّا الفائدة فيمكن تحصيلها عن طريق الكوبونات كما هو الحال في السند لحامله.

✓ **تقسيم السندات من حيث أجل الاستحقاق:** تنقسم السندات من حيث الأجل إلى ثلاثة أنواع هي سندات قصيرة الأجل، سندات متوسطة الأجل وسندات طويلة الأجل²:

❖ **سندات قصيرة الأجل:** وهي السندات التي لا تتجاوز مدتها عاما واحداً، ويتم تداولها في سوق النقد، وتتمتع بدرجة عالية من السيولة وانخفاض درجة المخاطرة؛

❖ **سندات متوسطة الأجل:** وهي السندات التي يزيد أجلها عن عام واحد ولا يتجاوز 7 أعوام، وتكون معدلات الفائدة عليها أعلى من السندات قصيرة الأجل؛

❖ **سندات طويلة الأجل:** وهي السندات التي يزيد أجلها عن 7 أعوام، وتُتداول في سوق رأس المال، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك التي على السندات القصيرة والمتوسطة الأجل.

✓ **تصنيف السندات حسب القابلية للاستدعاء أو الإطفاء:** يُعتبر شرط الاستدعاء أو الإطفاء من الشروط التي قد يتضمنها عقد إصدار السند، وفي هذا الصدد يوجد نوعان من السندات³:

¹ محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص 96.

² نبيل خليل طه سمور، مرجع سابق، ص 60.

³ محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص 98، 99.

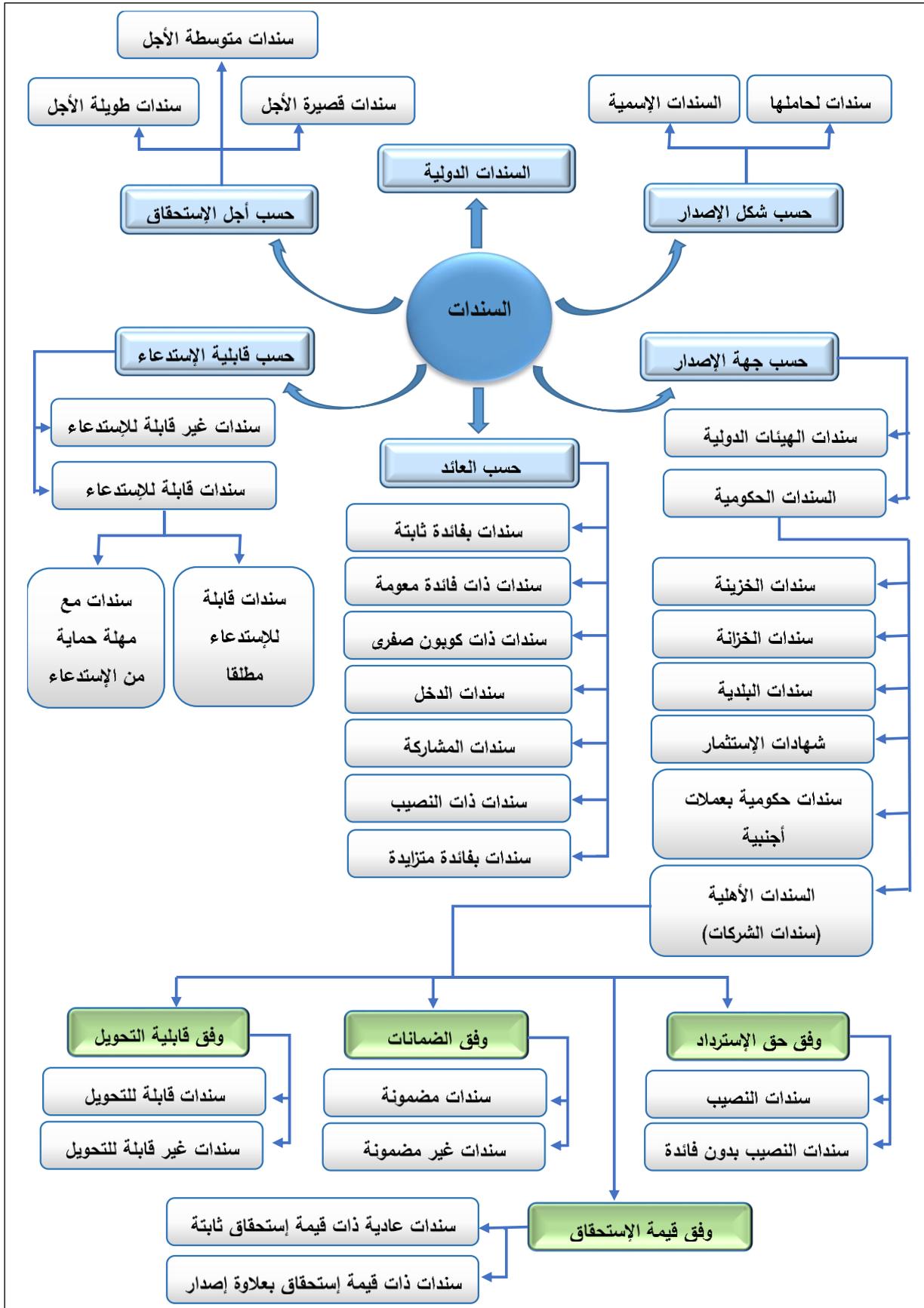
- ❖ **سندات غير قابلة للاستدعاء:** هي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين إنتهاء أجلها، ولا يجوز للجهة المُصدرة استدعاؤها لإطفائها لأي سبب كان، والأصل أن كل السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص عقد الإصدار صراحة على ذلك.
- ❖ **سندات قابلة للاستدعاء:** هي السندات تحت شرط قابلية الاستدعاء، وتصدر عادة بعلاوة استدعاء بقصد تشجيع المستثمر على إقتنائها، ونميز فيها:
 - **سندات قابلة للاستدعاء مُطلقاً:** تلك السندات التي يكون للجهة المصدرة الحرية المطلقة في استدعاء السند في أيّة لحظة بعد إصداره، والمستثمر ملزم بتقديم سنده للإطفاء وإلا يُحرم من حقه في فائدة السند؛
 - **السندات التي يُمنح صاحبها مهلة حماية من الاستدعاء:** أي لا يجوز للشركة المُصدرة استدعاء السند للإطفاء قبل إنقضاء هذه المهلة، ولكن بمجرد إنتهاء المهلة تصبح حريتها مُطلقة في استدعائه، ومدة الحماية تتراوح بين 5-10 سنوات من تاريخ إصداره، وكلما طالَّت مهلة الحماية كلما نُقص معدل الفائدة والعكس بالعكس.
- ✓ **تصنيف السندات حسب العائد:** ونجد هنا كلاً من سندات بفائدة ثابتة، سندات ذات فائدة متغيّرة سندات ذات كوبون صفري، سندات الدّخل، سندات المشاركة، سندات ذات النّصيب، وسندات بفائدة متزايدة وذلك كما يلي¹:
- ❖ **سندات بفائدة ثابتة:** هي السندات العادية التي تكون عوائدها مُقدرة بنسبة ثابتة ومحدّدة من قيمة السند؛
- ❖ **سندات ذات فائدة متغيرة أو مُعوّمة:** وهذا النوع تمّ إستحداثه في نهاية الثمانيات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة ممّا ترتّب عليه إنخفاض في القيمة السوقية للسند وهي سندات يحقّ لحاملها الحصول على فوائد متغيرة وفقاً لمعدلات الفائدة السائدة في السوق؛
- ❖ **سندات لا تحمل سعر الفائدة/ ذات الكوبون الصفري:** وهي السندات التي تُباع بخم على القيمة الاسمية، أي أنّها تُباع بأقل من قيمتها الاسمية، وفي يوم الإستحقاق يستردّ المستثمر القيمة الاسمية لهذا السند ويُمثل الفرق مقدار الفائدة؛
- ❖ **سندات الدخّل:** يشترط هذا النوع من السندات أن تُدفع الفوائد عندما تحقّق الشركة المُصدرة أرباحاً أي أنه لا يُوجد التزام بدفع الفوائد إلا إذا حققت الشركة أرباحاً؛
- ❖ **سندات المشاركة:** وهي نوع من السندات تُعطي المستثمر الحقّ في أرباح الشركة إضافة إلى الفوائد الدورية، وتصدر سندات المشاركة من قبل الشركات التي تُعاني من وضع إنتماني ضعيف لأنّها لم تستطع الحصول على أموال لتبقى مستمرة إلا بهذه الطريقة؛

¹ عادل سلمان، مرجع سابق، ص34، 35.

- ❖ **سندات ذات النسيب:** وهي سندات لها الحق في فائدة ثابتة سنويًا ويحصل بعض حاملتها والذين يُعيّنون سنويًا بالقرعة على جوائز مالية كبيرة وذلك تحفيزًا لهم على الإكتتاب؛
 - ❖ **سندات بفائدة متزايدة:** تصدر هذه السندات بسعر فائدة مُنخفض عن المستوى المُتاح في الأسواق المالية إلا أنّ السعر يجري تصعيده تدريجيًا.
 - ✓ **السندات الدولية:** يُطلق هذا المصطلح على تلك السندات التي تصدر في بلد بعملة أجنبية تختلف عن عملته، ولصالح مُقترض أجنبي، لذا فهي تختلف عن السندات الأجنبية التي تصدر لصالح مُقترض أجنبي ولكن بنفس عملة البلد الذي تصدر فيه، تهدف لحماية المُستثمر من أخطار التقلبات التي تحدث في أسعار العملة، وتتماز بأنها معفاة من الضريبة، ممّا يجعلها رُكنا أساسيا في سوق رأس المال العالمي¹.
- يلخّص الشكل الموالي جميع أنواع السندات.

¹ محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص 108.

الشكل رقم (05): أنواع السندات



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات المذكورة أعلاه.

ج. المشتقات المالية

هي عبارة عن أوراق مالية مُشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالسَّلَع والأسهم والسندات أو المؤشرات، وتهدف إلى التحوُّط من مخاطر الأدوات الاستثمارية الأصلية التي أُشتقت منها¹، وتقوم فلسفة إدارة المخاطر عن طريق المشتقات عموماً على أساس إجراء التحوُّط عن طريق دفع تكلفة مُحددة ويسيرة في الغالب نظير الحصول على تلك الحماية دون تكبُّد تكاليف شراء الأصل نفسه، ذلك أنَّ عنصر التكلفة مُحدد نسبياً في عمليات التحوُّط².

تضم أنواع المشتقات المالية كلاً من الخيارات، العقود الآجلة، المستقبلات والمبادلات وتفصيلها كما يلي:

1. الخيارات

عقد الخيار هو عقد بين طرفين ويُعطي لمشتريه الحقَّ في شراء، أو بيع عدد من الوحدات من أصل معيَّن حقيقي أو مالي، من طرف آخر يُطلق عليه المُحرر، مقابل دفع ثمن مُحدد يُطلق عليه علاوة أو مكافأة، على أن يكون للمشتري الحقُّ في عدم تنفيذ العقد، إذا ما رغب في ذلك، فكأنَّ مُشتري الخيار هو مُشتري لعقد قد يُعطيه الحقُّ في شراء أو الحقُّ في بيع أصل معيَّن³، كما تُعرَّف عقود الخيارات على أنها اتفاقيات تجري بين طرفين تُفرض تداول أصول حقيقية وقد تكون مالية كالأسهم والسندات أو عُملات أجنبية أو بعض المؤشرات وذلك في وقت لاحق بسعر يتفق عليه الطرفان يُعرف بسعر الخيار⁴.

يتميّز عقد الخيار بالخصائص التالية⁵:

- أنه عقد بين طرفين؛
- أنه مُلزم لأحدهما دون الآخر؛
- يُعطي الحق للمشتري في طلب التنفيذ من عدمه؛
- يتحدد في العقد نوع الأصل المُشترى وثمانه وأجلُّ التنفيذ؛
- يُطبَّق الخيار في أصول مُعيَّنة كالعملات، السلع الأولية والأوراق المالية (الأسهم والسندات)؛
- يُسدد مُشتري الخيار تكلفة مُحدَّدة تسمى علاوة أو سعر الخيار.

¹ عفاف بشيري، مرجع سابق، ص36.

² موسى آدم عيسى، الاختيارات أداة للتحوُّط الشرعي. معهد الاقتصاد الاسلامي، المملكة العربية السعودية، ص554. على

الموقع <https://iei.kau.edu.sa> بتاريخ 2021/12/18

³ منير ابراهيم هنيدي، مرجع سابق، ص367.

⁴ حسن الهادي عباس الكندي، استخدام عقود الخيارات في تخفيض المخاطر. مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة

القادسية، العراق، 2019، ص35.

⁵ موسى آدم عيسى، مرجع سابق، ص556.

✓ أنواع الخيارات: هناك عدة أنواع تبعا لعدة اعتبارات.

❖ باعتبار تاريخ التنفيذ: وتُميز فيه ثلاثة أنواع باعتبار تاريخ التنفيذ وهي¹:

➤ **عقد الخيار الأمريكي:** وهو عقد يُعطي لمشتري الخيار الحق في شراء أو بيع الأصل من مُحرر الخيار بالسعر المتفق عليه مُسبقا شرط أن ينفذه في أي وقت خلال صلاحية العقد وهي المدة المحصورة بين تاريخ إبرام العقد والتاريخ المُحدد لانتهاء العقد؛

➤ **عقد الخيار الأوروبي:** وهو عقد الخيار الذي لا يُخول حامله تنفيذ الحق إلا عند التاريخ المحدد للتنفيذ والمُنصوص عليه صراحة في العقد.

❖ باعتبار طبيعة الخيار: تنقسم الخيارات حسب طبيعة الخيار في محل التعاقد إلى أربعة أنواع أساسية هي:

➤ **عقد خيار الشراء:** يُتيح حق خيار الشراء فرصة للمستثمر لحماية استثماراته ضد مخاطر ارتفاع القيمة السوقية للأصل المالي الذي يريد امتلاكه، فخيار الشراء يعطي لحامله الحق وليس الإلزام في أن يشتري من بائع الخيار أصلا من الأصول بسعر مُحدد وفي وقت مُحدد، على أن يتم التنفيذ في وقت محدد مُستقبلا، مقابل علاوة يدفعها لبائع الخيار عند إبرام العقد²؛

➤ **عقد خيار البيع:** وهو اتفاقية أو عقد يُعطي الحق لمُشتري الخيار (دون إلزام عليه) بأن يبيع لمحرر الخيار كمية محددة من أصل من الأصول بثمنٍ محدد في تاريخ مُحدد مقابل ثمن (هامش) مُحدد هو علاوة الخيار، ويُطلق على خيار البيع الذي يكون فيه السعر السوقي للسهم يساوي أو أقل من سعر التنفيذ بأنه "ضمن إمكانية الربح"، عندما يكون السعر السوقي للسهم يساوي أو أقل من سعر التنفيذ فيُطلق عليه "على إمكانية الربح"، وعندما يكون السعر السوقي للسهم أكبر من سعر التنفيذ فيُطلق عليه "خارج إمكانية الربح"³؛

➤ **عقد الخيار المضاعف:** وهو عبارة عن عقد يُخوّل صاحبه أن يطلب مُضاعفة الكمية التي يشتريها أو يبيعهها فيما إذا كان ذلك في صالحه يوم التنفيذ⁴؛

¹ حسن الهادي عباس الكندي، مرجع سابق، ص 51.

² مسعود بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال - دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014. رسالة ماجستير (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015/2014، ص 102.

³ بلعدي خليفة، دور المشتقات المالية في تغطية مخاطر السوق. رسالة ماجستير (غير منشورة)، جامعة العقيد أكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2015/2014، ص 53.

⁴ موسى آدم عيسى، مرجع سابق، ص 559.

➤ **عقد الخيار المزدوج أو المركب:** وهو مزيج من خياري الشراء والبيع، وبموجبه يحق لمشتري الخيار أن يكون بائعاً أو مشترياً للأصل محل التعاقد متى كان ذلك في صالحه.

❖ **باعتبار التغطية:** تنقسم عقود الخيارات حسب التغطية إلى¹:

➤ **عقود خيار مُغطاة:** هي عقود يمتلك فيها مُحرر العقد (البائع) الأصول موضوع العقد، أي أنه يستطيع أن يُغطي التزامه بالبيع إذا إختار مُشتري العقد (مشتري حق الخيار) تنفيذ العقد؛

➤ **عقود خيار غير مُغطاة:** هي عقود لا يمتلك فيها مُحرر العقد (البائع) الأصول موضوع العقد ولذلك إذا إختار مُشتري العقد التنفيذ فإنَّ البائع سيُضطر إلى شراء الأصل من السوق ثمَّ تسليمه للمشتري.

❖ **باعتبار الربحية:** تنقسم عقود الخيار حسب الربحية إلى²:

➤ **خيارات الشراء المُربحة:** وتكون عقود الخيار مُربحة عندما يكون السعر السوقي للخيار أكبر من سعر التنفيذ الذي حُدِّد في بداية العقد؛

➤ **خيارات الشراء غير المُربحة:** تكون العقود غير مُربحة عندما يكون سعر السوق للخيار أقل من سعر التنفيذ الذي حُدِّد مسبقاً في بداية العقد؛

➤ **خيارات الشراء المُتزنة أو المُتعادلة:** تكون عقود الخيار مُتعادلة عندما يكون سعر السوق للخيار يعادل سعر التنفيذ المُحدِّد في العقد، ويحصل العكس بالنسبة لخيار البيع.

✓ مزايا وعيوب عقود الخيار

نلخص مزايا وعيوب الخيار في الجدول الموالي.

الجدول رقم (01): مزايا وعيوب عقود الخيار

المزايا	العيوب
❖ تحقيق العوائد من فروقات الأسعار عند تقلبها في فترات قصيرة.	❖ تعتبر بعض عقود الخيار وسيلة للتلاعب بالأسعار.
❖ التحوط من تقلبات السوق وبالتالي تجاوز أو تخفيف مخاطر السوق.	❖ عقود الخيار لا تحقق مصلحة المتعاقدين المتبادلة، فالمكسب الذي يحققه أحد الطرفين هو نفسه

¹ حاكم حسين الربيعي وآخرون، **المشتقات المالية**. دار اليازوري للنشر والتوزيع، الطبعة 01، الأردن، 2011، ص246.

² حسن الهادي عباس الكندي، مرجع سابق، ص52.

الخسارة التي يتحملها الطرف الآخر.

المصدر: مسعود بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال- دراسة حالة بورصة باريس للفترة 2009-2014. رسالة ماجستير (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015، ص108.

تتميز عقود الخيار بقدرتها على تحقيق العوائد من فروقات الأسعار وكذا استعمالها في التحوط من تقلبات السوق، ولكن ما يؤخذ عليها هو أنها لا تحقق مصلحة الطرفين المتعاقدين فما يعتبره طرف ما ربحاً يكون خسارة للطرف المقابل له كما أنها تُعتبر وسيلة للتلاعب والتأثير في الأسعار.

2. العقود الآجلة

تُعتبر العقود الآجلة من أقدم صور العقود المستقبلية، وهي عقود يلتزم بمقتضاها طرفان بالاتفاق على شراء أو بيع أصل مالي أو عيني، في تاريخ محدد في المستقبل وبسعر يُتفق عليه في تاريخ التعاقد يُسمى "سعر تنفيذ العقد"، ولا يتم تداولها أو المتاجرة بها في سوق الأوراق المالية، وأبرز أمثلتها عقود الإستيراد والتصدير.

من الناحية العملية إذا كان سعر الأصل المُتفق عليه بين طرفي العقد أقل من السعر السائد في تاريخ التسليم فإن المشتري سيحقق مكاسب مساوية لقيمة الفرق بين السعر الجاري في تاريخ التسليم وسعر التنفيذ، أما إذا كان هذا الأخير أعلى من السعر الجاري للأصل عند استحقاق العقد فحينها يُحقق البائع أرباحاً على حساب المشتري¹.

3. المستقبليات

العقدُ المستقبلي هو التزامٌ قانوني مُتبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يُسلم للآخر أو يستلم منه بواسطة طرف ثالث /الوسيط، كمية مُحددة من أصل أو سلعة معينة في مكان مُحدد وزمان مُحدد وبموجب سعر مُحدد²، أي أنه عقد يُعطي الحق لمُشتريه في شراء أو بيع كمية من الأصول المالية أو العينية، بسعر مُحدد وقت إبرام العقد، والتنفيذ يكون في تاريخ لاحق، ويتم تداولها في السوق المنظمة.

✓ **أركان العقد المستقبلي:** يضم العقد المستقبلي العناصر التالية³:

❖ **السعر في المستقبل:** هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان في العقود المستقبلية لإتمام تبادل

الصفقة محل العقد في المستقبل؛

❖ **تاريخ التسليم أو التسوية:** هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل؛

¹ رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري. أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2015، ص31.

² محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية. مرجع سابق، ص328.

³ محمد الصالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية. المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007، ص345.

- ❖ **محل التعاقد:** هو الشيء المتفق على بيعه وشراؤه بين طرفي العقد والذي قد يكون بضاعة أو أوراقاً مالية أو عملات وغيرها؛
- ❖ **مُشتري العقد:** هو الطرف المُلتزم بإستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني في تاريخ مُحدد في المستقبل؛
- ❖ **بائع العقد:** هو الطرف المُلتزم بتسليم الشيء محلَّ العقد نظير الحُصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول في التاريخ المُحدد في المستقبل.

✓ أنواع المستقبلات

تنقسم المستقبلات إلى عدة أنواع منها:

- ❖ **مستقبلات أسعار الفائدة:** يُقصد بالمستقبلات على أسعار الفائدة، المستقبلات القائمة على سندات الدين أو ودائع ما بين البنوك، من الناحية النظرية مُشتري مستقبلات السندات يُوافق على تسليم السندات (محلَّ التعاقد) عند إنتهاء مدة العقد، وبائع العقد يُوافق على تسليم أداة الدين (السند) وتُعدُّ من أهم العقود وأكثرها تداولاً في الأسواق المنظمة بشكل عام والأسواق المستقبلية بشكل خاص، وهذا يعود إلى التغيُّرات الكبيرة التي تطرأ على أسعار الفائدة بوصفها من أكثر المخاطر التي يتعرَّض لها المُقرضون والمُقرضون¹؛
- ❖ **مستقبلات مؤشرات الأسهم:** برزت العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم كأداة أساسية في التغطية ضدَّ مخاطر التقلب في أسعارها، حيث يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، والذي يقوم على عينة من الأسهم التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تُتيح للمؤشر أن يعكس حالة السوق الذي يستهدف المؤشر قياسه، وتكون على نوعين: المؤشرات العامة التي تقيس حالة السوق بصفة عامة، والمؤشرات القطاعية التي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع معين.

إنَّ التعاقد على مؤشرات الأسهم هو التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للآخر مبلغاً من النقود يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه وبين المبلغ المتفق عليه، حيث يدفع البائع إن كانت قيمة المؤشر أعلى من سعر الشراء، ويدفع المُشتري إذا كان سعر الشراء أعلى من قيمة المؤشر، وعادة ما يُضرب هذا المبلغ في قيمة ثابتة يُطلق عليها "المضاعف" وتختلف قيمتها من مؤشر لآخر لكنَّها في أغلب المؤشرات تُساوي 500².

¹ حسين عبد القادر، جميلة الجوزي، حدود التحوط ضد مخاطر السوق باستخدام أدوات الهندسة المالية. مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، المجلد 01، العدد 16، الجزائر، 2017، ص 173.

² سهام عيساوي، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال: دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي. أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014/2015، ص 92.

❖ **مستقبلات العملات:** هي عقود شراء أو بيع كمية محددة من العملات الأجنبية بسعر مُحدّد وفي موعد مُحدد مستقبلاً، ومن العملات الرئيسية المتداولة فيها نجد: الدولار الأمريكي، الين الياباني والجنه الإسترليني¹.

✓ المتعاملون في سوق المستقبلات

تتمثّل الأطراف المتدخلة في السوق المستقبلي في:

❖ **المُشترين والبائعون:** فالمتعاملون في السوق المُستقبلي هم إمّا بائعون أو مُشترين لتلك العقود، ويُطلق على مشتري العقد المُستثمر الذي يأخذ مركزاً طويلاً بمعنى أنه يشتري العقد ويحتفظ به لفترة من الزمن على أمل أن ترتفع قيمته السوقية فيقوم ببيعه بالسعر المرتفع محققاً بعض الأرباح، أمّا بائعو العقود فهم أولئك المُستثمرون الذين يأخذون مركزاً قصيراً على العقد بمعنى أنّهم يبيعون العقد في الوقت الذي قد لا يملكون فيه الأصل محل التعاقد، ويأمل هؤلاء أن تنخفض الأسعار في المستقبل ليعيد شراءها بالأسعار الجديدة محققين بذلك بعض الأرباح²؛

❖ **المضاربون والمتحفظون:** يُمثل المضاربون القسم الأكبر من المتعاملين في سوق العقود المُستقبلية، وهم تلك الفئة الذين ليس لديهم أيّ مركز استثماري ويحاولون تحقيق الأرباح عن طريق التخمين باتجاهات السوق، أما المتحفظون فهم الذين يملكون الأصل بالفعل أو يتوقّعون الحصول عليه في تاريخ لاحقٍ ويخشون الآثار السلبية للتغيرات السعرية على مراكزهم الإستثمارية فيمكن لهؤلاء المُستثمرين تخفيض مخاطرتهم عن طريق إلغاء العقد أو اتخاذ مراكز معاكسة لمراكزهم الأصلية³؛

❖ **مؤسسة التسوية (بيت التسوية):** يُوجد لكل بورصة مستقبلية مؤسسة تسوية والتي تقوم بضمان كلّ عقد يتم تداوله داخل البورصة، بما يحافظ على المصداقية المالية للبورصة، ويقوم مشتري وبناع العقد المستقبلي بالاتفاق على سعر العقد المزاد أكثر شفافية بحيث يستطيع كل المشتريين رؤية كلّ البائعين على كل سعر، إنّ الهامش بين أفضل سعر للشراء وأفضل سعر للبيع عادة يكون ضيقاً لمعظم المستقبلات، ويُستثنى من ذلك مستقبلات العملة، حيث تتغير الأسعار وفقاً لعوامل العرض والطلب، وتتمّ أغلب التعاملات المستقبلات بواسطة البنوك أو المؤسسات المالية المتخصصة⁴؛

¹ حسين عبد القادر، جميلة الجوزي، مرجع سابق، ص 173.

² منير ابراهيم هندي، إدارة الأسواق والمشتقات المالية. مرجع سابق، ص 643، 644.

³ محمد الصالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 357.

⁴ وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة. دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة 01، دمشق، سوريا، 2012، ص 362.

❖ **بيوت السمسرة:** تقع على بيوت السمسرة مسؤولية الالتزام بنظام الهامش في مواجهة بيت التسوية، كما تلتزم بيوت السمسرة بالقاعدة الراسخة المتمثل فيما يُعرف ب: اعرف عميلك، وهي قاعدة هامة تجعل بيت السمسرة رقيقاً على الأوامر التي يُصدرها العميل للتأكد من عدم مخالفتها للتشريعات المعمول بها¹.

✓ استخدامات العقود المستقبلية

تُستخدم العقود المستقبلية إما للمضاربة أو للتغطية ضد تغير الأسعار ونفصلهما كما يلي²:

❖ **استخدام العقود المستقبلية للمضاربة:** ويُقصد بها المضاربة والمراهنة على تغيرات الأسعار في المستقبل مما يُتيح الفرصة للمضاربين لتحقيق بعض الأرباح من بيعهم أو شرائهم عقوداً ماليةً مستقبلية حسب تنبؤاتهم بالنسبة لاتجاه حركة الأسعار صعوداً أو هبوطاً، وتجدر الإشارة إلى أن المضارب لا يمتلك الأصول التي يريد بيعها ولا يرغب في شرائها أو إمتلاكها وإنما هدفه هو إنتهاز الفرص لتحقيق الربح؛

❖ **استخدام العقود المستقبلية للتغطية:** تُستخدم العقود المستقبلية للتغطية كإجراء وقائي من أجل التخفيض من مخاطر الخسارة المحتملة مستقبلاً والنَّاجمة عن التقلبات السعرية المُعكسة في أسعار الفائدة وأسعار الصَّرف أو أسعار الأسهم وذلك عن طريق أخذ مركز مُضاد في سوق العقود المستقبلية ومساوٍ تماماً للمركز الحالي الذي يُراد تغطيته.

د. المُبادلات

تُشكل المُقايضات صورة من صور المشتقات المالية وتسري عقودها على الخيارات وعلى أسعار الفائدة والعملات، ويُعرف عقد المقايضة بأنه اتفاق تعاقدية يتم بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق، ويتعهدان بموجبه إما على مقايضة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما لطرفٍ آخر وذلك دون إخلالٍ بالالتزام أي منهما الأصلي تجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكلٍ منهما على أصول يمتلكها وذلك دون إخلالٍ بحق كل منهما لتلك الأصول³. وهي ببساطة سلسلة من العقود لاجئة التنفيذ حيث تتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، نصف سنوية...)⁴ وتتميز بالخصائص التالية¹:

¹ محمد الصالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص358.

² حنان قرفي، محاضرات في أسواق رأس المال. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميله، الجزائر، ص19، 20.

³ محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص303.

⁴ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات. دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019، ص137.

- أنها عقود مُلزِمة لطرفي الاتفاقية؛
- أنها عقود غير نمطية حيث تفصل حسب رغبة الزبون؛
- يتم التعاقد بصفة مباشرة أو غير مباشرة بين طرفي المبادلة؛
- أنها تُركز على تبادل التدفقات النقدية في أغلب الأحيان فضلا عن تبادل الموجودات؛
- يتم التعامل بها في الأسواق الموازية؛
- لا تتضمن دفع علاوات في بداية العقد.

1. أنواع المبادلات

تسري عقود المبادلة على عدة أنواع أهمها:

- ✓ **مُبادلة أسعار الفائدة:** يلتزم فيها الطرفان بدفع أسعار الفائدة على مستويات مُختلفة، كمبادلة سعر الفائدة الثابت مقابل آخر ثابت أو سعر عائِم، على أن تحدث مقاصة بين السعيرين ويُدفع الفرق فقط من قبل أحد الطرفين للآخر²؛
- ✓ **مُبادلة العملات:** يقوم هذا العقد على أساس شراء عملة وبيع عملة أخرى بالسعر الفوري، وفي ذات الوقت إعادة بيع العملة الأولى وشراء العملة الثانية على أساس سعر مُبادلة آجل يُحدد بالفرق بين أسعار الفائدة حينها على الإيداع والإقراض لكلاً العملتين³؛
- ✓ **مُبادلات البضائع:** هي عبارة عن مُبادلة يقوم بمُوجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لبضاعة معينة بالسعر السائد ويتم السداد فورا، وبييعها له في نفس الوقت بيعا آجلاً بسعر مُتفق عليه مسبقا، بحيث يتم السداد على فترات مُتفق عليها⁴؛
- ✓ **مُبادلات الخيارات:** وهي تتضمن شراء حق الخيار في الدخول في مُبادلة معينة في تاريخ مستقبلي (خيار شراء أو خيار بيع) وعليه فهي تجمع بين خصائص كل من عقود المبادلة وعقود الخيارات⁵.

2. مزايا وعيوب المبادلات

يمكن ايجاز أهم مزايا وعيوب عقود المبادلات في الجدول التالي:

¹ هشام فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجية الخيارات المالية. الطبعة 01، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص91.

² عيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة. دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة 01، عمان، الأردن، 2016، ص271.

³ هشام فوزي دباس العبادي، مرجع سابق، ص87.

⁴ مريم سرامي، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008. رسالة الماجستير (غير منشورة)، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2012/2011، ص64.

⁵ مريم سرامي، مرجع سابق، ص64.

الجدول رقم (02): مزايا وعيوب عقود المبادلات

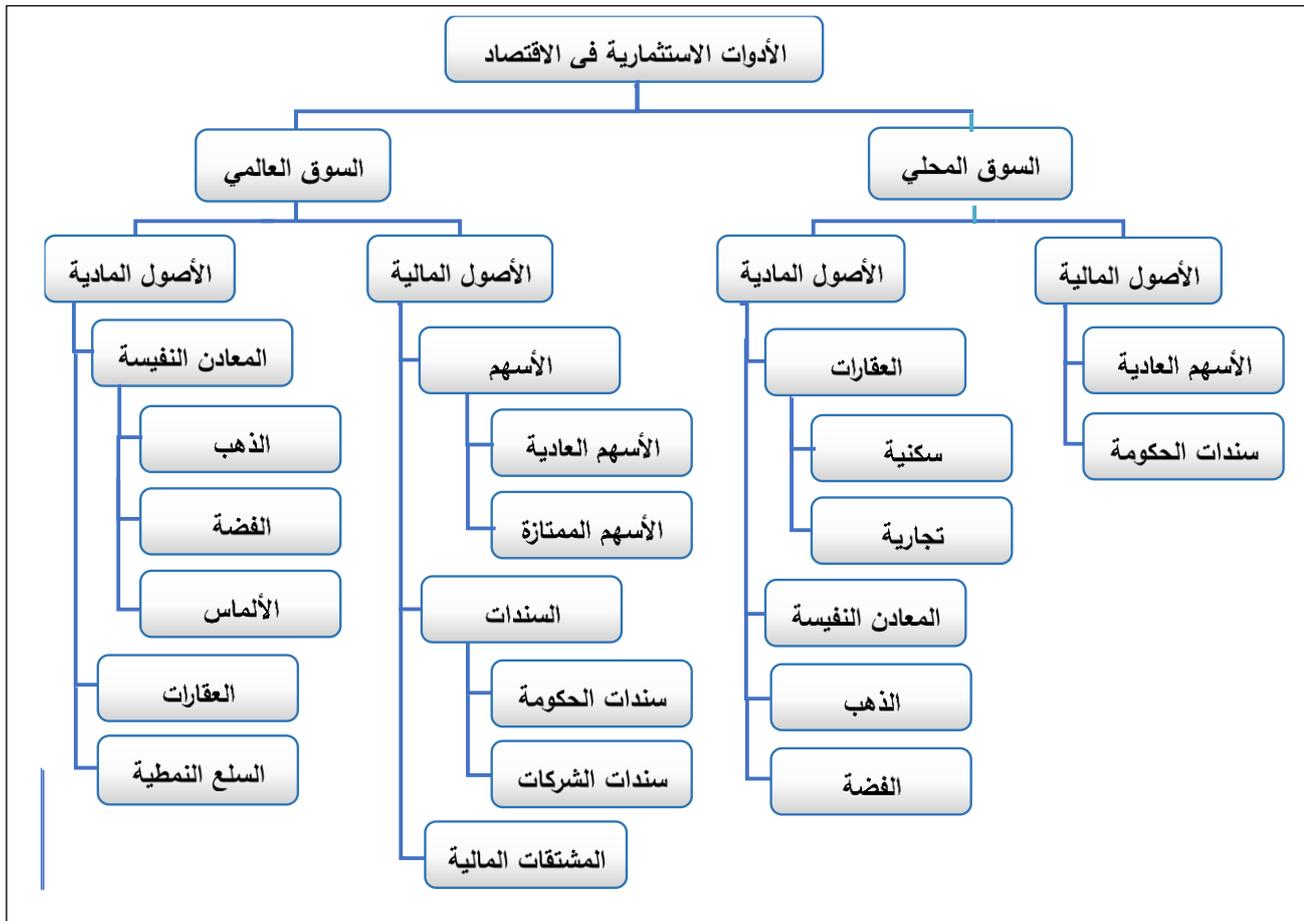
المزايا	العيوب
- تحقق هيكل اقتراض بالتكلفة المرغوبة	- لا تخضع لرقابة السوق المنظمة
- تتيح للمقترضين الدخول إلى مصادر تمويل جديدة	- يصعب إلغاؤها أو تسليمها في أغلب الأحيان
- استعمالها في التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة	- وجود مخاطر ائتمانية مرتفعة
- وأسعار صرف العملات الأجنبية	- صعوبة قياس المخاطر الناتجة عنها
- مرونتها الكبيرة وإمكانية تصميمها حسب رغبة	- تكون في بعض الأحيان معقدة وغامضة
المتعاملين	ويصعب فهمها من قبل المتعاملين
- لا تتطلب دفع علاوات في أغلب أنواعها	

المصدر: هشام فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجية الخيارات المالية. الطبعة 01، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 87.

نلاحظ من الجدول أن ما يُميّز عقود المبادلات هو قدرتها على تمكين المقترضين من الدخول إلى مصادر تمويل جديدة وكذا استعمالها في التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية إلى جانب مرونتها الكبيرة وانخفاض تكلفتها، ومن جهة أخرى يُعاب عليها لأنها لا تخضع لرقابة السوق المنظمة ومن ثم تكون عرضة لمخاطر ائتمانية مرتفعة كما أن بعض عقود المبادلات تكون معقدة وغامضة وبالتالي يصعب إلغاؤها.

بعد عرضنا لكل أنواع مكونات المحفظة نلاحظ أنه غالباً ما تتكوّن المحفظة من الأصول المحليّة لسهولة إدارتها ميدانياً، ولقد عزز استخدام تكنولوجيا المعلومات والانترنت إضافة الأصول المالية الدوليّة إلى مكونات المحفظة المحليّة، كما أنّها تُركز على أدوات ذات عوائد ومخاطر تتلاءم مع أهداف المستثمر وتوفّر الحماية الكاملة للأموال المُستثمرة من المفاجآت غير المُتوقعة التي تحدث في السوق المالي ونستطيع تلخيص كل هذه المكونات في الشكل الموالي.

شكل رقم (06): مكونات السوق المحلي والدولي من الأدوات الاستثمارية



المصدر: دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية. دار المسيرة، الطبعة 02، الأردن، 2015، ص32.

المطلب الثاني: السياسات المتبعة في إدارة المحفظة الاستثمارية

إنَّ الخطوة الأولى في عملية إدارة المحافظ كما هو الحال بالنسبة للمستثمر الفردي، هو أن يُثبت بوضوح سياسة الاستثمار، حيثُ يقوم بتحديد أهداف الربحية المنشودة في نهاية أفق الاستثمار، مستويات المخاطر التي يمكن تحملها، قيود المحفظة والاستراتيجيات المؤهلة ونقصد بها إختيار نمط الإدارة التي تُناسب أهداف الربحية والمخاطر هذه على أفضل وجه¹، وتكمن أهمية تحديد سياسة أو استراتيجية الاستثمار فيما يلي²:

- إختيار مدير المحفظة أو نوع الصندوق المشترك؛
- تعزيز الانضباط الإداري طويل المدى؛
- عدم تشجيع أو تجنب المراجعات العشوائية بسبب الذعر أو الثقة المفترطة؛
- دليل لرصد وتقييم أداء مدير المحفظة.

¹ Idris Kharroubi, Ibid, p25 .

² Kodjovi Assoé, **Gestion de portefeuille**. École des Hautes Études Commerciales de Montréal, p2. Sur le site web: <http://neumann.hec.ca>

ويفصل الباحثون بين نمطين لإستراتيجية المحفظة هما¹: الإستراتيجية المؤثرة أو الفعالة: وتُسمى أيضاً بالسياسة النشطة، وهي تميل إلى التنبؤ وتوقع التغيرات حول الإتجاهات المستقبلية للموجودات المختلفة وكذلك التعامل بشكل فعّال مع الإستثمارات الداخلية والخارجية من أجل الحصول على أفضل النتائج فمثلاً عند توقع أحد المدراء الماليين هبوط أسعار الأوراق المالية مع ارتفاع عددها فإنّ عليه بيع هذه الأوراق في أقرب فرصة ممكنة ولا ينتظر هبوط الأسعار؛ وثانيهما: الإستراتيجية المتأثرة التي تُسمى بالسياسة السلبية أيضاً، وتعمل هذه السياسة على تقليل مخاطر الإستثمار عن طريق التوزيع وتتطلب حدوداً دنياً من رأسمال المُستثمر، أي أنّ هذه الإستراتيجية تقوم على التجاوب فقط مع الوقائع دون استباق الأحداث أو العمل بالتوقعات.

إنّ الإستراتيجية الإستثمارية المتبّعة من طرف مدير المحفظة تعتمدُ على رأس المال المُتاح للمحفظة ونوعية الأصول التي يرغب في ضمها إليها، إضافة إلى إستعداد هذا الأخير للمُخاطرة، ونميز بين أنواع السياسات التالية:

الفرع الأول: سياسة المخاطر/السياسة الهجومية

تتميز هذه السياسة بسرعة جني الأرباح الرأسمالية الإستثنائية وتستغل إدارة المحفظة عادة وجود اختلاف بين القيمة السوقية للأدوات المالية المُختارة وبين قيمتها الحقيقية أو العادلة، ونتيجةً هذه السياسة هو الحصول على الأرباح الرأسمالية نتيجةً لإعادة تقييم أصول هذه المحفظة باستمرار، وتتّصف بارتفاع درجة المخاطر نظراً للمتغيرات الاقتصادية المؤثرة على الأدوات المُختارة في هذه المحفظة².

إنّ النموذج الشائع للمحفظة الإستثمارية المُثلى المُلائمة لهذه السياسة، هي محفظة رأس المال أي تلك المحفظة التي يكون هدف مُديرها جني عائد عن طريق النمو الحادث في قيم الأصول وليس بتوزيعات الأرباح، وتتكوّن قاعدتها من الأسهم العادية بنسبة قد تتراوح بين 80-90 بالمئة من رأسمال المحفظة³.

عادة ما يتبنّى مدير المحفظة هذه السياسة خلال الظروف التي تلوح فيها مؤشرات إزدهار اقتصادي مُحتمل، فيقومون بشراء أسهم مُتدنية السعر تخصّ شركات ناشئة في طور النمو، في إنتظار ارتفاع أسعارها مستقبلاً ممّا يوفر الفرصة لجني أرباح رأسمالية.

الفرع الثاني: سياسة المحفظة الدفاعية/المحافظة

هي تلك السياسة التي تتبناها إدارة المحفظة تلبيةً لرغبة المستثمرين المحافظين فتكون حسّاسة للمخاطر فتمنح الأولوية لعنصر الأمان على حساب العائد، وتُركز إدارة المحفظة على اختيار الأدوات

¹ Christine Brentani, Ibid, p85.

² دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص42.

³ محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية. دار وائل، الطبعة 07، الأردن، 2015، ص145.

الإستثمارية ذات الدَّخْل الثابت أو شبه الثابت ولذلك نُطلق عليها تسمية محافظ الدَّخْل وتُعطي إدارة المحفظة أهمية نسبية كبيرة للأدوات الإستثمارية ذات المخاطر المُخفضة عند مشاركتها في رأس المال¹.

عموماً تكون مكونات هذه المحفظة عبارةً عن أدوات الخزينة والسندات الحكومية، والسندات المضمونة طويلة الأجل، والأسهم الممتازة والعقارات بنسب تتراوح ما بين 60-80 بالمئة من رأس المال المحفظة²، وكما هو معروف تتميز هذه الأدوات بالعائد الجاري الثابت نسبياً ولفترة طويلة وبدرجة مخاطر منخفضة، تقوم إدارة المحفظة باختيار هذه الإستراتيجية عندما تتنبأ بوجود مؤشرات اقتصادية تدلُّ على بوادر إتجاه الوضع الاقتصادي نحو حالة الانكماش أو الركود.

الفرع الثالث: السياسة الهجومية الدفاعية/ السياسة المتوازنة

تمزج هذه السياسة بين المُحافظة والمُخاطرة ولذلك تُستخدم بشكل كبير من قِبَل أغلب مُدراء المحافظ الإستثمارية كونها تتلاءم مع رغبات المستثمرين الرشيديين الذين يُركزون على تحقيق الاستقرار النسبي في العائد، والحُصول على أرباح مقبولة وعليه ستقوم سياسة المحفظة على أساس توزيع رأسمالها إلى قسمين:
أولاً: الإستثمار يكون في الأدوات الإستثمارية ذات العائد المرتفع ودرجة المخاطر العالية.

ثانياً: الإستثمار سوف يتجه نحو إختيار أدوات إستثمارية ذات دخل ثابت والنَّي لا تتأثر كثيراً بتقلبات السوق³.

لهذا نجد أنَّ هذا النوع من المحافظ تتكوَّن قاعدتها الأساسية من تشكيلة مُتوازنة من أدوات الإستثمار قصيرة الأجل تتمتع بدرجة عالية من السيولة كأدوات الخزينة، شهادات الإيداع بجانب أدوات إستثمار طويلة الأجل كالسندات العقارية، والعقار⁴، بما يُكسبها مرونة عالية في إحلال الأصول وفقاً لتقلبات أسعار هذه الأدوات من جهة وأسعار الفائدة من جهة أخرى حيث يعمل الخبراء في إدارة المحفظة على زيادة الأدوات الإستثمارية ذات العائد المرتفع عند حصول الإزدهار والرواج الإقتصادي والعكس صحيح.

المطلب الثالث: قرارات إدارة المحفظة الإستثمارية والعوامل المؤثرة فيها

إن سياسة الإستثمار باعتبارها وثيقة يلتزم بإعدادها ومراجعتها دورياً مدير المحفظة تضم المعلومات التالية، الأول هو الأهداف المُحددة من حيث: هدف الأداء (السعي لتحقيق توازن بين الحاجة إلى دخل ثابت والحفاظ على رأس المال على المدى الطويل)، الثاني هو تحمُّل المخاطر ودرجة النُّفور من المخاطرة. والثالث هو قيود المُستثمر⁵ من حيث: الأفق الزمني، قيود السيولة، أفق الإستثمار، القيود التنظيمية، القيود

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص 42.

² محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية. مرجع سابق، ص 146.

³ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص 43.

⁴ محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية. مرجع سابق، ص 146.

⁵ Kodjovi Assoé, Ibid, p11.

أو الإعتبارات الضريبية والإحتياجات والإعتبارات الخاصة أو المُحدّدة للمستثمر خصوصا الإعتبارات الإجتماعية. والتي تُؤثر على قرار تخصيص المحفظة كما يلي¹:

أولاً: القيود التنظيمية

هي الأحكام القانونية التي تحدّ من أدوات أو قطاعات السوق المالية التي يُمكن للمستثمر الوصول إليها. بعض المستثمرين المؤسسيين مثل صناديق التقاعد لا يمكنهم، على سبيل المثال، الإستثمار في فئات معيّنة من المنتجات المشتقة التي تعتبر شديدة الخطورة، وقد تتعلّق القيود القانونية أيضاً بمستوى المخاطر المسموح بها أو درجة تنوّع المحفظة؛

ثانياً: قواعد الضرائب

هذا عنصر يعتمد على حالة المُستثمر ونوع المنتجات التي يتمّ النظر فيها، يمكن أن تكون الضرائب جزءاً مهماً من تكاليف التخصيص أو قرارات مُراجعة المحفظة؛

ثالثاً: قيود السيولة

ترتبط قيود السيولة بالحاجة إلى الأموال التي قد تنشأ بشكل دوري أكثر أو أقل، لذا وُجب أن يتأكد المُستثمرون من أن بعض هذه الإستثمارات تتسم بالمرونة الكافية لتمكّن من تلبية إحتياجات السيولة الخاصة بهم إذا لزم الأمر.

الفرع الأول: قرارات إدارة المحفظة الإستثمارية

يُبنى مفهوم المحفظة على طبيعة سلوك المستثمر وتفضيلاته فيما يتعلّق بالموازنة بين العائد والمخاطر والاتجاه نحو تعظيم المنفعة، ولهذا تتعدّد قرارات إدارة المحفظة بدءاً بقرار المزج الرئيسي أو التنويع الأساسي للأصول، ثمّ قرار اختيار الأدوات الإستثمارية المُلائمة لأهداف المحفظة ثم إنتهاءً باختيار التوقيت المناسب لقرارات البيع والشراء، ونفصلها كما يلي:

أولاً: قرار المزج الرئيسي أو تنويع الأصول

يُعتبر قرار المزج الرئيسي (التنويع الأساسي للأصول) من أهم القرارات التي يتخذها مدير المحفظة الإستثمارية، و يتمّ من خلاله تحديد التركيبة الأساسية لأصول المحفظة، أي الوزن النسبي لكل أصل من أصول المحفظة منسوباً إلى رأسمالها الكلي، أي تحديد النسبة المئوية من إجمالي أصول المحفظة التي ستخصّص للإستثمار في كل أصل. ويؤثر هذا القرار بنسبة 80% على أداء المحفظة.²

تبرز في هذا القرار مهارة المُدير في تشكيل المحفظة المُثلى والتي يُحقق من خلالها الحد الأقصى من مزايا التنويع وبما يُحقق هدفه الرئيسي في تعظيم العائد المُتوقع للمحفظة مع تخفيض مخاطرتها إلى حدودها الدنيا كما ويتأثر هذا القرار بدرجة كبيرة بعمر المستثمر، ودخله، والأفق الزمني للمستثمر. فالمستثمرون

¹ Idris Kharroubi, Ibid, p27.

² محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص188.

يغيرون سياستهم الاستثمارية مع تقدمهم بالسن، ففي حالة المُستثمر الفردي، تعتبرُ دورة الحياة من المُحددات الأساسية. على سبيل المثال، دُخول الحياة العملية يتوافق مع الأصول المالية المنخفضة وأفق الاستثمار الطويل، ثم يُفضّل المُستثمر الاستثمارات ذات العوائد المُرتفعة نسبياً (حتى لو كان ذلك يعني تحمُّل المزيد من المخاطر)؛ من ناحية أخرى، يتوافق التقاعد مع مرحلةٍ يعيش فيها الفرد على الدخل من استثماراته أو من صناديق التقاعد الخاصة به وحيث يكون أفق استثماره قصيراً نسبياً، فإنه يُفضّل بعد ذلك الاستثمارات ذات العوائد المُنتظمة والمخاطر المنخفضة¹. ونفصلها كما يلي:²

أ. مرحلة التراكم

يكون المُستثمر بعمر الشباب، عُدواني ومندفع، يسعى إلى تجميع الأصول لإشباع حاجات فورية أو لأهدافٍ طويلة الأجل، فيكون قادراً على تحمُّل استثمارات عالية المخاطر لأنَّ لديه قناعة بالتعويض وتحقيق عوائد مرتفعة مستقبلاً؛

ب. مرحلة التعزيز/ الاندماج

يُصبح دخل المُستثمر يفوقُ مصاريفه، لا يقوم باستثمارات مُرتفعة المخاطر مثل المرحلة الأولى لأنَّه يُريد حماية رأس ماله؛

ت. مرحلة الإنفاق

يصل المُستثمر لسنَّ التقاعد، وهنا يُريد حماية رأس ماله من التآكل جرّاء التضخم، فيلجأ للاستثمارات الأقل خطورة من مرحلة التعزيز؛

ث. مرحلة المنح

في هذه المرحلة المُستثمر أصبح لديه دخل كافٍ لتغطية مصاريفه فيتوجّه نحو الأعمال الخيرية.

ثانياً: اختيار الأدوات الاستثمارية المُلائمة لأهداف المحفظة

بعد توزيع الأصول وتحديد الوزن النسبي لكل أصل في المحفظة، تأتي عملية انتقاء الأسهم التي تتكوّن منها المحفظة الاستثمارية، وهذا بعد القيام بدراسة تحليلية وافية للوضع المالي للشركات المُساهمة بنتجّ قوائمها المالية وتحليل النسب المالية والأرباح المتوقع توزيعها، وبناءً على هذه الدراسة الدّقيقة يتم اختيار الأسهم وتحديد نسبة شرائها بما يتوافق مع حجم الشركة، وعملية انتقاء الأسهم تُؤثر على تحقيق الأرباح بنسبة 15%³.

¹ Idris Kharroubi, Ibid, p26.

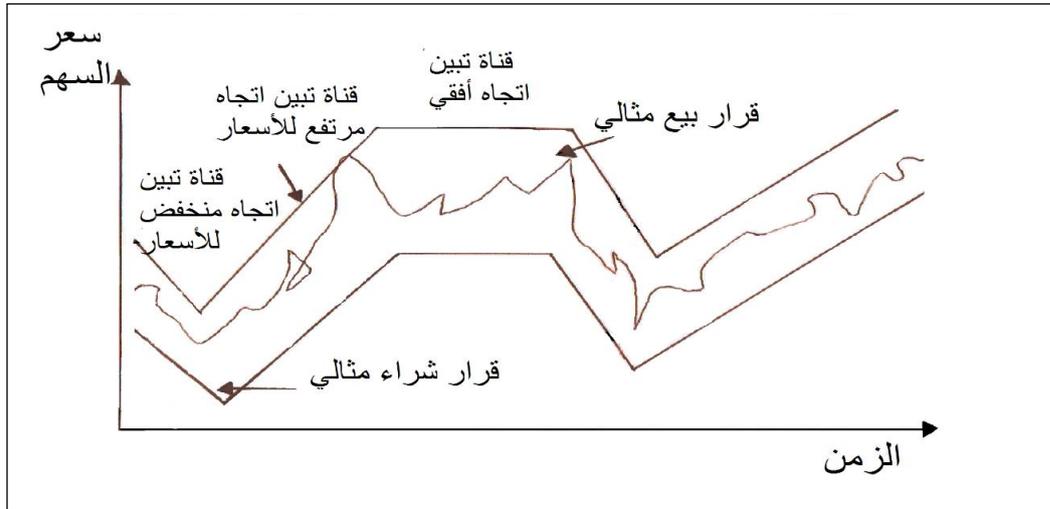
² فائق شكرى محمد الصغير، أثر التنوع على تحقيق المحفظة المثلى. رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، عمان، 2011، ص22.

³ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص242.

ثالثاً: قرار توقيت عمليات الشراء والبيع

بعد تحديد أنواع الأصول المشكّلة للمحفظة الإستثمارية والوزن النسبي لكل منها، واختيار الأوراق المالية يبقى تحديد التوقيت المناسب لشراء هذه الأسهم، ولإتخاذ هذا القرار لابد من معرفة إتجاه السوق بدقّة، باستخدام أدوات التحليل الفني والخرائط التي تبين حركة الأسعار، وتؤثر هذه العملية على تحقيق الأرباح بنسبة 5% ولأنّ هذا القرار يعني تحقيق ربح أو خسارة، كما يبينه الشكل التالي.

الشكل رقم (07): توقيت عمليات البيع والشراء



المصدر: دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية. دار المسيرة، الطبعة 02، الأردن، 2015، ص119.

الشكل أعلاه يُظهر جلياً حركة الأسعار صُعوداً وهبوطاً، وعلى أساس الوضع الذي يكون عليه السعر تقوم إدارة المحفظة بإتخاذ قراراتها الإستثمارية فيما يخص عمليات الشراء والبيع، فعند الشراء نختار الأدوات المالية التي يكون حجم تداولها مُنخفضاً في السوق بسبب ضعف الطلب عليها أملاً في إرتفاع أسعارها مستقبلاً، وعند البيع تكون أسعار الأسهم في أعلى مُستوياتها نظراً للطلب الكبير عليها وتُقدم إدارة المحفظة على البيع بُغية تحقيق ربح رأسمالي منها.

يُمكن أن نفضّل أنواع القرارات الإستثمارية التي تتخذها إدارة المحفظة كما يلي¹:

أ. قرار الشراء: وذلك عندما تكون الورقة المالية مُقيمة بأقل مما يجب، أي أن قيمة التدفقات النقدية الحالية أعلى من القيمة السوقية للسهم حيث يتوقع إرتفاع مستقبلي في سعر الورقة المالية ممّا يُحقق أرباحاً للمستثمر، ومُمثّل في الشكل أعلاه في نقطة القاع أي أدنى سعر قد يبلغه السهم؛

¹ سهى نبيل السنيح، تكوين محافظ استثمارية لشركات ذات المسؤولية الاجتماعية والشركات الإسلامية. رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2014، ص16.

- ب. **قرار البيع:** وذلك عندما تكون الورقة المالية مُقيمة بأكثر مما يجب، أي أنّ القيمة السوقية للسهم أعلى من القيمة الحالية للتدفقات النقدية، ونتيجة لذلك يكون من المتوقع انخفاض سعر الورقة المالية المستقبلية، ومُمثلة في الشكل أعلاه في قمة الإتجاه الصعودي أي أعلى سعر يمكن أن يصل إليه السهم؛
- ت. **قرار عدم التداول:** عندما تكون القيمة الحالية للتدفقات النقدية مُساوية للقيمة السوقية، وبالتالي لا يوجد حافز لإقتناء هذه الورقة وتحقيق أرباح مستقبلية، كما لا يُوجد مخاوف من انخفاض سعرها.

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في المحفظة الاستثمارية

تتأثر المحفظة الإستثمارية بجملة من المتغيرات والعوامل لعل أهمها ما يلي:

أولاً: حالة الدورة الاقتصادية

فنلاحظ أن توزيع مكونات المحفظة يتأثر تأثراً بالغا بالحالة الاقتصادية، ففي حالة الرواج الإقتصادي ترتفع أسعار الفائدة وتُنخفض القيمة السوقية للأوراق المالية فتتوسّع إدارة المحفظة في القروض، أمّا في حالة الركود الإقتصادي يُنخفض الطلب على القروض وتُضطر البنوك إلى توجيه مخصصاتها للإستثمار في الأوراق المالية¹؛

ثانياً: أهمية نمو رأس المال

هو المعدّل الذي يتزايد فيه رأس مال المحفظة خلال فترة الإستثمار في الأوراق المالية المكوّنة للمحفظة، فإذا كان الهدف الوصول إلى زيادة رأس مال المحفظة بعد فترة قصيرة، فالمُستثمر سوف يبحث عن فرص تُوفّر له معدل نمو ثابت، أمّا إذا كان يرغبُ بالإستثمار الطويل الأجل فسوف يلجأ إلى الإستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل²؛

ثالثاً: العائد أو نمو الأرباح

يجب تحديد ربحية الإستثمار وفقاً للهدف الذي يسعى إليه المُستثمر وهو زيادة ثروته، إنّ المقياس الأساسي لربحية الإستثمار هو معدل زيادة حصّة المُستثمر بين اللّحظة الأولى واللحظة الأخيرة لكلّ فترة. في الحالة البسيطة التي لا يحدث فيها تدفق مالي وسيط بين هاتين الفترتين، حيث أن العوائد النَّاجمة عن الإستثمار في الأوراق المالية يُمكن أن تختلف أهميتها اعتماداً على طبيعة الورقة المالية، والهدف من الإستثمار فيها، فالسندات تُوفّر عائداً ثابتاً بينما الأسهم تُحقّق عائداً متغيّراً³، أما في حالة مؤسسة ما، فإنّ تحديد مستوى العائد الذي يتعيّن تحقيقه يأخذ في الإعتبار التدفقات النقدية النَّاتجة عن نشاطها، تماماً كما يأخذ في الإعتبار التوازن بين الأصول والخُصوم وقد تعتمد أيضاً على متوسط عمر موظفيها⁴؛

¹ دريد شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص18.

² عفاف بشري، مرجع سابق، ص21.

³ Robert COBBAUT et autre, Ibid, p29.

⁴ Idris Kharroubi, Ibid, p26.

رابعاً: المَخاطرة

يُمكن تعريف المخاطر المالية على أنها خطر يُؤثر على ثروة وقرارات المؤسسة، ولأنَّ لكل مستثمر مستوى متفاوت من المخاطر، فالمُستثمرون المحافظون يبحثون عن فرص استثمارية تُمكنهم من السيطرة على عوائدهم، في حين يقبل مستثمرون آخرون تحمُّل قدر مُحدد من عدم الثبات لغرض تحقيق هدفهم النهائي بالحصول على عائدٍ عالٍ، وبالتالي فإنَّ التحوط من المخاطر المالية هو تقليل التعرض للخسارة بالتخلي عن مكسب مُحتمل¹.

¹ Fortuné Aniko, *Gestion des risques financiers*. p3.

خاتمة

تُعتبر نظرية محفظة الأوراق المالية هي جوهر عملية إدارة الإستثمار الحديثة، والتي تتضمن تحليل واختيار وتقييم الإستثمارات على ضوء المخاطر المُحتملة والعوائد المتوقعة، وتقوم فكرة المحفظة على تجميع عددٍ من الأوراق المالية بحيث تحقق أقصى عائد ممكن لها عند مستوى معين من المخاطر ولذلك فهي تحتوي على إستثمارات متعددة تميزها لها عن الإستثمار الفردي، والمحفظة قد تضم عدداً مختلفاً من الإستثمارات المالية أو المادية في نفس الوقت، مثل المُستثمر الذي يقوم بشراء عددٍ من الأوراق المالية لشركات مُختلفة يكون بذلك قد كوّن محفظة أوراق مالية.

ويعود الفضل في تأسيس نظرية المحفظة إلى الاقتصادي ماركويتز الذي وضع المبادئ العامة للنظرية عام 1952م، والتي طوّرها وليام شارب بعد إدخاله تعديلات جوهرية عليها، وكان نتاج جهدهما التتويجُ بجائزة نوبل في الاقتصاد عام 1990م اعترافاً بفضلهما في تطوير النظرية الحديثة للتمويل.

تختلف أهداف المحفظة من شخص لآخر، تبعاً للظروف الخاصة بكل مُستثمر، تتقدمها تعظيم القيمة الرأسمالية للأصل المُستثمر، تحقيق دخل منتظم، فضلاً عن التأمين ضد المخاطر المختلفة وتحقيق التنويع والقدرة على التأثير، وتبعاً لهذه الأهداف تتجلى نوعية هذه المحفظة إن كانت محفظة نمو، أو محفظة دخل أو محفظة مُختلطة؛ كما ويُعد وضع وتحديد الأهداف الرئيسية التي يسعى المُستثمر لتحقيقها هي الخطوة الأولى والأهم في بناء وإدارة المحفظة الإستثمارية ويتم فيها تحديد رأس المال المُوجه للإستثمار تليها عملية التخطيط للمحفظة ثم تحليل الإستثمارات المُتاحة في السوق ووصولاً إلى إتخاذ قرار إختيار مكونات المحفظة وانتهاءً بتقييم الأداء الدوري لمديري المحفظة.

والى جانب ما سبق، نلاحظ أنّ مكونات المحفظة ترتبط ارتباطاً وثيقاً بأهدافها، حيث تنتويع مكوناتها بين الأصول المادية والمالية على اختلافها من جهة والإستثمارات المحلية والأجنبية من جهة أخرى وهذا التنوع تحدده سياسة المحفظة إذا كانت سياستها هجومية، دفاعية أو متوازنة.

الفصل الثاني: الإطار النظري للبنوك الإسلامية

تمهيد:

إنَّ نظرية التمويل الرأسمالية المبنية على قيم علمية مجردة ومنظور علماني بحثت قد أثبتت العجز والقصور في تقديم حلولٍ لعددٍ من المشاكل الاقتصادية المعاصرة وحملت في طياتها بذور الأزمات، وكان هذا القصور هو الدافع لتحفيز علماء الاقتصاد الإسلامي للتصدي لذلك الخلل وبناء نظرية التمويل والصيرفة الإسلامية بما وُصف فيما بعد بأنه ثورة علمية على النظريّة التقليدية في الصيرفة والتمويل.

مُنذ أكثر من ثلاثة عقود والصناعة المالية الإسلامية تضع إستخراج الصيغ المالية الموافقة للشريعة الغراء ضمن أولويات أهدافها الإستراتيجية مع ضبط خصائصها وإستخداماتها وهو ما كُلف بتطوير بعض المنتجات المالية المعاصرة لتوافق الرؤية الإسلامية.

مع ما تنطوي عليه هذه المهمة من صعوبات لما تتطلبه من إمام فقهي من جهة ومعرفة مالية من جهة ثانية وإدراكٍ تطبيقي واقعي من جهةٍ أخرى فقد سعت لإستثمارها في التطبيقات المصرفية والبحوث التطويرية في الصناعة المالية الإسلامية.

لقد تمّ تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثٍ مباحثٍ أساسية:

- المبحث الأول بعنوان مفاهيم عامة حول البنوك الإسلامية نتطرّق فيه إلى ماهية البنوك الإسلامية، أهميتها وأهدافها ومسيرة تطورها.
- المبحث الثاني بعنوان واقع البنوك الإسلامية في الإقتصاد المعاصر يستعرض واقع البنوك الإسلامية، مصادر واستخدامات أموالها والعلاقة بينها وبين البنوك التقليدية.
- المبحث الثالث بعنوان الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المالي يدرس الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المالي ويبرز الفرو بينها وبين الأدوات التقليدية.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول البنوك الإسلامية

لقد أصبحت المصارف الإسلامية حقيقة واقعة ليس في حياة الأمة الإسلامية فقط بل في العالم أجمع، وذلك نظرا للخدمات الاقتصادية والمالية والاجتماعية التي تُقدمها، فقد انتشرت المصارف الإسلامية في السنوات الأخيرة بشكل ملحوظ.

كان أول ظهور للبنوك الإسلامية بداية السنين كفكرة تنبذ التعامل بالفائدة وتلتزم المنهج الإسلامي فكرًا وإدارةً مما ينعكس على معاملاتها المختلفة، وأوجدت البنوك الإسلامية طرقًا جديدة للتعامل المصرفي، فأدخلت أسسًا تعتمد المشاركة في الأرباح والخسائر بالإضافة إلى المشاركة في الجهد بين المصرف والمتعامل عوضًا عن التعامل التقليدي القائم على مبدأ المديونية، كما تبنت أنظمة للتعامل الاستثماري في جميع القطاعات الاقتصادية ممثلة بصيغ الاستثمار الإسلامية المختلفة، وتعدُّ صناديق الاستثمار الإسلامية إحدى أهم أدوات السوق المالية الإسلامية باعتبارها وسيلة فعّالة في تجميع المدخرات، وإتاحة الفرصة للمستثمرين الصغار الذين لا يملكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة.

لقد حافظت المصرفية الإسلامية على حالة النمو عام 2020 على الرغم من الوباء العالمي حيث تُقدر قيمتها بالدولار الأمريكي 2.70 تريليون في 2020 مسجلة نموًا بنسبة 10.7% على أساس سنوي في الأصول من حيث القيمة بالدولار الأمريكي مقارنةً بـ: 2.44 تريليون دولار أمريكي عام 2019¹.

يتطرق المطلب الأول إلى ماهية البنوك الإسلامية، خصائصها وأنواعها المختلفة، كما سنتناول في المطلب الثاني أهمية البنوك الإسلامية وأهدافها على أن نخصص المبحث الثالث بمسيرة وتطور البنوك الإسلامية بداية بنشأتها ووصولها إلى الحاضر.

المطلب الأول: ماهية البنوك الإسلامية

إنَّ البنك الإسلامي هو ذلك البنك الذي يُبنى على العقيدة الإسلامية ويستمدُّ منها كيانه ومقوماته فهو بذلك يُجسّد التطبيق العملي للاقتصاد الإسلامي في الواقع.

الفرع الأول: تعريف البنوك الإسلامية

لقد تعدّدت التعريفات التي أطلقها الباحثون على البنك الإسلامي لفظيًا ولكنها مع ذلك تشترك في جوهرها ومن هذه التعريفات نذكر:

التعريف الأول: يُعرّف الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية في اتفاقية التأسيس المصارف الإسلامية بأنها تلك المؤسسات التي ينصُّ قانون إنشائها ونظامها الأساسي صراحة على الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية، وعلى عدم التعامل بالفائدة أخذًا وعطاءً².

¹ Islamic financial services board, **Islamic financial services industry stability report**. 2021, p6.

² عبد الرحمن نبع صايل، قياس كفاءة البنوك الإسلامية الأردنية باستخدام تحليل مغلف البيانات. رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، الأردن، 2016-2017، ص7.

التعريف الثاني: عرّف قانون البنوك الأردني البنوك الإسلامية بأنها تلك الأعمال القائمة على غير أساس الفائدة، في مجال قبُول الودائع والخدمات المصرفية الأخرى، وفي مجال التمويل والاستثمار، بما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها¹.

التعريف الثالث: يُعرّف الدكتور أحمد النجار البنوك الإسلامية بأنها: كيانٌ ووعاءٌ يمتزج فيه فكر استثماري إقتصادي سليم، مألٌ يبحث عن ربحٍ حلال، لتخرج منه قنواتٌ تجسّد الأسس الجوهرية للاقتصاد الإسلامي، وتنتقل مبادئه من النظرية إلى التطبيق، ومن التصوّر إلى الواقع المحسوس².

التعريف الرابع: هي مؤسسات مصرفية تنظّم أعمالها على أساس الالتزام بمبادئ الشريعة الإسلامية، وتوظف مواردها في صيغ استثمارية متنوعة من حيث درجة المخاطرة والربحية، وقد تُشارك في مشاريع ذات ربحية منخفضة لكن لها عائد اجتماعي مُرتفع، كما أنها تُقرض قروضاً حسنة بدون فوائد³.

التعريف الخامس: المصرف الإسلامي هو مؤسسة مالية تقومُ بأداء الخدمات المصرفية والمالية وتبّاشر أعمال التمويل والاستثمار في المجالات المختلفة في ضوء أحكام الشريعة الإسلامية بهدف عرس الأخلاق الإسلامية في المعاملات المالية، وتحقيق التنمية الاجتماعية والاقتصادية بقصد المساهمة في تحقيق الحياة الكريمة للشعوب الإسلامية⁴.

التعريف الإجرائي

من التعريفات السابقة نستطيع أن نعرّف البنك الإسلامي على أنه مؤسسة مالية ومصرفية ذات أبعاد اقتصادية واجتماعية، تعمل على إستقطاب الموارد المالية من الأفراد والمؤسسات وإستخدامها في الأوجه المشروعة المربحة وكذا تقديم الخدمات المصرفية المتوافقة مع مبادئ الشريعة السمحة، وتتّكسب تعاملاتها إيجاباً على الحياة ككل فتزدهر الصناعة، ويزيد الإنتاج، وتنشط التجارة، ويعمّ الرخاء على كافة أفراد المجتمع الإسلامي.

¹ بسمة مبارك درزي المدارمة، أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك الإسلامية (2006 - 2016).

رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، الأردن، 2017 - 2018، ص 19.

² أحمد النجار، منهج الصحة الإسلامية - بنوك بلا فوائد - الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، 1979، ص 95.

³ أمارة محمد يحي عاصي، تقييم الأداء المالي للمصارف الإسلامية: دراسة تطبيقية على البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار، رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، سوريا، 2010، ص 9.

⁴ أحمد جابر علي بدران، دور المصارف الإسلامية في تنمية المعاملات التجارية الدولية دراسة حالة تطبيقية على (البنك الإسلامي للتنمية - دار المال الإسلامي). مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، جامعة 6 أكتوبر، مصر، ص 43.

بناءً عليه، فإن فلسفة البنوك الإسلامية تركّز على عدم التعامل بالربا أخذًا ولا عطاءً، فهي تقوم بقبول الودائع دون استخدام سعر الفائدة كعامل تعويضٍ للمودعين وتُستبدلها بجزء من الربح الحاصل بعد استثمارها في المجالات المشروعة¹.

الفرع الثاني: خصائص البنوك الإسلامية

يتميّز البنك الإسلامي عن غيره من البنوك التقليدية التي إعتاد الأفراد التعامل معها والتي تقوم معاملاتها أساساً على معدل الفائدة بسمات معينة تتمثل في الآتي:

أولاً: استبعاد التعامل بالفائدة الذي تتعامل به البنوك التقليدية سواءً كانت ظاهرة أو مُبطّنة، ثابتة أو متحركة والقضاء على الإحتكار الذي تفرضه شركات المساهمة على أسهمها فتعمل على توسعة أعمالها²؛

ثانياً: توجيه الجهد نحو التنمية عن طريق الإستثمارات، سواءً كانت بالإستثمار المباشر، أو الإستثمار بالمشاركة أي مساهمة البنك في رأس مال المشروع الإنتاجي، كما يسعى لتجميع الأموال العاطلة وتوجيهها إلى مجال الإستثمار والتوظيف بهدف تمويل المشروعات التجارية والصناعية والزراعية³؛

ثالثاً: تيسير وسائل الدفع وتنشيط حركة التبادل التجاري المباشر؛

رابعاً: تلتزم بالسعي لتحقيق عناصر التكافل الاجتماعي بين أفراد المجتمع، وذلك بتمويل الأنشطة الاجتماعية التي تهدف إلى تعميق معنى ومضمون التعاون الإيجابي والمشاركة الفعالة بين المواطنين كجمع وتوزيع الزكاة، تقديم القروض الحسنة والمساهمة في المشروعات والأعمال الخيرية فهي بذلك تربط التنمية الإقتصادية بالتنمية الاجتماعية⁴؛

خامساً: إحياء بيت مال المسلمين وإعادة تفعيل نظام الزكاة بإنشاء صندوق تُجمع فيه حصيلتها داخل المصرف ويتولى هذا الأخير إدارة الصندوق⁵؛

سادساً: خضوع جميع المعاملات المصرفية الإسلامية للرقابة الشرعية، وهي التأكد من مدى مطابقتها أعمال المؤسسة المالية لأحكام الشريعة الإسلامية، والإستخدام الأمثل للموارد الطبيعية النباتية منها والحيوانية بما يكفل إستدامتها⁶.

¹ علي سيد إسماعيل، مصادر توفير السيولة في البنوك الإسلامية. دار التعليم الجامعي، الطبعة 01، مصر، 2018، ص23.

² Khaled Obaid Alotaibi, **The Halal-Based equity investments in Kuwait**. Doctor of philosophy, School of Business, Accounting and Finance, University of Dundee, Scotland, UK, 2014, p10.

³ محمد الصيرفي، إدارة العمليات المصرفية العادية - غير العادية - الإلكترونية. الطبعة 01، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2016، ص73.

⁴ عبد الرحمان نبغ صايل، مرجع سابق، ص17.

⁵ محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص73.

⁶ Khaled Obaid Alotaibi, **The Halal-Based equity investments in Kuwait**, Ibid, p10.

سابعاً: التمسك بالقاعدة الذهبية (قاعدة الحلال والحرام) حيث تعمل البنوك الإسلامية على تطهير أموالها من كل ما يخالف الشريعة والالتزام بالقواعد الشرعية: قاعدة العُثم بالغُرم، قاعدة الخراج بالضمان، قاعدة الاستخلاف في المال¹؛

ثامناً: وجود رقابة شرعية مقومة ومصححة لما يحدث من معاملات مصرفية لا تتماشى وأحكام الشريعة الإسلامية، ومن ثمَّ خُلُو هذه المعاملات من شروط الإذعان والإلزام بما لا يلزم وخضوعها لعنصر المخاطرة فهي خالية تماماً من المقامرة المحرمة²؛

تاسعاً: هي بنوك متعددة الوظائف، فهي تلعب دور البنوك التجارية، بنوك الأعمال، بنوك الاستثمار وبنوك التنمية، إذ لا ينحصر نشاطها في العمليات المصرفية قصيرة الأجل كالبنوك التجارية ولا على الآجال المتوسطة والطويلة كالبنوك غير التجارية³.

الفرع الثالث: أنواع البنوك الإسلامية

هناك عدة أنواع للبنوك الإسلامية وفقاً لمعيار التصنيف المعتمد وذلك على النحو التالي:

أولاً: التصنيف حسب التوزيع الجغرافي

تتقسّم وفق هذا المعيار إلى بنوك محلية النشاط يقتصر نشاطها على الدولة التي تتواجد بها، وأخرى دولية تتسع دائرة نشاطها لتمتد خارج الدولة.

ثانياً: التصنيف حسب المجال الوظيفي

نفرّق بين عدة أنواع منها⁴:

- أ. بنوك إسلامية صناعية: تختص في تقديم التمويل للمشروعات الصناعية؛
- ب. بنوك إسلامية زراعية: وهي التي يغلّب على توظيفاتها النشاطات الزراعية، باعتبار أنّ لديها المعرفة اللازمة لهذا النشاط الحيوي؛
- ت. بنوك الإدخار والاستثمار الإسلامي: تقوم بتعبئة مخصصات الأفراد وإستثمارها؛
- ث. بنوك إسلامية تجارية: وتمويل رأس المال العامل للتجارة؛
- ج. بنوك التجارة الخارجية: التي تعمل على تعظيم التبادل التجاري بين الدول.

ثالثاً: التصنيف وفقاً لحجم النشاط

تتقسّم البنوك حسب هذا المعيار إلى ثلاثة أنواع¹:

¹ يوسف المجاهد، الفرق بين البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية. مجلة منازعات الأعمال، العدد 24، 2017، ص122-124.

² سالم صلال الحسناوي وآخرون، مبادئ المالية والمصرفية. الطبعة 01، 2019، ص174.

³ عبد الرحمان نبع صايل، مرجع سابق، ص17.

⁴ أمارة محمد يحي عاصي، مرجع سابق، ص15.

- أ. بنوك إسلامية صغيرة الحجم: بنوك محدودة النشاط محلياً، تعمل على تعبئة المُدخرات وتقديم التمويل القصير الأجل لبعض المشروعات والأفراد وتنتقل فائض مواردها إلى البنوك الكبيرة؛
- ب. بنوك إسلامية متوسطة الحجم: بنوك ذات طابع قومي تكون أكبر حجماً ونشاطاً وتكون قاعدة عملائها أكثر اتساعاً، غير أن معاملاتها تبقى محدودة دولياً؛
- ت. بنوك إسلامية كبيرة الحجم: هي بنوك الدرجة الأولى التي يُمكنها التأثير على السوق النقدي وتوجيهه، وتمتلكُ فروع في أسواق المال والنقد الدوليّة.

رابعاً: التصنيف وفق الاستراتيجية المتبناة

نميز حسب هذا التصنيف بين الأنواع التالية²:

- أ. بنوك إسلامية رائدة: تعتمد إستراتيجية التوسُّع والتطوير والتجديد ولها القدرة على الدخول في مجالات النشاطات الأكثر خطراً والأعلى ربحاً؛
- ب. بنوك إسلامية تابعة: تعتمد إستراتيجية التقليد لما ثبت نجاحه لدى البنوك الرائدة؛
- ت. بنوك إسلامية حذرة: وتُدعى أيضاً بالبنوك محدودة النشاط.

خامساً: التصنيف وفق المتعاملين مع البنك

نجد فيه نوعين هما³:

- أ. بنوك إسلامية عادية: تنشأ خصيصاً من أجل تقديم خدماتها للأفراد الطبيعيين والمعنويين، سواء ما تعلّق منها بالعمليات العادية (المحدودة) أو العمليات المصرفية الكبرى؛
- ب. بنوك إسلامية غير عادية: يقوم بتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الدول الإسلامية كما يُقدم خدماته للبنوك الإسلامية العادية.

المطلب الثاني: أهمية البنوك الإسلامية وأهدافها

لقد حققت البنوك الإسلامية كسباً مادياً ومعنوياً كبيراً ونالت ثقة عملائها، رغم أن عُمر هذه البنوك أقلّ من عمر البنوك التقليدية، وأصبحت لهذه البنوك أهدافٌ تعمل على تحقيقها، وتنافس بها البنوك التقليدية ممّا جعلها قيمة مضافة في الجهاز المصرفي ككل.

¹ محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص75.

² عبد العزيز خنفوسي، الاستراتيجيات التنافسية التي تتبعها البنوك الإسلامية الماليزية في الأسواق التنافسية. مجلة الإدارة، العدد 60، 2017، ص45، 46.

³ محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص77.

الفرع الأول: أهمية البنوك الإسلامية

تظهر أهمية البنوك عندما تضع في أولوياتها خدمة المجتمع، والمساهمة في معالجة المشاكل الاقتصادية والاجتماعية التي تواجهه، حيث تضطلع البنوك بأنواعها وتخصصاتها المتعددة في العصر الحديث بأهمية كبرى ويمكن تفصيل ذلك كما يلي¹:

أولاً: أنها تقوم بدور الوساطة مما يجنب صاحب المال إيجاد المستثمر المطلوب بالشروط والمدة الملائمة للثنتين؛

ثانياً: بدون البنوك تكون المخاطرة المتوقعة أكبر وذلك لإقتصار المشاركة على مشروع واحد فقط؛

ثالثاً: تقوم البنوك بتوزيع المخاطر نظراً لتعدد استثماراتها مما يسمح لها بالمشاركة في مشاريع مخاطرها عالية؛

رابعاً: تستطيع البنوك الدخول في مشاريع طويلة الأجل نظراً لحجم الأرصدة وتفاوت تواريخ استحقاقها؛

خامساً: إن وساطة البنوك تزيد من سيولة الاقتصاد بتقديم أصول قريبة من النقود وتدر عائداً مما يقلل الطلب على النقود؛

سادساً: بتقديمها لأصول مالية متنوعة المخاطر، العوائد والشروط للمستثمرين فإنها تستوعب جميع رغبات وطموحات عملائها؛

سابعاً: تشجيع الأسواق المالية التي تستثمر وتصدر الأصول المالية التي يحجم عنها الأفراد خوفاً من المخاطرة.

غير أن المصارف الإسلامية تتميز عن غيرها من البنوك في كونها تُولي أهمية كبرى للبُعد الاجتماعي، ويتضح ذلك من خلال الجوانب التالية²:

أولاً: حلُّ المشكلات الاقتصادية والاجتماعية التي يعاني منها المجتمع، وذلك بما تقوم به من تشجيع للاستثمارات الصغيرة وأصحاب الدخل المحدود؛

ثانياً: التحرُّر من الربا ومحاربهته؛

ثالثاً: إحياء الفقه، فقد أدى إنشاء المصارف الإسلامية إلى إتاحة الفرصة للرجوع للفقه خاصة فقه المعاملات المالية منه، والاجتهاد في المعاملات المصرفية المعاصرة؛

رابعاً: تحقيق الأمان والاطمئنان للمسلم المدَّخر، فالمال شقيق الروح وكذا لأصحاب حقوق الملكية؛

¹ محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 21.

² علي سيد إسماعيل، مرجع سابق، ص 25.

خامسا: للبنوك الإسلامية دور مهم في اقتصاد الدولة، كونها جهازا فعّالا يعمل بكفاءة ويمكنه بذلك منافسة المؤسسات المصرفية والاستثمارية غير الإسلامية، ويسهم في دفع عجلة التنمية الاقتصادية إلى جانب ما يُحقق من تنمية التعاون والتكافل والإخاء بين أفراد المجتمع.

الفرع الثاني: أهداف البنوك الإسلامية

يهدف النشاط المالي في البنك إلى تعظيم ثروة مُلاك المشروع أو بمعنى آخر تعظيم قيمة السهم في سوق الأوراق المالية بما يؤدي لتعظيم ثروة أصحاب حق الملكية وتعظيم الثروة هذا يتأتى عن طريق تعظيم الإيرادات أو تخفيض المصروفات أو كلاهما معا¹، ولا يتأتى هذا الهدف إلا بتحقيق أربعة أهداف أساسية هي الهدف المالي، الهدف التنموي، الهدف الاستثماري والهدف الاجتماعي.

أولا: الهدف المالي

إنطلاقا من أن المصرف الإسلامي هو مؤسسة مالية تقوم بأداء دور الوساطة المالية بمبدأ المشاركة، فإن له أهدافا مالية تتمثل في²:

- أ. جذب الودائع وتنميتها، وذلك تحقيقا للقاعدة الشرعية بعدم تعطيل الأموال واستثمارها بما يعود بالأرباح على أفراد المجتمع؛
- ب. استثمار الأموال، وهو الهدف الأساسي للمصرف الإسلامي وركيزته الأساسية لتحقيق الأرباح؛
- ت. تحقيق الأرباح، وهي نتاج عملية الاستثمارات والعمليات المصرفية للمصرف.

ثانيا: الهدف التنموي

تساهم البنوك الإسلامية بفعالية في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية حيث تتماشى معاملاتها المصرفية مع الضوابط الشرعية من خلال نمط تنموي متميز يحقق التقدم والعدالة من خلال³:

- أ. السعي لجذب رأس المال الإسلامي بتوفير الأرضية المناسبة لذلك وزيادة الاعتماد الجماعي بين الدول الإسلامية بما يُحقق لها التحرر من التبعية الخارجية؛
- ب. تنمية الوعي الادخاري لدى الأفراد وترشيد سلوكيات الإنفاق عندهم من أجل تعبئة الموارد الفائضة؛
- ت. العمل على إعادة توظيف الأرصدة الإسلامية داخل العالم الإسلامي وتحقيق الاكتفاء الذاتي عن طريق خلق أدوات مصرفية إسلامية جديدة تغطي حاجات ورغبات عملائها وتُمكنها من الاستمرار والتكيف؛

¹ محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 21، 22.

² أمارة محمد يحي عاصي، مرجع سابق، ص 20، 21.

³ عبد الرحمن نبع صايل، مرجع سابق، ص 17، 18.

ث. العمل على ترويج المشروعات الإستثمارية في كل الأنشطة الاقتصادية المشروعة، وتنمية الصناعات الحرفية والصناعات الصغيرة والتعاونيات.

ثالثاً: الهدف الإستثماري

تتحدد معالم الأهداف الإستثمارية للبنك الإسلامي فيما يلي¹:

- أ. تحقيق مستوى تشغيلي مرتفع لعوامل الإنتاج المتوفرة في المجتمع؛
- ب. تحسين الأداء الإقتصادي للمؤسسات المختلفة التي يُشرف عليها البنك، وترويج مشروعاتها؛
- ت. تحقيق مستوى مُناسب من الاستقرار السعري للسلع والخدمات المطروحة للتداول في الأسواق؛
- ث. تحقيق العدالة في توزيع الناتج التشغيلي للإستثمار بما يساهم في عدالة توزيع الدُخول بين أصحاب عوامل الإنتاج المُشاركة في العملية الإنتاجية.

رابعاً: الهدف الاجتماعي

يَنبَتَى من خلال مساهمة البنوك الإسلامية في تحقيق العدالة الاجتماعية عن طريق إختيار المشروعات التي تُساهم في تحسين توزيع الدُخول ومنح القروض الحسنّة أو إنشاء المشروعات الاجتماعية وذلك باستخدام عدة وسائل أهمها²:

- أ. العمل على تنمية وتطوير ثقة المواطنين بالنظام الإقتصادي الإسلامي؛
- ب. مُحاربة البطالة وزيادة عدد العاملين عن طريق المشاريع والإستثمارات التي تتبنّاها البنوك الإسلامية؛
- ت. محاربة الربا والاحتكار؛
- ث. تحقيق العدالة في توزيع الثروة.

من ثمّ يمكن القول أن المصرف الإسلامي هو مؤسسة مالية تهدف لإستثمار الأموال الفائضة في

المجتمع بغرض تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية وبما يعود بالنفع على الجميع مكونات أفرادا ومؤسسات.

المطلب الثالث: مسيرة تطور البنوك الإسلامية

يرى علماء الإقتصاد الإسلامي أن فكرة الصيرفة ترجع إلى صدر الإسلام، فقد شهد العالم الإسلامي في عصور ازدهاره مَولِد مؤسسات مصرفية في صورة بدائية، تُؤدي الوظائف المعروفة للمصارف الحديثة مثل الصَّرْف، تداول صكوك المديونية، أدوات الدفع، حفظ الأموال وإستثمار أموال الغير وفقاً لعقد المُضاربة،

¹ محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 73، 74.

² أحمد جابر علي بدران، دور المصارف الإسلامية في تنمية المعاملات التجارية الدولية دراسة حالة تطبيقية على (البنك الإسلامي للتنمية- دار المال الإسلامي). مرجع سابق، ص 49.

غير أنّ هذا الشكل من الأنشطة المصرفية كان يقوم على أساس العلاقات الشخصية والاجتماعية حيث كانت هذه الممارسات ملائمة للأوضاع السائدة آنذاك.

الفرع الأول: نشأة الصيرفة الإسلامية

كان للمجتمعات الإسلامية تجربة ثرية في مجال الأعمال المصرفية والإئتمان، تتمثل في وجود وانتشار استخدام أنواع متطورة منها في الحياة الاقتصادية اليومية، ويمكن رصد بعض نماذج هذه التجربة المألوفة لديهم كما يلي¹:

أولاً: ودائع الزبير بن العوام

كان للزبير بمصر خطط (أي أعمال ونشاطات تدرّ عليه أموالاً) وبالإسكندرية خطط والكوفة خطط وبالبحر دُور وكان له غلات تقدم عليه من أعراض (أو أطراف) المدينة، وقد بلغ مجموع ما كان عليه من أموال مليونان ومائتا ألف درهم وهو الأمر الذي جعل أحد الباحثين يقول أن الزبير كان له بنك مركزه المدينة وله فروع في الإسكندرية والكوفة والبحر.

ثانياً: صُكوك مروان بن الحكم

انتشرت صُكوك البضائع في التعامل في زمن الخليفة الأموي، حيث كانت صُكوكا بمقدار معين من الطعام، وكانت الدولة تدفع هذه الصُكوك لعمالها مقابل رواتبهم المُستحقّة، لتكون أجرة مؤجلة الدفع إلى مواسم الغلال.

ثالثاً: تحاويل ابن عباس وابن الزبير

يُروى أن ابن عباس - رضي الله عنه - كان يأخذ الورق وهي القصة المشروبة دراهم بمكة على أن يكتب بها إلى الكوفة، كما كان عبد الله بن الزبير يأخذ الدراهم من الناس بمكة ثم يكتب إلى أخيه مُصعب في العراق فيأخذونها منه.

رابعاً: أوامر الدّفع من سيف الدولة الحمداني

يُروى أن سيف الدولة الحمداني أمير حلب في منتصف القرن الرابع هجري كان يزور بغداد بقصد التزهة والسيّاحة، وسار مُتتكرًا إلى دور بني خاقان لقضاء الوقت، فخدموه دون أن يعرفوه ولمّا همّ بالإنصراف طلب الدّواة وكتب رقعة وتركها لهم، فلمّا فتحوا الرقعة وجدوا أنّها مُوجهة لأحد الصيارفة في بغداد بألف دينار، وعندما عرضوا الرقعة على الصيرفي أعطاهم الدنانير في الحال، فسألوه عن الرّجل قال: سيف الدولة بن حمدان.

¹ أحمد جابر علي بدران، دور المصارف الإسلامية في تنمية المعاملات التجارية الدولية دراسة حالة تطبيقية على (البنك الإسلامي للتنمية - دار المال الإسلامي). مرجع سابق، ص 14-17.

من هذه الواقعة نستنتج أنه كان هناك نظامٌ للدفع عن طريق الصراف قائمٌ تماماً بلا موجبٍ لحضور الأمر بالأداء، وهو أمرٌ لم يتطور إلا في أواخر القرن السابع عشر ميلادي، وأنَّ الدفع في الحالة المعروضة إمَّا أنه كان يتمُّ من حسابٍ وديعةٍ قائمةٍ عن طريق الحساب الجاري أو على المكشوف حيث يتمُّ السداد مستقبلاً عن طريق المقاصة بين بغداد وحلب، وكلتا الحالتين تستوجبُ قيام تنظيمٍ محاسبيٍّ لإدارة الحسابات كما هو الأمر في البنوك الحديثة، كما أنَّ الصراف قد عرف توقيع سيف الدولة دون أن يكون الاسم مكتوباً على الرقعة وهذا يعني أنَّ هناك ترتيباً لمضاهاة التوقيع كما هو مطبق في البنوك القائمة¹.

خامساً: ظهور مصارف العملات

بهدف مُبادلة العملات بعضها ببعض، كما حدث مع ابن عمر - رضي الله عنه - قال: كُنت أبيع الإبل في البقيع، فأبيع بالدنانير وأخذ بالدرهم، وأبيع بالدرهم وأخذ بالدنانير، فوقع في تعني ذلك (أي: في البالي ولم أرتح له)، فأتيت رسول الله - صلى الله عليه وسلم - وهو في بيت حفصة أو قال حين خرج من بيت حفصة فقلت يا رسول الله زويدك أسألك، إني أبيع الإبل بالبقيع فأبيع بالدنانير وأخذ الدرهم وأبيع بالدرهم وأخذ الدنانير، فقال النبي - صلى الله عليه وسلم - لا بأس أن تأخذها بسعر يومها ما لم تفرقا وبينكما شيء.

سادساً: ظهور الأوراق التجارية

كان الصيارفة بهدف تيسير نقل الأموال بين مراكز التجارة في البلاد الإسلامية وغيرها من البلاد يقومون بإصدار الأوراق التجارية كأصدار الصكوك وتحرير الناتج ودفاع الصيارفة، ومنه إنتقلت فيما بعد من بلاد الإسلام إلى غيرها من البلاد الأوروبية خاصةً مدن إيطاليا وجنوب فرنسا عبر التجار المسلمين.

سابعاً: تأسيس مدارس الصيرفة

يُذكر أنَّ المسلمين قد أنشأوا المدارس المصرفية حيث كان لمهنة الصيرفة أسسٌ وقواعد يجدر بأصحاب المهنة مراعاتها بغض النظر عن الدين الذي يعتنقه الصيرفي، فكان على الصيارفة فهم أحكام الصراف، ودراسة ما كتب بشأنه قبل أن يؤذن لهم بممارسة المهنة.

الفرع الثاني: تطوُّر البنوك الإسلامية في العصر الحديث

كان أول ظهور للبنوك الإسلامية بداية الستينيات كفكرةٍ تنبذ التعامل بالفائدة وتلتزم المنهج الإسلامي فكراً وإدارة مما ينعكس على معاملاتها المختلفة، وظهرت البنوك الإسلامية عند نشأتها الأولى في صورة بنوك ادخار محلية بمصر مُستوحية فكرتها من بنوك التوفير الشعبية الألمانية، واستمر هذا النموذج قُرابة

¹ حسين حسين شحاتة، المصارف الإسلامية بين الفكر والتطبيق. الطبعة 01، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2009،

الثلاث سنوات، تمخض عنه فيما بعد ظهور بنك ناصر الاجتماعي كبنكٍ مستقل لا يعمل بالفائدة أخذًا ولا عطاءً¹.

ظهرت أولى المصارف الإسلامية - بشكلها الكامل - سنة 1975 بإنشاء البنك الإسلامي للتنمية بجدة، ثم بنك دبي الإسلامي بدولة الإمارات، وتلّى ذلك سلسلة طويلة من المصارف الإسلامية وبدأ علماء الاقتصاد الإسلامي الأوائل بالتطبيق العملي لفكرة المصارف الإسلامية، حيث مرّت هذه التجربة بعدة مراحل أهمها²:

أولاً: تجربة بنوك الإدخار المحلية في مصر 1963م

تمكّن الدكتور أحمد النجار من إنشاء بنوك ادخار محلية في القرى، مُتخذًا مدينة (ميت غمر) موطنًا لها، وتقوم فكرة هذه الأخيرة على تجميع المدخرات من أهل القرى وإستثمارها في مشروعات إقتصادية تنموية بها وفقا لنظام المضاربة الإسلامية، وتوزيع الربح بعد ذلك بين البنك وأصحاب الأموال، وقد بلغ عدد فروع البنك حوالي 53 فرعا شملت 85000 مسلما، وقدمت خدمات إستثمارية وإجتماعية وتعليمية جلييلة حتى قامت الحكومة بدمجها في بنوك الدولة الربوية³.

ثانياً: تجربة بنك ناصر الاجتماعي سنة 1971م

أنشئت الهيئة العامة لبنك ناصر الاجتماعي بموجب قانون رقم 66 لسنة 1971م، بهدف تحقيق التكافل الاجتماعي مكوّنا من الإدارة العامة للزكاة، الإدارة العامة للتأمين التعاوني والمعاشات والإدارة العامة للقروض الحسنّة، وكان البنك يستمد إيراداته من الإعتمادات الواردة من الحكومة المصرية والبنوك القومية والحكومات الإسلامية والعربية وكذا زكاة مال المسلمين، وقد ساهم بدور طيّب في مجال التنمية الإجتماعية⁴.

ثالثاً: إنشاء البنك الإسلامي للتنمية بجدة سنة 1972م

في المؤتمر الثالث لوزراء خارجية الدول الإسلامية بجدة 1972م أُدرجت فكرة البنوك الإسلامية ضمن جدول أعماله وقد إنتهى الاجتماع بتقرير سلامة الفكرة، وظهرت أولى المصارف الإسلامية سنة 1975م، بإنشاء البنك الإسلامي للتنمية بجدة، وكان يتعامل مع الدول والحكومات الأعضاء في المؤتمر الإسلامي⁵.

¹ محمد بوجلال، البنوك الإسلامية (مفهومها، نشأتها، تطورها مع دراسة ميدانية على مصرف إسلامي). المؤسسة الوطنية للكتاب، الجزائر، 1990، ص11.

² حسين حسين شحاتة، المصارف الإسلامية بين الفكر والتطبيق. مرجع سابق، ص15.

³ أحمد النجار، مرجع سابق، ص41-63.

⁴ حسين حسين شحاتة، المصارف الإسلامية بين الفكر والتطبيق. مرجع سابق، ص16.

⁵ أحمد جابر علي بدران، دور المصارف الإسلامية في تنمية المعاملات التجارية الدولية دراسة حالة تطبيقية على (البنك الإسلامي للتنمية - دار المال الإسلامي). مرجع سابق، ص24.

رابعاً: إنشاء الإتحاد الدولي للبنوك الإسلامية سنة 1977م

لقد إنفق رؤساء مجالس المصارف الإسلامية على إنشاء الإتحاد الدولي للبنوك الإسلامية سنة 1977م بهدف دعم الروابط بين المصارف الإسلامية وتوثيق أواصر التعاون بينها والتنسيق بين نشاطاتها وتأكيد طابعها الإسلامي تحقيقاً لمصالحها، ودعماً لأهدافها في تطبيق قواعد المعاملات الإسلامية في المجتمع، ويقع مقره الرئيسي بمكة المكرمة وله أمانة في القاهرة وفروع في بعض البلدان الإسلامية¹.

خامساً: إنشاء المعهد الدولي للبنوك والاقتصاد الإسلامي 1981م

نظراً للنمو المتزايد في عدد المصارف الإسلامية وزيادة عملياتها، فقد احتاجت إلى عنصر بشري يجمع بين السلوك المسلم والخبرة والكفاءة، ولقد عجزت الجامعات العربية الإسلامية أن تُخرج ذلك العنصر لذا رأى القائمون على أمر الإتحاد الدولي للبنوك الإسلامية إنشاء المعهد الدولي للبنوك والاقتصاد الإسلامي، حيث شارك في تأسيسه معظم الجامعات العربية والإسلامية وكذلك العديد من الهيئات والمؤسسات الإسلامية، وأختيرت الدولة الفبرصية التركية الاتحادية مقراً له². ويهدف المعهد لتحقيق الأغراض التالية³:

أ. إعداد أجيال تجمع بين الثقافة الشرعية والخبرة الفنية في مجال الاقتصاد الإسلامي والمصارف الإسلامية؛

ب. التوصل إلى بلورة المنهج الاقتصادي الإسلامي؛

ت. تكوين مدرسة الاقتصاد الإسلامي؛

ث. وضع الضوابط العلمية والعملية للمؤسسات المالية الإسلامية؛

ج. تشجيع الدراسات والبحوث في مجال الاقتصاد الإسلامي والمصارف الإسلامية.

سادساً: إنشاء الهيئة العليا للفتوى والرقابة الشرعية 1983م

أنشئت الهيئة العليا للفتوى والرقابة الشرعية للمصارف الإسلامية سنة 1403هـ، وقد تم الاتفاق على أن يكون أعضاء الهيئة هم رؤساء هيئات الرقابة بالمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية الأعضاء بالإتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، كما يضم إليها خمسة آخرون يُختارون من بين العلماء الثقات على مستوى العالم الإسلامي⁴.

¹ أمارة محمد يحي عاصي، مرجع سابق، ص 11.

² جمال الدين عطية، البنوك الإسلامية بين الحرية والتنظيم، التقليد والاجتهاد، النظرية والتطبيق. المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، الطبعة 02، 1993، ص 16.

³ حسين حسين شحاته، المصارف الإسلامية بين الفكر والتطبيق. مرجع سابق، ص 18.

⁴ أحمد جابر علي بدران، دور المصارف الإسلامية في تنمية المعاملات التجارية الدولية دراسة حالة تطبيقية على (البنك الإسلامي للتنمية - دار المال الإسلامي). مرجع سابق، ص 28.

هذا وقد ساهمت الهيئة العليا للفتوى والرقابة الشرعية في مساعدة المصارف الإسلامية الجديدة، وبتثاق في أعمال المصارف الإسلامية، ولكن نشاطها توقف، وقامت بعدها كل مجموعة من البنوك الإسلامية بإنشاء هيئة للفتوى والرقابة الشرعية، مثل مجموعة بنوك الفيصل الإسلامية ومجموعة بنك دلة البركة الإسلامية ومجموعة بنوك السودان الإسلامية وغيرها، كما أنشئ في البحرين بدلا عنها اللجنة الشرعية التابعة لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية¹.

الفرع الثالث: إنتشار المصارف الإسلامية عبر العالم

لقد عرفت المصارف الإسلامية إنتشارا كبيرا عبر دول العالم الإسلامية سواء العربية منها أو غير العربية ونفصل ذلك كما يلي:

أولا: المصارف الإسلامية في الدول الإسلامية غير العربية

لقد أنشأت عدة مصارف إسلامية في دول كإيران التي حوّلت جميع مصارفها إلى مصارف إسلامية بموجب الفصل 43 من قانون 1983 الذي عوّض فوائد المصارف بمكافأة تأخذها المصارف مقابل ما تقوم به من أعمال وخدمات، والأمر نفسه بباكستان، إذ أشرف مجلس الفكر الإسلامي بباكستان على إحلال النظام الإسلامي محلّ نظام الفوائد².

ثانيا: المصارف الإسلامية في الدول غير الإسلامية

لقد إستهى النجاح الذي حققته المصارف الإسلامية كثيرا من المتعاملين والمودعين خارج البلدان الإسلامية، واتسع نشاط البنوك الإسلامية ليتعدى فتح النوافذ والفروع وصناديق الإستثمار الإسلامية لدى البنوك التقليدية إلى إقامة بنوك مستقلة بذاتها في دول عديدة ومنها:

أ. سويسرا: تأسست دار المال الإسلامي في 1981/07/27 بسويسرا بعقد تأسيس خاضع لقوانين وأنظمة "كومولث البهامس"، وسجلت في جنيف كشركة قابضة وبدأت نشاطها في 1982/01/01، كما وقّرر إتحاد البنوك السويسرية إقامة مصلحة داخل مقره الإجتماعي في زيوريخ تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية ابتداء من 1985، تلبية لرغبات متعامليه العرب.

ب. بريطانيا: من خلال إدخال الصناعة الإسلامية وتشجيعها، أكدت حكومة المملكة المتحدة على معالجة الإستبعاد المالي لمسلمي المملكة المتحدة، أنشأ الشيخ صالح عبد الله كامل بنك البركة الإسلامي أوائل الثمانينات، لكنه أغلق عام 1993م وفي عام 2002م سمحت بريطانيا بالمعاملات المصرفية الإسلامية على أراضيها مرة أخرى ولا تزال الزيادة الأخيرة في الإهتمام بالخدمات الإسلامية في المملكة المتحدة مستمرة مع تزايد شعبية الخدمات المصرفية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية والأخلاقية في البلدان الأخرى وأصبحت المملكة المتحدة مركزا للتمويل الإسلامي في

¹ حسين حسين شحاته، المصارف الإسلامية بين الفكر والتطبيق. مرجع سابق، ص19.

² سالم صلال الحساوي وآخرون، مبادئ المالية والمصرفية. مرجع سابق، ص173.

تهدف إلى تحقيق جانبٍ من الإيرادات نتيجة أداء الخدمة، كما أنّها أداة لجذب أكبر عدد من المتعاملين سواءً في نظم الودائع أو في نظم الإستثمار التي يُمارسها البنك.

يتناول هذا المبحث ثلاثة مطالب، الأول بعنوان واقع البنوك الإسلامية، في المطلب الثاني نشير إلى مصادر الأموال واستخداماتها في البنوك الإسلامية ويعنى المطلب الثالث بعرض العلاقة بين البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية.

المطلب الأول: واقع البنوك الإسلامية

لقد أثبتت المصرفية الإسلامية صُمودها خلال الأزمات المالية وهو ما تُؤكدّه الأزمة العالمية 2008م في فترة انهيار المصرفية التقليدية، والأزمة الصحيّة الحالية مُمتلئة بوباء كوفيد-19، حيث باتت تقدّر قيمتها بالدولار الأمريكي 2.70 تريليون في 2020 مُسجلة نموًا بنسبة 10.7% على أساس سنوي في الأصول من حيث القيمة بالدولار الأمريكي مقارنة بـ: 2.44 تريليون دولار أمريكي عام¹ 2019، ويعرضُ هذا المطلب في شقه الأول واقع المصرفية الإسلامية ويخصص في شقه الثاني للخدمات التي تقدمها البنوك الإسلامية حالياً.

الفرع الأول: لمحة على حاضر الصيرفة الإسلامية

لقد سجّل قطاع الصيرفة الإسلامية زيادةً إيجابية بشكل عام، فنجد أنّ بعض الإقتصادات التي لديها قطاع مصرفيٍّ إسلامي مهمّ (حصّة سوقية معتبرة)، المملكة العربية السعودية حققت نموًا بنسبة 17.0% على أساس سنوي، مقابل 10.6% عام 2019. خلال نفس الفترة، سجلت باكستان نموًا بنسبة 19.9% على أساس سنوي في الربع الثالث من عام 2020، أيضاً بنغلاديش وبروناي وقطر والإمارات العربية المتحدة هي الأخرى سجلت زيادة في الأصول المصرفية الإسلامية خلال هذه الفترة بمعدلات نمو للأصول بنسبة 12.6%، 4.8%، 12.0%، 9.5% على التوالي مقارنة بـ 11.2%، - 7.5%، 10.6%، - 2.3% على أساس سنوي في عام 2019، وسجلت الكويت 7.9% على أساس سنوي في الربع الثالث من عام 2019؛ كما سجلت الدول التي لديها حصص سوقية أقلّ نموًا ملحوظًا للأصول مثل أفغانستان، الأردن، ليبيا، فلسطين التي حققت معدلات نموًا بـ 25.5%، 13.5%، 16.1%، 18.4% على التوالي مقارنة بـ 6.1%، 9.4%، 14.8%، 13.9% في نفس الفترة عام 2019.

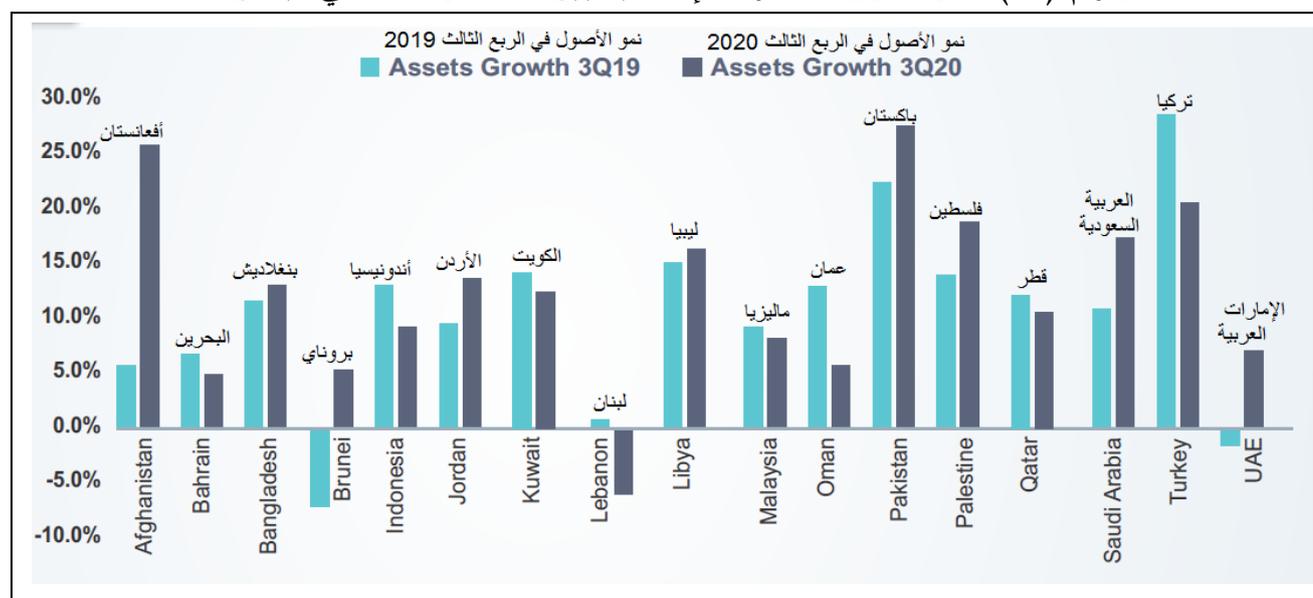
بالمقابل نلاحظ أنّ دولاً ذات حصص سوقية مهمّة سجلت إنخفاضًا خلال الفترة مثل ماليزيا وعمان والسودان وإندونيسيا وتركيا، التي سجلت نموًا في الأصول بنسبة 7.8%، 5.5%، 28.1%، 9.0% و 20.5% بالترتيب على أساس سنوي مقارنة بـ 9.0%، 12.7%، 56.5%، 12.7% و 28.9% على أساس سنوي في الربع الثالث من عام 2019.

¹ Islamic financial services board, **Islamic financial services industry stability report**. Ibid, p6.

في حين سجلت نيجيريا ولبنان المصنّفة دولاً ذات حصة سوقية ضعيفة، إنخفاضاً في نموّ الأصول، سجلت الأولى نمواً أبطأ ولكن إيجابياً للأصول بنسبة 38.0% مقابل 50.6% على أساس سنوي، وسجّلت الأخيرة نمواً سلبياً بنسبة -6.5% في نهاية الربع الثالث من عام 2020 مقارنة بـ 0.5% العام الماضي¹.

الشكل الموالي يوضّح حجم ونمو أصول المصارف الإسلامية بين عامي 2019 و 2020.

الشكل رقم (08): نمو أصول المصارف الإسلامية بين 2019 و 2020 في البلدان المختلفة



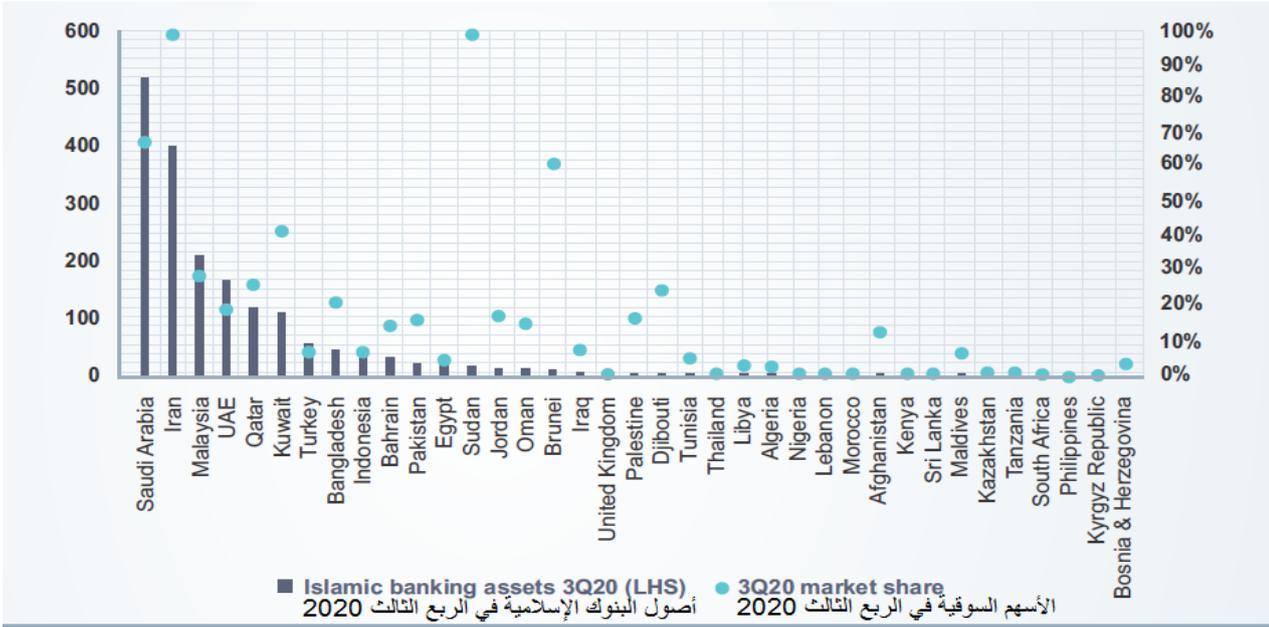
Source: Islamic financial services board, Islamic financial services industry stability report. 2021, p15.

وحسب تقرير مجلس الخدمات الإسلامية لعام 2021م، لا تزال أصول التمويل الإسلامي تتركز في منطقة دول مجلس التعاون الخليجي (48.9%)، ومنطقة الشرق الأوسط وجنوب آسيا (24.9%)، ومنطقة جنوب شرق آسيا (20.3%)، ومنطقة إفريقيا (1.7%)، و دول "أخرى" (4.3%)².

¹ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، التقرير السنوي. 2021، ص 11-13.

² Islamic financial services board, Islamic financial services industry stability report. Ibid, p3.

الشكل رقم (09): قيمة أصول الصيرفة الإسلامية والحصة السوقية لها حسب البلدان بالمليار دولار



Source: Islamic financial services board, Islamic financial services industry stability report. 2021, p15.

لقد حافظت دول مجلس التعاون الخليجي على مكانتها كأكبر مَوطن لأصول التمويل الإسلامي في عام 2020؛ وشكلت المنطقة 48.9% من حصة سوق التمويل الإسلامي العالمي، بزيادة من 45.9% في عام 2019؛ منطقة الشرق الأوسط وجنوب آسيا شكلت ثاني أكبر حصة، حيث استحوذت على 24.9% من أصول IFSI العالمية، وظلت متسقة مع العام السابق؛ تقلصت حصة منطقة جنوب شرق آسيا بشكل طفيف إلى 20.3% في عام 2020 مقابل 23.8% في عام 2019، بينما ظلت حصة منطقة إفريقيا صغيرة، بنسبة 1.7%. تمثل منطقة "الأخرين"، التي تضم تركيا والمملكة المتحدة ودول منطقة كومونولث الدول المستقلة 4.3% من إجمالي أصول IFSI العالمية¹.

الفرع الثاني: الخدمات التي تقدمها البنوك الإسلامية

مما لا شك فيه أن الخدمات المصرفية تُمثل عنصراً هاماً في عناصر النشاط الوظيفي للمصارف، فتتويج سلة الخدمات المصرفية يسمح بدخول المصارف في عمليات مالية وتجارية مختلفة، ومع تطور عولمة التمويل والتوسع في التدفقات المالية أصبحت المصارف في وضع يستدعي تطوير خدماتها باستمرار، وتتمثل أهم الأعمال والخدمات التي يقوم بها المصرف الإسلامي فيما يلي²:

أولاً: الحسابات الجارية

هي المبالغ التي يُودعها أصحابها تحت الطلب بحيث يستطيع المُودع أن يسحب جزءاً من حسابه أو كله في أي وقت شاء، وجرى العرف في البنوك التقليدية ألا تعطي عملاءها أي فائدة على الحسابات الجارية

¹ Islamic financial services board, Islamic financial services industry stability report. Ibid, p7.

² محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 66-68.

وقد تفرّض عليهم عمولة مقابل العمليات الدفترية والمصاريف الفعلية التي أنفقتها لخدمة هذه الحسابات، ويحقّ للمصرف الإسلامي أن يستثمر هذه الحسابات الجارية ويكون حكمها حكم القرض الحسن حيث يتحمل المصرف نتيجة أعماله من ربح أو خسارة وعندما يطلب أصحاب الحسابات الجارية أموالهم فإنّه يقوم بدفعها دون زيادة ولا نقصان؛

ثانياً: الودائع الادخارية" وودائع التوفير"

هي وودائع صغيرة غالباً، يُعطى صاحبها عادةً دفتر توفير وله الحقّ في سحب بعض أو كلّ الوديعة متى شاء، ولكن يحقّ له سحب دفتر شيكات على وديعته تلك ويتعامل البنك الإسلامي مع الودائع الادخارية بطريقتين:

- أ. **معاملة القرض الحسن:** حيث لا يدفع لأصحابها أيّ أرباح تتجّم عن استثمار هذه الأموال وهم بالمقابل لا يتحملون الخسائر التي قد تتجّم عن استثمار هذه الأموال؛
- ب. **حساب الاستثمار:** يقوم المُودع بوضع جزءٍ من أمواله في حساب الاستثمار وجزء في حساب الوديعة لمقابلة احتياجات سحبه وذلك وفقاً للاتفاق بين البنك والمُودع.

ثالثاً: الودائع لأجل

هي الأموال التي تُودع لدى المصرف الإسلامي وتبقى تحت تصرفه لمدة معينة لا يحقّ خلالها للمُودع أن يقوم بسحب جزءٍ من هذه الأموال ويقوم المصرف كدائنٍ عن صاحب الوديعة باستثمارها مباشرة أم يدفعها لمن يستثمرها من خلال الصيغ المختلفة للتوظيف التي يتبناها المصرف الإسلامي¹؛

رابعاً: التحويلات النقدية

هي خدمة يُقدمها المصرف للعملاء من خلال تحويل النقود من مكانٍ إلى آخر، ويتقاضى المصرف الإسلامي عمولة أو أجراً مقابل هذه العملية؛

خامساً: الشيكات

وهي أوامر من العميل المُودع الذي لديه حساب جارٍ في البنك ليدفع إلى شخصٍ ثالث أو لحامله المبلغ المُدوّن على الشيك، ويقوم البنك الإسلامي أيضاً بإصدار شيكات المسافرين؛

سادساً: عمليات العملات الأجنبية

يقوم المصرف الإسلامي ببيع وشراء العملات الأجنبية ويحقّق ربحاً من خلال الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع؛

¹ أمانة محمد يحي عاصي، مرجع سابق، ص24.

سابعاً: الأوراق التجارية" الكمبيالات والسند لأمر"

يقوم المصرف الإسلامي بتحصيل الأوراق التجارية وهي مستندات الديون التي يضعها الدائنون لدى المصرف ويُفوضونه بقبضها، ويتقاضى مُقابل ذلك أجراً أو عمولة، لكنَّ المصرف الإسلامي لا يقومُ بخضم الأوراق التجارية -أي دفع قيمتها مخصوصاً منها قيمة الفائدة- لكنَّه يستطيع خصم الأوراق التجارية للأشخاص الذين لديهم حسابات جارية في المصرف الإسلامي وفي هذه الحالة يدفع قيمتها كاملة¹؛

ثامناً: عمليات الأوراق المالية

تتمثل في حفظ الأوراق المالية، خدمة الأوراق المالية بتحصيل كُوبوناتها- صرف المُستهلك منها-، القيام بعملية طرح الأوراق المالية للاكتتاب* وتشكيل محافظ الأوراق المالية لتوزيع المخاطر؛

تاسعاً: تأجير الخزائن الحديدية

تضع المصارف تحت تصرف زبائنها صناديق حديدية مُقابل أجر معين للانتفاع بها في وضع الأوراق والمستندات والمعادن في أمان، وتُوضع هذه الأخيرة في قاعة أو قُبُو مزوّد بأجهزة مراقبة وأمان، حيث يكون لكل صندوق مفتاحان يُسلم الزبون أحدهما ويحتفظ المصرف بالآخر ويلزم استعمال المفتاحين معا لفتحه²؛

عاشراً: الاعتمادات المستندية

هي تعهد من البنك بأن يدفع للمصدر قيمة البضائع المشحونة مُقابل تقديم المستندات التي تثبت أن الشحن قد تمَّ ويتقاضى البنك مُقابل ذلك أجراً أو عمولة³؛

أحداً عشر: تقديم الإستشارات المالية والدراسات الإقتصادية

يقومُ المصرف الإسلامي بتقديم الخبرة المالية والدراسات الإقتصادية للمشاريع ويتقاضى مُقابل ذلك أجراً أو عمولة.

المطلب الثاني: مصادر الأموال واستخداماتها في البنوك الإسلامية

لقد أوجدت البنوك الإسلامية طرقاً جديدة للتعامل المصرفي، فأدخلت أسساً تعتمد المشاركة في الأرباح والخسائر بالإضافة إلى المشاركة في الجهد بين المصرف والمتعامل عوضاً عن التعامل التقليدي القائم على مبدأ المديونية، كما تبنت أنظمة للتعامل الإستثماري في جميع القطاعات الإقتصادية مُمتلئة بصيغ الإستثمار الإسلامية: المرابحة، المشاركة، المضاربة، الإستصناع، التأجير، إلخ.

¹ أمارة محمد يحي عاصي، مرجع سابق، ص24.

² سالم صلال الحسنوي وآخرون، مرجع سابق، ص191.

³ أمارة محمد يحي عاصي، مرجع سابق، ص25.

الفرع الأول: مصادر الأموال لدى البنوك الإسلامية

تسعى البنوك الإسلامية كغيرها من البنوك التقليدية إلى توفير مصادر الأموال اللازمة لنشاطها وتحقيق أهدافها، وتنقسم هذه المصادر إلى مصادر داخلية وأخرى خارجية.

أولاً: المصادر الداخلية

هي تلك المصادر الخاصة أو الذاتية التي لا تخضع لخاصية عدم التأكد أو لمخاطر السحب الفجائي، لذا يتم توجيه هذه الأموال لتغطية الاستخدامات طويلة الأجل، وتضم ما يلي:

- أ. رأس المال: هو المصدر الأساسي لتمويل البنك، ويتكون من مساهمة الشركاء في البنك عند بداية المشروع سواء كانت في شكل نقود أو عروض فنية أو معنوية، أو مقابل زيادة رأس المال التي تلجأ إليها المصارف من أجل توفير مصادر تمويل داخلية ذات آجال طويلة¹؛
- ب. الاحتياطات: وتضم الاحتياطي القانوني، الاحتياطي العام واحتياطات أخرى، وهي تمثل أرباحاً مُحْتَجِزَةً من أعوام سابقة وتقتطع من نصيب المساهمين ولا تتكون إلا من الأرباح أو فوائض الأموال من أجل تدعيم المركز المالي للمصرف²؛
- ت. الأرباح غير الموزعة: هي الأرباح الممولة للأعوام المتتالية، تمثل مكسباً ومصدراً حقيقياً يدخل للتوظيف أو الاستثمار، وتُستعمل هذه الأرباح عادةً في توسيع نشاط المؤسسة وتمويل إستثمارات جديدة مما يُعطي للبنك قوة منافسة المصارف والمؤسسات الأخرى³.

ثانياً: المصادر الخارجية

هي مصادر غير ذاتية يستخدمها المصرف في حالة عدم تغطية موارده الذاتية لاحتياجاته وتتمثل في⁴:

- أ. الودائع تحت الطلب (الحسابات الجارية): هي تلك الحسابات التي تُعطي صاحبها الحق في الإيداع والسحب منها بموجب شيكات وأوامر دفع، وذلك دون مشاركتهم في الأرباح والخسائر؛
- ب. الودائع الاستثمارية (حسابات الاستثمار): هي تلك الأموال التي يُودعها أصحابها في البنك ويفوض أصحابها هذا الأخير باستثمارها، وهي بهذا تدخل مع رأس المال المُخَصَّص للاستثمار في المشروعات التي يقوم بها المصرف، وتأخذ ودائع الاستثمار صورة عقد مُضاربة بين

¹ سالم صلال الحسناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 176.

² أحمد جابر علي بدران، دور المصارف الإسلامية في تنمية المعاملات التجارية الدولية دراسة حالة تطبيقية على (البنك الإسلامي للتنمية - دار المال الإسلامي). مرجع سابق، ص 61.

³ أمارة محمد يحي عاصي، مرجع سابق، ص 102.

⁴ أحمد جابر علي بدران، دور المصارف الإسلامية في تنمية المعاملات التجارية الدولية دراسة حالة تطبيقية على (البنك الإسلامي للتنمية - دار المال الإسلامي). مرجع سابق، ص 63، 64.

المودعين وبين المصارف الإسلامية، حيث تقوم المصارف بإستثمار هذه الأموال مُقابل نسبة من الرّبح تحصل عليها وتكون محدّدة مُسبقاً في العقد؛
 ت. **الودائع الادخارية (حسابات التوفير):** وهي تقترب في طبيعتها من حسابات التوفير التقليدية وهي تنقسم إلى قسمين¹:

1. **حساب الادخار مع التفويض بالإستثمار:** يستحقّ هذا الحساب نصيباً من الربح ويُحسب العائد من الربح والخسارة على أقلّ رصيد شهري، ويكون مُتغيراً حسب نشاط المصرف عن تلك الفترة؛

2. **حساب الادخار دون التفويض بالإستثمار:** وهي الأموال التي يُودعها أصحابها بهدف الادّخار دون أن تستحق ربحاً ويكون حكمه حكم الحساب الجاري؛

ث. **صكوك التمويل الإسلامي:** حيث تقوم البنوك الإسلامية بإصدار أنواع متعدّدة من صكوك التمويل التي تُوفّر للبنك موارد مالية مناسبة، ومن أهمها صكوك زيادة رأس المال المؤقتة، صكوك المشاركة في الفائدة، صكوك إيداع إسلامية لآجال متوسطة، صكوك إستثمار في مشروعات قطاعية، صكوك إستثمار لمشروع معيّن بذاته، صكوك الوكالة الإستثمارية، والصناديق الإستثمارية؛

ج. **أموال الزكاة والصدقات والهبات:** يتميّز المصرف الإسلامي عن غيره من المصارف بتحصيله لأموال الزكاة إمّا من المبيع من ناتج نشاطه أو من نشاط عُملائه، أو من خلال تقدّم الأفراد بها.

الفرع الثاني: استخدام/توظيف الأموال لدى البنوك الإسلامية

يقوم البنك الإسلامي بتوظيف أمواله وفق ثلاثة أشكال إمّا عن طريق التوظيف على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة ونقصد به المضاربة والمشاركة، أو التوظيف على مبدأ هامش الربح المُتمثّل في النُبوع والإجارة بأنواعها والتوظيف دون هامش ربحي أي بمنح القروض، ونفصلها كما يلي:

أولاً: التوظيف على أساس مبدأ المشاركة في الربح والخسارة

ينقسم إلى الأشكال التالية:

أ. **المضاربة:** إنّ لرأس المال النقدي القابل للقرض دون فائدة، أن يشترك بحصّة من الربح في شركة مضاربة، فعائد رأس المال في الإسلام إذن هو حصّة من الربح، وليس مبلغاً ثابتاً مقطوعاً، فهو يختلفُ بذلك عن الرأسمالية التي أجازت كل شكل من أشكال العائد لرأس المال حتّى لو كان ربا، ويختلف عن الشيوعية التي حرّمت كل شكل من أشكال العائد لرأس المال حتّى لو كان ربحاً²؛

¹ سالم صلال الحسناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 177.

² رفيق يونس المصري، أصول الاقتصاد الإسلامي. الطبعة 01، دار القلم، سوريا، 2010، ص 262.

ب. **المشاركة:** صيغة المشاركة هي البديل الإسلامي للتمويل بالفوائد المُطبَّق في البنوك التقليدية، ويقوم على أساس تقديم المصرف الإسلامي التمويل الذي يطلبه المُتعاملون دون اشتراط فائدة ثابتة، وإنما يُشارك المصرف المُتعامل في النَّاتج المُتوقَّع ربحاً كان أو خسارة، وفق ما تمَّ الإتفاق عليه في العقد بينهما، وتكون على نوعين¹:

1. **المشاركة الثابتة (طويلة الأجل):** وتقوم على مساهمة المصرف في تمويل جزء من رأس مال مشروع معيَّن ممَّا يترتبُ عليه أن يكون شريكاً في ملكيته بالنسبة المُتَّفَق عليها، وتبقى لكلِّ طرف حصَّة ثابتة في المشروع الذي يأخذ شكلاً قانونياً كشركة تضامن أو شركة توصية؛

2. **المشاركة المنتهية بالتمليك (المتناقصة):** وفيها يكون من حقِّ الشريك أن يحلَّ محلَّ المصرف في ملكية المشروع شيئاً فشيئاً حتَّى يُصبح ملكاً خالصاً له؛

ت. **الجعالة:** وتعرَّفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلاميَّة: الجعالة عقد يلتزم فيه أحد طرفيه (وهو الجاعل) بتقديم عوضٍ معلوم (وهو الجعل) لمن يحقِّق نتيجةً معينةً في زمن معلوم أو مجهول (وهو العامل)²؛ وتأخذ شكل صندوقٍ استثماريٍّ قائم على أساس عقد الجعالة أي الإستثمار بخدماتٍ ومنافع، تُحقَّق عائداً دورياً للمستثمرين وذلك بتجميع المُدخَّرات من المُستثمرين ثمَّ شراء وتمليك الصندوق لمحللات تجاريَّة، وسيارات أجرة وحافلات أجرة، ويقوم بعرضها للضمان، كأن يقول الشخص الذي يأخذ حافلة الأجرة: "حقِّق لي ضماناً للسيارة 30 ديناراً يومياً ولك الباقي"، وبذلك يضمن الصندوق عائداً ثابتاً للمستثمرين (أصحاب الوحدات الاستثمارية)؛

تُعتبر هذه الطريقة حافزاً مهماً للتُّجار والسائقين، لتحقيق أرباحٍ عالية، لأنَّ الفائض عن قيمة الضمان سيكون ربحاً للعامل نفسه وهو بمثابة الجعل له، ممَّا يحفِّزهم على العمل والإستثمار والابتكار لتحقيق مبلغ الضمان وأكثر³.

ث. **الصندوق الإنتاجي:** ويهدف الصندوق إلى تمويل المشاريع الإنتاجية للأعضاء المُشتركين في الصندوق، سواءً للمشاريع القائمة أو للمشاريع الجديدة؛ يقتطع المصرف أجراً من حصيلته

¹ سالم صلال الحسناوي وآخرون، مرجع سابق، ص183.

² قال ابن عباس: لا بأس أن يقول: بع هذا الثوب فما زاد عن كذا وكذا فهو لك. - ابن قدامة، المغني، ج8، ص42.

³ غدير أحمد خليل، عقد الجعالة وتطبيقاته باستخدام الهندسة المالية كأداة لتمويل الخدمات في المؤسسات المالية الإسلامية. رسالة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، 2013، ص153.

الإشتراقات نظير إدارته للصندوق والخدمات المرفقة ويستثمر باقي الأموال وإذا حقق حداً معيناً من الربح فله ما زاد عنه وهذا يعتبر جُعلاً له¹.

يُمكن للمصرف - في صورة أخرى - أن يسلم المصرف المشروع للشخص المناسب، لإدارته أو لعقد صفقة معينة على أن يحصل على جُعَل إذا زاد ربحه عن نسبة معينة، ويخسر جُهدَه فقط إذا لم يزد عنها، وتُوجز أهمية هذه الصيغة فيما يلي²:

- تُحجم أغلب المصارف عن التمويل بالمشاركة أو المضاربة خوفاً على رأس مالها، وفي هذه الصيغة إذا ربح العميل أكثر من النسبة المتفق عليها (مثلاً 7%) فله ما زاد، و7% ربح للمصرف؛
- تُشجع الجعالة المشترين بالصندوق على العمل والاستثمار والتجارة، وتوفّر فرص عمل للراغبين؛
- قد يواجه المصرف بعض حالات المشاريع المتعثرة أو لا يكون لديه خبرة بإدارتها، وصيغة الجعالة تُتيح له استخدام غيره في الإدارة مع الاحتفاظ بملكية المشروع والاحتفاظ بنسبة أرباح جيدة؛
- يستطيع المصرف تحديد مدة زمنية للإدارة أو فتح عدة ورشات بهدف إتاحة الفرصة لعدد أكبر من المشترين واختبار قدراتهم ومهاراتهم وأمانتهم، بدل المغامرة بالشراكة مع واحد لفترة طويلة ولجميع الصفقات والمشاريع.

ثانياً: التوظيف على مبدأ هامش الربح

نجد فيه الأنواع التالية³:

أ. البيوع: ونميز فيها:

1. **الإستصناع:** وهو عقد بيع على أن يكون المبيع في ذمة البائع يُسلمه للمشتري في المستقبل بعد أن يقوم بصنعه، وهو أن يطلب المشتري من الصانع أن يصنع له شيئاً بمواصفات معينة مقابل ثمن محدد، قد يُدفع كاملاً أو مؤجلاً كاملاً أو مُقسّطاً على دفعات⁴؛
2. **السلم:** ويُسمى السلف، وهو عكس البيع الآجل وفيه يتم دفع ثمن السلعة عاجلاً للبائع وتسلم للمشتري لها منه آجلاً. بمعنى أنه مُعاملة مالية يتم بموجبها تعجيل دفع الثمن

¹ وقد ذكرت هذه الصيغة في "المغني" كالاتي: "إذا دفع إلى رجل ثوباً وقال له: بعه بكذا وما زاد فهو لك، صح.... وروي عن ابن عباس أنه لا يرى بأساً بذلك، إن ثبت هذا فإن باعه بزيادة فهي له لأنه جعلها أجرة، وإن باعه بالقدر المسمى فلا شيء له لأنه جعل له الزيادة ولا زيادة ههنا فهو كالمضارب إذا لم يربح". ابن قدامة، المغني. ص 71، 72.

² غدير أحمد خليل، عقد الجعالة وتطبيقاته باستخدام الهندسة المالية كأداة لتمويل الخدمات في المؤسسات المالية الإسلامية. مرجع سابق، ص 153.

³ محمد الصيرفي، مرجع سابق، ص 68، 69.

⁴ موسى مبارك خالد، صيغ التمويل الإسلامي كبديل للتمويل التقليدي في ظل الأزمة المالية العالمية. رسالة ماجستير (غير منشورة)، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، الجزائر، 2013/2012، ص 151.

وتقديمه نقداً إلى البائع الذي يلتزم بتسليم بضاعة معينة مضبوطة بمواصفات محدّدة في أجل معلوم، بما يُحقّق مصلحة الطرفين¹؛

ب. الإجارة: هو عقد لتأجير حقّ الإنتفاع بأصل مُحدّد لفترة متفق عليها مقابل إيجار مُحدد، ويمكن أن يسبقه وعدّ مُلزم من جانب واحد من أحد الأطراف المُتعاقدَة وعقد الإجارة هنا يكون مُلزماً لكلا الطرفين المتعاقدين².

ثالثاً: التوظيف دون هامش ربحي

نعني به القروض، فقد شرع القراض (المضاربة)، بدل القرض الربويّ، لأن ربّ المال قد لا يستطيع استثماره بنفسه، في منشأة فردية أو في شركة يكون فيها شريكاً بماله وعمله، لكونه صغيراً أو يتيماً أو مشغولاً أو قليل الخبرة أو عديمها، ولا يُشترط بالضرورة أن يكون غيباً³.

المطلب الثالث: العلاقة بين البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية

إنّ الحاجة إلى البنوك الإسلامية صارت ضرورة ملحة نظراً لأهمية قطاع المصارف وما يقوم به، إذ أن البنوك التجارية تفرّدت بالتعاملات في الأسواق الماليّة، وظهر تأثيرها على إقتصاديات الدول، الأمر الذي أدّى بدوره إلى إزدياد الحاجة لوجود بنوك إسلامية تستقي أعمالها من مبادئ الشريعة الإسلامية، ومع ذلك فإنّه وبحكم نشاطها في ظلّ نظام مصرفي تقليدي تتفاعل مع مكوناته المختلفة سواءً كانت أنظمة، تشريعات مؤسسات مالية أو بنوك.

الفرع الأول: التعامل بين البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية

تتعامل البنوك الإسلامية مع البنوك التقليدية التي تتعامل بفائدة شرطاً للإلتزام بالمبادئ الشرعية في المُعاملات وذلك قياساً على أن الفرد المسلم يجوز له التّعامل مع غير المسلمين في حدود ما أحلّ الله عز وجل، وإقتداء بالرّسول عليه الصلاة والسلام وصحابته الكرام الذين تعاملوا مع اليهود وغيرهم بالبيع والشراء والإجارة وغيرها، ومن المجالات الكثيرة لهذا التعاون بين البنك التقليدي والبنك الإسلامي نذكر على سبيل المثال لا الحصر⁴:

أولاً: الحسابات الجارية المُتبادلة

حيث يتمّ تمويل الحسابات الجارية للمصارف الإسلامية لدى البنوك التقليدية لأغراض عمليات التحويل منها واليها وفق القواعد التالية:

¹ أمارة محمد يحي عاصي، مرجع سابق، ص164.

² Islamic financial services board, **Islamic financial services industry stability report**. Ibid, p10.

³ رفيق يونس المصري، مرجع سابق، ص209.

⁴ محمد عبد الحكيم زعير، واقع العلاقة بين البنوك الإسلامية والتقليدية. ندوة: نحو ترشيد مسيرة البنوك الإسلامية، 03-

2005/09/05م، دبي، ص4-6.

أ. الإعفاء من الفوائد لكلاً الطرفين؛
 ب. يُغذّي المصرف الإسلامي حسابه الجاري لدى البنك التقليدي بالوسائل المشروعة مثل شراء العملات الأجنبية وقيدها في حسابه الجاري، سحب الشيكات على المصارف الخارجية التي يحتفظ المصرف الإسلامي لديها بأرصدة لصالح حسابه الجاري لدى المصرف التقليدي، ويدفع المصرف التقليدي حوالات المصرف الإسلامي من حسابه الجاري لديه؛

ثانياً: قيام البنك التقليدي بأعمال المراسل للبنك الإسلامي؛

ثالثاً: المشاركة معاً في الاستفادة من التقنية الحديثة لخدمة المتعاملين والعمل المصرفي بصفة عامة؛

رابعاً: التعامل كوكلاء في المعاملات الخالية من الربا؛

خامساً: تبادل تحصيل الشيكات أو فتح الاعتمادات؛

سادساً: حضور الندوات المصرفية المشتركة بينهما؛

سابعاً: تبادل المعلومات والبيانات بين البنوك والمتعلقة بمديونية المتعاملين والتسهيلات الائتمانية المقررة لهم، بما يكفل سريتها ويضمن توافر البيانات اللازمة لسلامة منح الإئتمان المصرفي؛

ثامناً: التمويل المصرفي المجمع: أين تقوم المصارف الإسلامية بتمويل عمليات دولية ضخمة مشاركة مع مصارف إسلامية أخرى أو بنوك تقليدية في كيان مالي مستقل ووفقاً للضوابط الشرعية، كما قد يقوم بدور الوكيل أو المضارب؛

تاسعاً: الأرصدة التعويضية على أساس "النمر"، حيث يجوز الاتفاق بين البنك الإسلامي وبنك يتعامل بالفائدة على أنه إذا كان للبنك الإسلامي أرصدة لدى البنك الربوي وانكشف حسابه فإنه لا يلتزم بدفع فائدة للبنك الربوي، ولكن يُودع لديه أموالاً على أساس "حساب النمر"، وذلك للتخلص من دفع فوائد ربوية عن المبالغ التي انكشف الحساب بقدرها، وإن ترتب للبنك الإسلامي فوائد تبعاً لطريقة البنوك الربوية فإن البنك الإسلامي يأخذها ويصرفها في وجوه البر ولا يدعها لتلك البنوك.

الفرع الثاني: مزايا تعامل/احتكاك المصارف الإسلامية بالبنوك التقليدية

لقد كان لتعامل المصارف الإسلامية مع البنوك التقليدية عظيم الأثر نظراً لما تحمّله هذه الأخيرة من تجارب وخبرات متراكمة، وبما تملكه من مستشارين وقانونيين خصوصاً المؤسسات العريقة منها، حيث ساهمت في تنشيط القطاع المصرفي والمالي الإسلامي داخل وخارج البلدان الإسلامية، ففي مجال تطوير الصكوك العالمية وتسويقها، قامت مجموعة HSBC بإصدار أول صكوك إسلامية عالمية بماليزيا كما قامت مجموعة CITYBANK بإصدار أول صكوك عالمية لبنك التتمية الإسلامي بجدة، كما تمّ إنشاء الصناديق الاستثمارية في سوق الأسهم العالمية والصناديق العقارية الإسلامية، وتعدّاه إلى تقديم خدمات تمويل المساكن إسلامياً، ومنها برنامج HSBC في بريطانيا وأمريكا، وشركة Guidance Capital في أمريكا.

كما فتح هذا الإحتكاك المجال واسعاً أمام البنوك التقليدية وُعملائها لإكتشاف طريقة العمل الإسلامي واعترافاً منها بنجاحته وقت الأزمات، الشيء الذي أثمر بفتح شبائيك إسلامية تقدم مُنتجات مالية إسلامية للعملاء كما هو الحال في مصرف درسدنر كلاينورث بنسن، الذي أسس وحدة متخصصة للصيرفة الإسلامية سنة 1980، ومجموعة ANZ الأسترالية النيوزلندية التي أنشأت قسماً خاصاً للتمويل الإسلامي وبنك الكويت المتحد الذي أنشأ وحدة متخصصة للاستثمار الإسلامي سنة 1991م وغيره الكثير¹.

الجدول الموالي يبين الحصة السوقية التي تحوزها المصارف الإسلامية جنباً إلى جنب مع البنوك التقليدية، في الاقتصادات المختلفة.

الجدول رقم (03): الحصة السوقية المحلية للمصارف الإسلامية في الربع الثالث 2020

البلد	الحصة السوقية	البلد	الحصة السوقية
السودان	100%	ماليزيا	28.9%
إيران	100%	قطر	27.7%
السعودية	68.0%	جيبوتي	25.0%
بروناي	61.9%	الإمارات العربية المتحدة	19.0%
باكستان	16.0%	بنغلاديش	21.9%
عمان	14.2%	الأردن	17.9%
الكويت	42.0%	فلسطين	16.5%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقرير مجلس الخدمات المالية الإسلامية، 2021، ص7.

يتضح من بيانات الجدول أنّ كلاً من السودان وإيران تحتلان المرتبة الأولى بحصة سوقية كاملة للعمل المصرفي الإسلامي، تليهما في المرتبة الثانية المملكة العربية السعودية بتحقيقها 68.0% من حصة السوق متبوعة بمملكة بروناي التي يُغطي العمل المصرفي الإسلامي فيها 61.9% من إجمالي السوق المصرفي.

المبحث الثالث: الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المالي

لقد برزت الحاجة إلى البنوك الإسلامية كضرورة ملحة نظراً لأهمية قطاع المصارف وما يقوم به، إذ أن البنوك التجارية تفرّدت بالتعاملات في الأسواق المالية، وظهر تأثيرها على إقتصاديات الدول، الأمر الذي أدى بدوره إلى إزدياد الحاجة لوجود بنوك إسلامية تستقي أعمالها من مبادئ الشريعة الإسلامية، وتُمارس نشاطها في الأسواق المالية جنباً إلى جنب مع البنوك التقليدية بل وتتفلسفها في تقديم خدماتها المتميزة خصوصاً الصكوك الإستثمارية والصناديق الإستثمارية. وقد شهدت صناعة الصيرفة الإسلامية العالمية في عام 2020 نمواً في الأصول بنسبة 4.3% سنوياً، متباطئاً من الزخم المكتسب في العام السابق [2019]:

¹ فلاق علي، سالمي رشيد، النوافذ الإسلامية والفروع الإسلامية في البنوك التقليدية - مع الإشارة إلى بعض التجارب العربية والغربية - . مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 04، العدد 02، الجزائر، 2018، ص168.

12.4%]، حيث بلغ إجمالي الأصول في الربع الثالث من عام 2020 حوالي 1.84 تريليون دولار أمريكي مقابل 1.77 تريليون دولار أمريكي في الربع الثالث من عام 2019¹.

كما قامت الهندسة المالية الإسلامية بمساهمة كبيرة في تنشيط السوق المالية الإسلامية، من خلال إمدادها بأدوات وأوراق مالية، وطرق وعمليات تمويلية، سواء القديمة منها والمعدلة، أو الجديدة المبتكرة التي تجمع بين الكفاءة المهنية والمصادقية الشرعية.

المطلب الأول: الأدوات المالية التقليدية في الاقتصاد الإسلامي

لقد قام علماء الاقتصاد الإسلامي بتحليل الأدوات المالية التقليدية وعرضها على المبادئ الشرعية التي يستند إليها وذلك من أجل الحكم في صحة التعامل بها من عدمه، وفي حالة عدم جوازها قاموا باقتراح بدائل شرعية تقوم مقامها في التداول وترفع الحرج عن المستثمرين.

الفرع الأول: الأسهم في الاقتصاد الإسلامي

السهم هو الحصّة أو النصيب الذي يشترك به المساهم في شركة من شركات الأموال، حيث يُقسّم رأس مال الشركة إلى أجزاء متساوية القيمة، ويثبت هذا الأخير حقّ المساهم في الشركة وخصوصاً في الحصول على الأرباح واختيار مجلس إدارة الشركة، وهو غير قابل للتجزئة وقابل للتداول بالطرق التجارية²، ويُعتبر السهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في شركات المساهمة، إذ تُطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محددة يُعلن عنها مع الإصدار³.

عادة ما يميّز المستثمرون في سوق الأوراق المالية الإسلامية عند مفاضلتهم بين الشركات على معرفة مدى كونها متوافقة مع الشريعة أو غير متوافقة، وأنّ هناك عدة مصطلحات تصنّف الشركات إلى نقيّة ومختلطة ومحرمة، حيث لا يُمكن تصوّر أن جميع الشركات على درجة واحدة من الجودة الشرعية، ويتخيّر المستثمرون في سوق الأسهم الإسلامية الشركات الأكثر نقاوة أي الأعلى تصنيفاً من الجانب الشرعي والمالي معاً، ويتجنبون الأسهم الأقل نقاوة في الشركات الأدنى تصنيفاً، وقد برزت الحاجة إلى التصنيف الشرعي للأسهم على غرار التصنيفات الائتمانية التي تقوم بها وكالات التصنيف العالمية مثل: موديز وستاندرد آند بورز وفيتش... وأن تصنيفنا الشرعي في الأسواق الإسلامية يختلف عن التصنيف الائتماني

¹ Islamic financial services board, **Islamic financial services industry stability report**. Ibid, p6.

² شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية. أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة سطيف 01، الجزائر، 2013-2014، ص141.

³ يوسف بن عبد الله صالح الشبيلي، أبحاث في قضايا مالية معاصرة. الجزء 02، الطبعة 01، المملكة العربية السعودية، 2020، ص15.

الذي يركز على مدى ملاءمة الشركات وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها وأنَّ التصنيف الشرعي مُكَمَّل لهذا الأخير¹.

لقد إتفق العلماء المُعاصرون على جواز المساهمة في الشركات التي أصل نشاطها مباح كأن تكون شركة زراعية أو صناعية أو تجارية وتعاملاتها أيضا وفق الضوابط الشرعية (وهي الشركات النقية)، وحرمة التعامل على أسهم الشركات التي أصل نشاطها محرم كبيع الخمر وغيره (الشركات المحرمة)، لكنهم اختلفوا في الإستثمار في أسهم الشركات المُختلطة وهي الشركات التي أصل نشاطها مباح ولكنها قد تتعامل ببعض المُعاملات المالية المحرمة كالإقتراض من المصارف أو إيداع الفائض النقدي لديها عند المصارف بفائدة²، يقتضي التكييف الفقهي للأسهم إعتبار شركة المساهمة بشخصيتها الإعتبارية مُستقلة في ذمتها المالية عن المُساهمين، والسهم لا يُمثل حصّة مباشرة في موجودات الشركة بل في شخصيتها الإعتبارية، وهذا أضعف من الملكية المباشرة. فالأسهم بهذا التكييف صُوك مالية قابلة للتداول إحتلظ فيها الحلال الغالب (وهو النّشاط المباح للشركة) بتعاملٍ محرّم لا يُعدُّ نشاطا أساسيا) وهو الإقتراض من البنوك أو الإيداع لديها بفائدة)، وعملاً بالأصول الشرعية في إختلاط الحلال الأكثر بالحرام الأقلّ وغير المقصود فيمكن للمُساهم أن يحسب الإيرادات النَّاتجة عن التعامل المُحرّم ويتخلّص منها، ويبقى ما عدا ذلك على أصل الإباحة³، ويُشترط في عملية إصدار وتملُّك الأسهم ضوابط شرعية ينبغي الإلتزام والتقيّد بها وهي⁴:

- يجوز إصدارُ الأسهم إذا كانت الشركة أُسِّت لأغراض مباحة شرعا ونشاطها مشروع ويحقّق مصلحة المجتمع؛
- أن تكونَ الأسهم صادرة عن شركة معروفة لدى الناس، بحيث تتضح سلامة تعاملها ونزاهة نشاطها؛
- ألا يترتب على التعامل بالأسهم أيُّ محظور شرعي كالربا والغرر والجهالة وأكل أموال الناس بالباطل، ومنه لا يجوز قبُول الأسهم الممتازة التي تمنح حاملها الحقّ في الحصول على ربح ثابت سواء ربحت الشركة أو خسرت، كما لا يجوز قبول أسهم التمتع التي تمنح حاملها حق الحصول على الأرباح دون أن يكون شريكا في المال أو العمل؛
- تعدُّ شهادة السهم وثيقة تثبت ملكية المُساهم لحصّة شائعة في الشركة، ويجوز أن تكون هذه الوثيقة بإسم مالِكها أو لأمره، أو لحاملها؛
- يجوزُ إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أُصدرت بالقيمة العادلة للأسهم القديمة، سواء كان ذلك حسب تقويم الخبراء لموجودات الشركة أو حسب القيمة السوقية وبعلاوة إصدار أم بدونها؛

¹ عبد الحليم عمار غربي، منهجية متدرجة للتصنيف الشرعي للأسهم. محاضرات في الاقتصاد والتمويل الإسلامي، مجلد 11، مركز النشر العلمي بمعهد الاقتصاد الإسلامي، السعودية، 2018، ص23.

² يوسف بن عبد الله صالح الشيبلي، أبحاث في قضايا مالية معاصرة. الجزء 02، مرجع سابق، ص33.

³ يوسف بن عبد الله صالح الشيبلي، أبحاث في قضايا مالية معاصرة. الجزء 02، مرجع سابق، ص33-36.

⁴ شافية كتاف، مرجع سابق، ص169-171.

- يجوز إضافة رَسْم الإصدار إلى قيمة السَّهم عند الإصدار بغرض تغطية تكاليف إجراءات الإصدار ما دامت مقدرة تقديراً مناسباً؛
- يجوز قيام جهة ما بضمان الإصدار إذا كان تعهد الملتزم بالإكتتاب بالقيمة الاسمية بدون مقابل لقاء التعهد، ويجوز أن يحصل على مقابل عن عمل يؤديه غير الضمان كإعداد الدراسات أو تسويق الأسهم؛
- يجوز أن تقوم الشركة بتقسيط قيمة السَّهم للمكتتبين، فيقوم المكتتب بأداء قسط من قيمة السَّهم المكتتب فيه وتأجيل سداد بقية الأقساط، شرط أن يشمل التقسيط جميع الأسهم؛
- ينبغي أن تتوفر في الأسهم الصادرة عن شركة ما قواعد المشاركة في الأعباء وتحمل المخاطر، ولذلك ينبغي أن يكون مقدار الربح لكل واحد من الشركاء مذكوراً عند التعاقد وإلا فسد العقد؛
- يجب على المساهم أن يتخلص من الإيرادات المحرمة مهما كانت نسبتها، وذلك بصرفها في أوجه البر ولا يستفيد منها بأي حال¹.

الفرع الثاني: التعامل بالمشتقات المالية في الاقتصاد الإسلامي

عقود المشتقات هي المشتقات في الأصول المالية، وهي عبارة عن أدوات وعقود مالية تشتق قيمتها من قيمة معينة، قد تكون أصلاً (أسهم، سندات، رهون عقارية...) أو مؤشراً (معدل فائدة، سعر صرف...) أو مشتقات ديون، وتستخدم لغرض إدارة المخاطر، التحوط أو المضاربة.

أولاً: التعامل بالعقود الآجلة وبدائلها

العقود الآجلة هي أبسط المشتقات المالية وهي عبارة عن تعاقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مُشتري، بغرض تسليم أصل معين في تاريخ لاحق مُستقبلاً يُسمى يوم التصفية، وبسعر مُحدد هو سعر التنفيذ، حيث يتم تسليم الأصل موضوع العقد ودفع ثمنه في هذا التاريخ المستقبلي².

لقد أصدر مجمع الفقه الإسلامي التابع لرابطة العالم الإسلامي قراره بشأن العقود الآجلة في دورته السابعة المنعقدة بمكة المكرمة سنة 1404هـ، كما يلي: (إن العقود الآجلة بأنواعها التي تجري على المكشوف، أي على الأسهم والسلع التي ليست في ملك البائع، بالكيفية التي تجري في الأسواق المالية غير جائزة شرعاً، لأنها تشتمل على بيع الشخص ما لا يملك، اعتماداً على أنه سيشتريه فيما بعد ويسلمه في الموعد المُحدد، وهذا منهي عنه شرعاً...) وتبرير ذلك مايلي³:

- تنطوي هذه العقود على بيع الإنسان ما ليس عنده، حيث تتم على المكشوف؛

¹ يوسف بن عبد الله صالح الشبيلي، أبحاث في قضايا مالية معاصرة. الجزء 02، مرجع سابق، ص 37.

² منى خالد فرحات، توريق الدين التقليدي والإسلامي: دراسة مقارنة. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد 01، 2013، ص 227.

³ شافية كتاف، مرجع سابق، ص 368، 369.

- تقوم العقود الآجلة على تأجيل تسليم الأصل المبيع وكذا الثمن، أي تأجيل الثمن والمُثَمَّن، وهو من باب بيع الكالئ بالكالئ وهذا حرام؛
- غالباً يكون البيع غير مقصود وإنما تنتهي المعاملة بالمُحاسبة على فروق الأسعار دون تسليم أو تسلُّم للأصل بين البائع والمُشتري، وهو مبنيٌّ على معنى القمار سواءً كان مشروطاً في العقد أم لا¹.
- بناءً على المبررات السابقة أُفترحت عدَّة عقود كبديل للعقود الآجلة أهمُّها بيع السَّلم والبيع الآجل.
 - أ. **عقد بيع السَّلم:** بيع السَّلم هو بيع شيءٍ موصوفٍ في الذمَّة، معلوم القدر، يتأخَّر تسليمه إلى أجلٍ معلوم بثمن حالٍ يُدفع عند التعاقد، أي أنه عقد يُوجب الملكية للثمن عاجلاً وللمُثمن آجلاً، ويُشترط لصحة عقد السَّلم ما يلي²:
 - أن يكون الثمن معروفاً لطرفي العقد، وأن يكون حالاً ويُسَلَّم في مجلس العقد، ولا يجوز أن يكون ديناً في ذمَّة البائع أو غيره؛
 - أن تكون السلعة محلَّ البيع مُحدَّدة الصفات، فالسَّلم هو بيع موصوفٍ في الذمَّة ولا يُعرف إلا بوصفه، فإن تعدَّر وصفه أصبح مجهولاً وبيع المجهول لا يصحُّ؛
 - أن يكون المبيع معلوم القدر، بأن يُذكر مقداره إمَّا بالكيل أو الوزن، وأن يكون معروف الصفات من حيث الجودة، الحجم والنوع؛
 - أن تأجيل تسليم المبيع أي أن يكون ديناً في الذمَّة وأن يكون مقدوراً على تسليمه عند حلول الأجل؛
 - أن يكون الأجل معلوماً على وجه الدقَّة وكذلك مكان تسليم المبيع.
 - وعليه فإنَّه وتطبيقاً لما سلف ذكره حتَّى تكون العقود الآجلة صحيحة ومقبولة من الناحية الشرعية، لا بُدَّ من توفر الشروط التالية:
 - تسليم الثمن حالاً في مجلس العقد؛
 - يقوم البائع بتوفير السلعة المُتفق عليها عند حلول أجل التسليم؛
 - أن يكون هدف المُشتري هو الحصول فعلاً على السلعة موضوع العقد، وأن يتجنَّب بيع سلعٍ لم يمتلكها بعد.
 - ب. **البيع الآجل:** وهو العقد العكسي لبيع السَّلم، وفيه يتمُّ بيع سلعة بثمن مُؤجل يزيد عن ثمنها نقداً، حيث تنتقل السلعة إلى المُشتري فور التسليم، ويصبح البائع دائناً للمُشتري بثمن المبيع. أي أنه

¹ سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية. دار النشر للجامعات، مصر، 2004، ص 519.

² محمد عبد الحليم عمر، الإطار الشرعي الاقتصادي والمحاسبي لبيع السلم في ضوء التطبيق المعاصر. المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المملكة العربية السعودية، 1998، ص 19.

البيع الذي يُوجَل فيه إستحقاق ثمن السلعة المُراد بيعها، بعد أجل معيّن سواءً كان ذلك دُفعة واحدة أو على أقساط، ويُشترط لصحة هذا العقد ما يلي من الشروط:

- أن يكون الثمن مُوجلاً ومعلوماً؛
- أن يسلم المبيع حالاً للمُشتري؛
- ينبغي أن يكونَ الأجل معلوماً للطرفين.

من ثمّ، فبدل أن تكون كلُّ من السلعة والثمن مُوجَلين مع جهالة الثمن المُوجَل المُستحقّ الذي يلتزم المُشتري بدفعه في موعدِ التصفيّة مهما كان هذا الثمن، كما هو الحال في العقود الآجلة، يُمكن وفق البيع الآجل أن يتمّ تسليم السلعة المُراد بيعها، مع ضرورة معرفة وتحديد ثمنها وتأجيل سداده في وقت لاحق مستقبلاً يتفق عليه الطرفان¹.

ثانياً: العقود المستقبلية وبدائلها

لا يجوز إبرام عقود المستقبلات سواءً كان موضوعها سلعةً أو أسهماً أو سندات أو عملات أو مؤشرات وذلك لأنطوائها على الأمور التالية²:

- اشتراط تأجيل تسليم المبيع وهو الأسهم؛
 - يتمّ تأجيل البدلين الثمن والمُثمن وهذا لا يجوز شرعاً لأنه بيعٌ للدين بالدين؛
 - الأسهم التي أبرم عليها العقد المستقبلي لا تكون غالباً في حوزة بائعها، فهو بيعٌ للإنسان ما لا يملك؛
 - تنتهي أغلب العقود المستقبلية بالتسوية النقدية بين المتعاقدين وهذا قمار محرّم؛
 - غالباً لا يكون قبضُ موضوع العقد (السلع) هو المقصد الحقيقي للمتعاقدين؛
 - تتضمن عقود المستقبلات ربا النسبية عند التعاقد على العملات، الذهب والفضة وهو محرّم شرعاً.
- لعلاج هذه الاختلالات تمّ إقتراح عقد الإستصناع كبديل شرعيّ للعقد المستقبلي، فيمكن إصدار صكوك الإستصناع من قبل المؤسسات الإسلامية، ويتمّ شراء هذه الصكوك من قبل جمهور المُستثمرين.

ثالثاً: عقود الخيارات وبدائلها

- لا يجوز إبرام عقود الخيارات المالية وذلك لما تتضمنه من شبهات أشهرها³:
- بيع الإنسان ما لا يملكه؛
 - فيها شبهة الربا لأنه يتمّ معاوضة مال بمال مع زيادة؛
 - أغلب عقود الخيار صوريّة ولا يتمّ تنفيذها ولا يترتب عليها لا تملك ولا تملك، فهي من أعمال المقامرة؛

¹ شافية كتاف، مرجع سابق، ص372.

² المرجع نفسه، ص448.

³ شافية كتاف، مرجع سابق، ص448.

- تتعارض عقود الخيارات مع قاعدة العدل بين المتعاقدين، ويكتنفها غررٌ كبير.

لغرض الاستفادة من مزايا عقود الخيارات تمّ إقتراح تطوير عقود خيار الشراء على أساس بيع العُربون مع تعديلها وضبطها بالضوابط الشرعية، وتطوير عقود خيار البيع على أساس البيع مع خيار الشراء بحيث تتحقّق فيه أحكامه وضوابطه الشرعية.

رابعاً: التصكيك التقليدي وبدائله

إنّ التوريق بشكل عام يعني تقسيم الأصول سواءً كانت عينية أو نقدية أو ديون إلى وحدات أو حصصٍ متساوية القيمة، وتوثيقها بأوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية، بما يُسهّل على حملة هذه الأوراق تسيلها بتحويلها إلى أوراق أو نقود من خلال بيعها في السوق المالي، أي أنّه يقوم على تحويل الديون من المقرض الأساسي إلى مقرضين آخرين عن طريق شركات ذات أغراض خاصّة¹.

في الواقع؛ يتمّ التوريق عن طريق بيع الأصول المالية التي تملكها البنوك (قروض أو ديون) إلى شركةٍ توريق خاصّة لتقوم هذه الأخيرة بتحويلها من أصول منخفضة السيولة إلى أصول مالية جديدة ذات سيولة مرتفعة وقابلة للتداول في الأسواق المالية بضمان هذه الأصول (عبارة عن سندات)، مع الإلتزام بسداد أصل الدين والفوائد في تاريخ الإستحقاق.

نلاحظ أنه من خلال عملية التوريق يتم تحويل القروض المصرفية إلى أوراق مالية قابلة للتداول، أي تحويلها من أصول غير سائلة إلى أصول سائلة.

إنّ عملية التوريق كما سلف ذكرها لا تجوز شرعاً، لأنّ الأصول التي يجري توريقها هي الديون، حيث أن²:

- هذه الديون قائمة على القرض بزيادة وهو ربا محرّم شرعاً؛
- يتمّ توريق الديون من خلال بيعها، وبيع الدين بالدين غير جائز شرعاً؛
- أثناء عملية التوريق يتمّ بيع الدين بأقل من قيمته الاسمية أي بالحسم، وهذا الحسم لا يجوز شرعاً لأنه ربا؛
- إذا جاز بيع الدين لغير من هو عليه، فيُشترط إضافة بيعه بدون حسم من قيمته الاسمية وأن يكون حالاً، والديون التي يجري توريقها مؤجلة³.

لكن، وبما أنّ المنافع التي تجرّها عملية التوريق كبيرة على الحياة الاقتصادية ككلّ، فقد اجتهد العلماء المسلمون على نقل العملية من المحظور إلى الإباحة عن طريق تفادي النواهي الشرعية ويكون ذلك بأن

¹ منى خالد فرحات، مرجع سابق، ص 225.

² منى خالد فرحات، مرجع سابق، ص 231، 232.

³ شافية كتاف، مرجع سابق، ص 402.

يُجعل محلَّ البيع أصلاً يجوز بيعه وليس ديناً، وأن يكون الأصل مُدراً لتدفقات نقدية، فبرَزَ ما يُسمى بنظام التصكيك الإسلامي أو الصُكوك الإسلامية التي سنتطرق إليها بالتفصيل في المطلب الموالي.

المطلب الثاني: الصكوك الاستثمارية

لقد أدت التطورات السريعة والمُتلاحقة في مجال تقديم الخدمات المصرفية إلى توسيع وتحديث المنتجات الماليّة المصرفية ممّا أثر على نمو وتطور الأدوات المالية القابلة للتداول ومنها الصُكوك التي برزت كأداة لتوفير السيولة فتطورت الأعمال الاستثمارية وتوسّع نطاقها.

الفرع الأول: ماهية الصكوك الإسلامية

ساهم التمويل الإسلامي من خلال أدواته التقليدية والمُستحدثة بإيجاد منافذ لتوظيف الأموال ومصادر للتمويل تجمع بين الإقتصاد الحقيقي والإقتصاد النقدي، وتسمح بانتقال الثروة بين المُتعاملين الإقتصاديّين.

أولاً: مفهوم الصكوك الإسلامية وخصائصه

تُعرّف هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية في معيارها الشرعي 17، الصُكوك على أنّها شهادات لها قيمة متساوية وتُمثّل حصصاً غير مقسّمة من ملكية الأصول الملموسة أو المنافع والخدمات أو ملكية مشروع معين أو نشاط استثماري مُحدّد¹.

لذلك، فإنّ الصكوك هي مُنتجات مالية مدعومة بأصول ملموسة أو حقّ الإنتفاع بها، ذات تاريخ استحقاق ثابت، والتي تُؤدّد تدفقات مالية تسمح بمكافأة حاملي هذه الأوراق الماليّة. يُعدّ إصدار هذه الشهادات بمثابة مُعاملة توريق فعلياً حيث تمثّل كل ورقة مالية حصّة غير مقسمة من ملكية الأصول الأساسيّة التي تُؤدّد التدفقات المالية. لذلك فإنّ المُستثمر الذي يحتفظ بالورقة الماليّة يرتبط نظرياً بالمخاطر الكامنة في هذه الأصول؛ وفي المقابل يتلقّى حصّة من الأرباح المرتبطة بالعائد على الأصل الأساسي².

ثانياً: نشأة وتطور الصكوك الإسلامية

تعود نشأة الصكوك الإسلامية إلى عام 1983م، عندما لاحظ مسؤولو البنك المركزي الماليزي إغراض بنك إسلام ماليزيا عن تمكك السندات الحكومية أو سندات الخزنة لمُخالفتها للشرعية الإسلامية، فلجأ البنك المركزي لإصدار شهادات استثمار لا تتطوي على ربا، ثم أصدر مُجمّع الفقه الإسلامي قراره بشأن سندات المُقارضة وسندات الاستثمار ففتح الباب أمام هذه الصيغ الناشئة³.

لقد مرّ تاريخ الصكوك بعدة مراحل وذلك كما يوضحه الجدول التالي:

¹ هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (17): صكوك الاستثمار. البحرين، 2017، ص467.

² Kaouther Jouaber-Snoussi, **La finance islamique**. La découverte, 2012, p95.

³ أحمد جابر علي بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق. مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية، القاهرة، مصر، الطبعة 01، 2014، ص5.

الجدول رقم (04): المحطات التاريخية التي مرّت بها الصكوك

السنة	الحدث
1986م	إصدار سندات مقارضة وسندات للتنمية والاستثمار
1988م	إصدار مجمع الفقه الإسلامي للصيغة المقبولة شرعا لصكوك المقارضة
1990م	قام المجمع في شهر مارس بإصدار فتوى تحريم السندات واقترح الصكوك أو السندات القائمة على أساس المضاربة بديلا لها.
2002م	أصدرت رابطة العالم الإسلامي فتوى بتحريم التعامل بالسندات وعدم جواز تصكيك الديون.
2003م	أصدرت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية معيارا شرعيا لصكوك الاستثمار حددت فيه أنواع الصكوك وخصائصها والأحكام والضوابط الشرعية التي تحكمها والمبادئ الأولية لإصدار وتداول جميع أنواع الصكوك.
2004م	قام مجمع الفقه الإسلامي بتوضيح الضوابط الشرعية التي تحكم صكوك الإجارة، كما أوصى بدراسة إصدار صكوك بملكية الأعيان المؤجرة إجارة منتهية بالتمليك، ودراسة حكم إصدار الصكوك وتداولها في إجارة الموصوف في الذمة.
2006م	أوصى المجمع بعقد ندوة متخصصة لإعداد لائحة بشأن سندات المقارضة إذا كانت الصكوك تمثل موجودات مختلطة بين أعيان ومنافع ونقود وديون.
2007م	صندوق النقد الدولي يؤكد على أن زيادة إصدار الصكوك قد تضاعفت بمقدار أربعة أضعاف، ويبين أن أبرز تحدي للصكوك هو تبديل السمات الهيكلية المعتادة في الأوراق المالية التقليدية.
2008م	صندوق النقد الدولي يؤكد على أهمية الصكوك الإسلامية السيادية الحكومية، وظهور الصكوك الإسلامية الخاصة بالإجارة.
2009م	قيام مجلس الخدمات المالية الإسلامية بوصف هياكل الصكوك والتعريف بها وتوضيح المخاطر المختلفة التي تتعرض لها مؤسسات الخدمات المالية بالنسبة للصكوك والمتطلبات التشغيلية المتعلقة بالتصكيك، كما تعرض لمعالجة مخاطر الصكوك ومعالجة تخفيف مخاطر الائتمان.
2009م	أجاز مجمع الفقه الإسلامي الدولي وقف الصكوك، مبينا الضوابط الشرعية لوقف الصكوك، ومستعرضا خصائصها وأحكامها.

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على: أحمد جابر علي بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق. مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية، مصر، 2014، ص6، 7.

الفرع الثاني: الفرق بين الصكوك والأدوات المالية الأخرى

الصكُّ هو منتج مالي إسلامي يَخْتَلِفُ عن الأدوات المالية الخاصة بالملكية مُمثلة في الأسهم كما يَخْتَلِفُ عن الأدوات الماليَّة الخاصة بالمدبونية المُتمثلة في السندات، كما سيأتي تفصيله.

أولاً: الفرق بين الصكِّ والسَّهم

يتميّز الصكُّ عن السَّهم في أن الأول يُمثّل حصة شائعة في شركة مُساهمة معينة، وتكون لحامله حقوق مباشرة في إدارة الشركة فيُصوّت لتعيين الإدارة وعزلها وإقرار الحسابات الختامية وتوزيع الأرباح، في حين أنّ الصكَّ يُمثّل حقوقاً في موجودات متنوّعة، قد تشكّل الأسهم بعضها، وقد تكون أعياناً تُستثمر مباشرة

بمعرفة مدير الصُّكوك، كما أنّ علاقة حامل الصك بمُدير الشركة تختلف عن علاقة حامل السَّهم بإدارة الشركة في كَوْن حامل الصك ليس له الحقُّ في تعيين إدارة الصكوك ولا عزلها¹.

الجدول الموالي يوضح باختصار الفروق الجوهرية بين الصك والسهم.

الجدول رقم (05): الفرق بين الصك والسهم

الصك	السهم
- لا يشارك مالك الصك في إدارة المشروع بشكل مباشر	- يشارك مالك السهم في إدارة الشركة وانتخاب مجلس الإدارة؛
ويكتفي بتوكيل المضارب الذي يلتزم بإدارة المشروع؛	- تصدر الأسهم وفق صيغة واحدة هي المشاركة فهي تمثل
- تصدر الصكوك وفق صيغ التمويل الإسلامية المختلفة	نوعاً من صكوك المشاركة وليست كل الصكوك؛
وتتعدد أنواعها؛	- تمثل السهم حصة مشاعة في رأس مال الشركة، فمالك
- الصكوك في الغالب تعتبر أداة تمويل خارج الميزانية،	السهم هو شريك في مال الشركة؛
وبالتالي فحامل الصك ممول للشركة المصدرة؛	
- ليس بالضرورة أن تكون الصكوك أداة مشاركة دائمة	- تعتبر الأسهم أداة مشاركة دائمة في الشركة، ومن ثمَّ ليس
في الشركة، ومن ثمَّ فلها تاريخ استحقاق؛	لها تاريخ استحقاق؛
- الصكوك بشكل عام ورقة مالية قليلة المخاطر.	- الأسهم ورقة مالية ذات مخاطر عالية.

- المصدر: - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، الوظائف الاقتصادية للصكوك: نظرة مقاصدية. حوار الأربعاء 2010/5/12، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010/2009، ص522-536.
- يوسف بن عبد الله الشيبلي، أبحاث في قضايا مالية معاصرة. الجزء 02، الطبعة 01، المملكة العربية السعودية، 2020، ص522، 523.
- معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد، الصكوك قضايا فقهية واقتصادية. الدورة الـ 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، ص6.

ثانياً: الفرق بين الصكِّ والسند

يُمثل كل من الصكِّ والسند حقاً على الشيوع في ملكية مَوجوداتٍ ما، غير أنّ هذه الموجودات هي ديونٌ نقدية برّبا في السندات، وهي أعيان قد تَخْتلط بشيء من الدُّيون والنقود في الصكوك، ويتميّز الصك عن السند في أنّ السند ينطوي على ضمانٍ بالقيمة الإسميّة وبالربح أمّا الصك فلا يَضمن لحامله المبلغ المُستثمر فيه ولا أيُّ عائدٍ يترتب عنه².

يمكن القول أنّ الصكوك هي المُقابل أو البديل الإسلامي لتمويلِ السندات للشركات والمُصدرين السَياديّين الذين يرغبون في الإمتثال لمبادئ الشريعة الإسلامية. فهذه مُنتجات مالية مدعومة بأصل ملموس وبتاريخ استحقاق ثابت، يَمنح الصك حقَّ ملكية على أصول المُصدر، ويتلقّى حامله جزءاً من الرِّبح المُرتبط

¹ عبد العظيم أبو زيد، نحو صكوك إسلامية حقيقية-حقيقة الصكوك وضوابطها وقضاياها الشرعية-. إسلامية المعرفة، العدد62، سوريا، 2010، ص112.

² عبد العظيم أبو زيد، مرجع سابق، ص113.

بالعائد على الأصل الأساسي ومن ثم، يتم استبدال الفائدة بأرباح مُخطط لها مُسبقاً مع عدم وجود مخاطرة تقريباً. يُشبه هذا الشكل من السندات الأوراق الماليّة المدعومة بالأصول، مع اختلاف أنّ الصكوك لا تدفع فائدة ولكن الدّخل مُرتبط بالأصول الأساسيّة¹، ويمكن إبراز أهمّ الفروق بين الصك والسند في الجدول التالي.

الجدول رقم (06): الفرق بين الصك والسند

الصك	السند
- يمثل الصك حصة مشاعة في موجودات المشروع وبذلك فإن حامل الصك تربطه علاقة مشاركة بمصدره؛	- يمثل السند ديناً في ذمة المدين وهو مصدر السند وعليه فإن حامل السند تربطه علاقة مداينة بمصدره؛
- تتمثل عائدات الصكوك في حصة شائعة من الأرباح المستقبلية للمشروع؛	- تتمثل عائدات السند في الفوائد المحددة المثبتة عليها؛
- يتأثر الصك بنتيجة نشاط المشروع، ويشارك حامله في الربح كما يتحمل نصيبه من الخسارة امتثالاً لقاعدة الغنم بالغرم؛	- لا يتأثر حامل السند بنتيجة نشاط المشروع، لأنه سند دين وحامله يأخذ أصل الدين مع الفائدة المقررة المنفق عليها؛
- ليس لحامل الصك الأولوية عند التصفية، بل تصرف نسبته مما تبقى من موجودات المشروع بعد تسديد الديون؛	- يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمته وفوائده المنفق عليها عند تصفية المشروع؛
- الصك ورقة مالية مباحة مُهيكلّة على عقود شرعية.	- السند ورقة مالية محرمة كونه يعتمد على الفائدة الربوية.

المصدر: - عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، الوظائف الاقتصادية للصكوك: نظرة مقاصدية. حوار الأربعاء 2010/5/12، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010/2009، ص522، 536.

- رابع خوني، ابتسام ساعد، الصكوك الإسلامية كبديل شرعي للتوريق التقليدي. مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 6، 2014، ص124، 125.

الفرع الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية وأهميتها

تُعتبر الصكوك هي وسيلة تمويلٍ لكنّها في المقام الأول وسيلة لتعبيئة المُدخرات، تسمح بتعويض الإستثمار عن طريق تجنّب استخدام الفائدة (الربا) ومن ثم، يمتلك المُستثمر حصّة من الملكية في أحد الأصول الأساسيّة وفي المُقابل يوفّر له هذا دخلاً. ووفقاً لهيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، هناك 14 طريقة على الأقلّ لهيكلّة الصكوك والأكثر استخداماً من الناحية العمليّة هي الأنواع التالية:

أولاً: صكوك الملكية أو الصكوك القائمة على الإستثمار

هي تلك الصكوك القائمة على الإستثمار وتقسّم إلى:

أ. **صكوك المضاربة (المقارضة):** وتُسمّى سندات المقارضة وهي أداة إستثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القرض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكيّة برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومُسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصاً شائعة في رأس مال

¹ Sukuk. Sur le web site: <http://fr.financialislam.com/les-sukuk.html> / le:10/01/2022.

- المضاربة وما يتحوّل إليه بنسبة ملكية كلّ منهم فيه¹، وكي تصبح مُتوافقة مع الشريعة الإسلامية يجب أن تتوفّر على الشروط التالية²:
- أن يكون الصكّ حصّة شائعة في المشروع مُمثلاً في أصول مالية تجري عليها أحكامُ المال في البيع والشراء والهبة؛
 - يجب أن تُمثّل حصّة فعلية في موجودات المشروع الذي أُصدرت لتمويله، ومُستمرة مدى إستمراره؛
 - العقد في صكوك المضاربة يسري وفق الشروط التي تحدّدتها نشرة الإصدار من المضارب، حيث يكون الإيجاب بالإكْتتاب والقَبُول بموافقة الجهة المُصدرة؛
 - تشتمل نشرة الإصدار على جميع المعلومات عن الصيغَة التي تُمثّلها كطبيعة رأس المال ونسب توزيع الخسائر والأرباح؛
 - يجب أن يكون الصكّ قابلاً للتحويل إلى نقد في نهاية المشروع، وقابلاً للتداول بعد فترة نهاية الإكْتتاب المُحددة؛
 - يتحمّل مسؤولية المشروع كلّ حسب مساهمته وحسب ما تقرّه شروط الصيغَة؛
 - يجب ألاّ يتضمّن الصكّ شرطاً يُنافي قواعد الشريعة الإسلامية لصيغَة المضاربة.
- ب. صكوك المشاركة:** هي بمثابة حصص في رأس مال الشركة قابلة للتداول وتقوم على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر، يتم إصدارها لتمويل عمليات الإستثمار متوسطة وطويلة الأجل، بهدف إنشاء مشروع أو تطوير مشروع قائم، أو تمويل نشاط على أساس عقد من عقود المشاركة، ليصبح هذا المشروع أو موجوداته ملكاً لحملة الصكوك كلّ بقدر حصته³، وتُدار هذه الصكوك على أساس عقد الشركة (أحد الشركاء أو غيرهم) أو المضاربة (أحد المضاربين أو غيرهم) أو على أساس الوكالة بالإستثمار (وكيل عن حملة الصكوك).

ثانياً: صكوك المديونية أو الصكوك القائمة على الأصول

هي أدوات يترتب عليها دفع إيرادات مالية ثابتة ودورية من طرف المصدر خلال المدّة المتفق عليها إضافةً إلى إسترجاع قيمة الصكّ في نهاية المدّة أو من خلال دفعات، تُساهم هذه الأدوات في الحماية من مخاطر التشغيل إذ لا ترتبط بإيرادات المشروع بينما تتعرّض لمخاطر ائتمانية كعدم السداد، لا يُمكن تداول هذه الأدوات في السوق المالي إذ يُعتبر من باب بيع الدّين (محرّم شرعاً)، وتتنوع هذه الصكوك بين:

¹ مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 30 بشأن سندات (صكوك) المقارضة وسندات (صكوك) الإستثمار. المؤتمر الرابع، جدة، المملكة العربية السعودية، 1988.

² عائشة بوبريمة، أمين عويسي، أهمية الصكوك الإسلامية في تعزيز إصدارات السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين - مجلة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، المجلد 34، العدد 01، الجزائر، 2020، ص 1516.

³ Faustin Djoufouet, *Le sukuk : les obligations islamiques*. Sur le website <https://financededemain.com/le-sukuk>, 15 mars 2021.

أ. **صكوك المرابحة:** أداة تمويل تستخدمها المصارف وشركات التمويل والاستثمار الإسلامية لتمويل شراء المواد الأولية والسلع المعمّرة، وهي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المرابحة مملوكة لحملة الصكوك، وتمتاز بأنها ذات مخاطر متدنية ومرونة عالية تناسب المُدخّرين والمستثمرين الراغبين في ذلك، ويُمثل الصك حصّة شائعة في ملكية هذه البضاعة بعد شرائها والعائد منها هو الفرق بين ثمن شراء بضاعة المرابحة وثنم بيعها للواعد بالشراء الذي هو مُصدر الصك¹؛

ب. **صكوك السّلم:** تهدفُ صكوك السّلم إلى توفير التمويل للمشاريع التي يتم فيها سداد المدفوعات قبل المُعاملة، وهي صكوك متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأسمال السّلم وتحويل ملكية السلعة لحملة الصكوك، تسمّح هذه الصيغة بشراء سلعة السّلم بثمنٍ حالٍ، موصوفة وصفا كافيا يُنافي العَرَر، مُوجلة التسليم إلى موعدٍ محدّد، تُستخدم في النشاط الزراعي والصناعي والإنتاجي، تُمثّل هذه الصكوك حصصاً شائعة في ملكية سلعة السّلم قبل قبضها والعائد منها هو الفرق بين ثمن السلعة وثنم بيعها²؛

ت. **صكوك الاستصناع:** يتم إصدارها لتحصيل قيمة تصنيع السلعة، لتحوّل ملكية المصنوع لحملة الصكوك، وذلك من خلال إبرام عقدٍ بين طرفين هما مُصدر الصكّ وحامله، أين يقوم المُصدر بتصنيع المُنتجات أو بناء المشاريع ويتكفّل حامل الصكّ بتسديد مبلغ العقد في التاريخ المُتفق عليه ليُمثّل بذلك الصك حصّة شائعة في ملكية العين المُصنّعة وعائد الصكّ هو الفرق بين تكلفة التصنيع وثنم بيع السلعة³؛

ث. **صكوك الإجارة:** يُمثّل صكّ الإجارة حصّة شائعة في ملكية الأعيان أو المنافع أو الخدمات المُوجّرة خلال فترة محدّدة، يتم التعامل به من خلال طرح الصكوك للاكتتاب وجمع قيمة الأصل المُراد تأجيره ليُعتبر حملة الصكوك مالكين لحصّة شائعة في ذلك الأصل ويستحقون أجراً أو قسطاً محدّداً مسبقاً طيلة فترة الإجارة⁴ التي تعكس المُدة التي يمكن فيها تداول الصكّ إذا كانت إجارة مؤقتة، وأما إذا كانت إجارة مُنتهية بالتمليك فيستحق حملة الصكوك إضافةً إلى الأجرة

¹ عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، الوظائف الاقتصادية للصكوك: نظرة مقاصدية. حوار الأربعاء 2010/5/12، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010/2009، ص544.

² هبة الله أحمد سليمان، أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي. مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، المجلد 23، العدد 02، المعهد العربي للتخطيط، 2021، ص50.

³ أحمد بلخير، صكوك الاستصناع وأهميتها ضمن البدائل التمويلية في الاقتصاد الجزائري. مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية- دراسات اقتصادية-، الجلفة، الجزائر، ص90.

⁴ يوسف بن عبد الله الشبيلي، أبحاث في قضايا مالية معاصرة. الجزء 02، مرجع سابق، ص99.

الدورية جزءًا من قيمة الصكِّ إلى غاية إهلاكه وانتقال ملكية الأصل إلى المُستأجر. ونميز فيها نوعين¹:

1. صكوك ملكية الأعيان المؤجَّرة: يُصدرها المالك أو الوسيط المالي الذي يُنوب عن مالك العين المؤجَّرة أو العين الموعود باستئجارها، بغرض بيعها أو إستيفاء ثمنها من حصيله الإكتتاب فيها، لتُصبح العين ملكًا لحامل الصكوك، وتنقسم إلى:

- **صكوك الإجارة الثابتة:** حيث يقوم المؤجَّر بإصدارها لشراء أصول ثابتة كالعقارات مثلًا ثمَّ تأجيرها للغير، فيكون ثمن الإيجار هو العائد الذي يتمُّ توزيعه على حاملي الصكوك ويكون المصدر وسيطًا بين المستأجرين وحملة الصكوك خلال فترة الإجارة؛
- **صكوك الإجارة المنتهية بالتمليك:** يتمُّ إصدارها وفق الآلية السابقة مع مُراعاة طبيعة الصيغة المُتبعة بحيث يتمُّ سداد قيمة الأصل مع كلِّ أجرة ليتمكَّن المُستأجرون من إمتلاك الأصل في نهاية فترة الإجارة؛

2. صكوك ملكية المنافع والخدمات المؤجَّرة: هي شهادات مالية مُتساوية القيمة تُمثل حصصًا مُشاعة في خدمة أو منفعة محدَّدة أو موصوفة في الذمة تُقدَّم من المُلتزم بها إلى حامل الصكِّ في مدة لاحقة ومُحددة، وتنقسم إلى²:

- **صكوك ملكية الأصول المؤجَّرة:** وهي تمثِّل حصصًا شائعة في ملكية أعيان موصوفة في الذمة، تكون مؤجَّرة أو موعودا باستئجارها، فحملة الصكوك هم المؤجَّرون لتلك الصكوك، وقد تكون الإجارة تشغيلية أو منتهية بالتمليك؛
- **منافع الأعيان الموجودة أو الموصوفة في الذمة:** يُصدرها مالك عين أو منفعة عين موجودة أو موصوفة في الذمة، بنفسه أو عن طريق وسيط مالي، بغرض إعادة إجارتها وإستيفاء ثمنها من حصيله الإكتتاب فيها، وتُصبح العين ملكًا لحملة الصكوك؛
- **صكوك ملكية الخدمات من طرف مُعين أو موصوف في الذمة:** يتمُّ إصدارها بغرض تقديم الخدمة من طرف مُعيَّن أو موصوف في الذمة، ليتمَّ إستيفاء الأجرة من حصيله الإكتتاب فيها وتُصبح منفعة العين ملكًا لحملة الصكوك؛
- **صكوك المزارعة:** هي صكوك يتمُّ إصدارها وإستخدام حصيله الإكتتاب فيها لتمويل مشروع على أساس المزارعة، ليصبح لحملة الصكوك حصَّة في المَحصول وفق ما يحدده العقد؛

¹ عائشة بوبريمة، أمين عويسي، مرجع سابق، ص1520.

² يوسف بن عبد الله الشبيلي، أبحاث في قضايا مالية معاصرة. الجزء 02، مرجع سابق، ص99.

• **صكوك المُساقاة:** صكوك يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في سقي الأشجار المثمرة والإنفاق عليها ورعايتها على أساس عقد المُساقاة، ويكون لحملة الصكوك نصيباً من الثمار وفق ما حدّد في العقد¹؛

• **صكوك المُغارسة:** صكوك يتم إصدارها لإستخدام حصيلتها في غرس الأشجار وما يترتّب عن ذلك من أعمالٍ ونفقات حسب المُحدّد في العقد المُبرم، ويكون لحملة الصكوك حصّة من الغرس²؛

• **الصكوك الهجينة:** هي صكوك يتم إنشاؤها من خلال الجمع بين صيغتين أو أكثر من صيغ التمويل الإسلامي مثل: الإستصناع والإجارة، الإجارة والمُرابحة³.

لقد حظيت الصكوك الإسلامية باختلاف أنواعها باهتمام كبير من جميع الأطراف نظراً للأدوار العديدة التي تلعبها ونفصلها فيما يلي⁴:

أولاً: بالنسبة للأفراد: تكمن أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للأفراد في⁵:

- زفعت الصكوك الحرج عن شريحة كبيرة من المُستثمرين؛
- ساعدت الأفراد على توفير مُدخراتهم الصغيرة وتأمينها؛
- تُعتبر قناة جيدة للمُستثمرين الراغبين في إستثمار فوائض أموالهم؛
- قابلية الصكوك للتداول وسهولة تسيلها جعلها أداة إستثمارية منخفضة المخاطر؛
- هي وسيلة للتوزيع العادل للثروة كونها تمكّن جميع المُستثمرين من الإنتفاع بالريح الحقيقي الناتج عن المشروع بنسبٍ عادلة.

ثانياً: بالنسبة للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية: تستفيد المؤسسات المالية الإسلامية من إصدارها للصكوك الإسلامية عن طريق⁶:

- رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها، بتحويل أصولها غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها؛
- توسيع حجم أعمال المؤسسات دون الحاجة لزيادة حقوق الملكية وتوسيع تدفق التمويل بشروط وأسعار أفضل وفترات سدادٍ أطول؛

¹ رايح خوني، ابتسام ساعد، الصكوك الإسلامية كبديل شرعي للتوريق التقليدي. مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 06، جوان 2014، ص123.

² عائشة بوبريمة، أمين عويسي، مرجع سابق، ص1521.

³ جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات. مخبر تقييم أسواق رؤوس الأموال الجزائرية وآفاق تطويرها في ظل العولمة، جامعة سطيف، الطبعة 01، الجزء 02، 2011، ص652.

⁴ شافية كتاف، مرجع سابق، ص221.

⁵ سلمان عبد الله معلا، مرجع سابق، ص29-31.

⁶ رايح خوني، ابتسام ساعد، مرجع سابق، ص120، 121.

- تقدّم أسلوباً جيّداً لإدارة السيولة، فتقوم المصارف بشراء الصكوك إذا كان لديها فائض سيولة، وتعمد إلى بيعها في السوق الثانوية عند حاجتها للسيولة؛
- تُعتبر الصكوك أداة أساسية في نشاط المصرف الإسلامي، يتمكّن من خلالها من تطوير هيكل الموارد والاستخدامات وتفعيل دورها الاستثماري والتمويلي، وتخفيف المخاطر والحدّ من مشكلة السيولة.

ثالثاً: بالنسبة للأسواق المالية: يدعم استخدام الصكوك الإسلامية الأسواق المالية من حيث¹:

- تنشيط السوق المالي عن طريق إثرائه بتشكيلة متنوّعة من الأدوات المالية الإسلامية تشمل صكوك الشركات وصكوك المصارف الإسلامية والصكوك الحكومية؛
- توسيع قاعدة المؤسسات التي تتعامل في الصكوك الإسلامية إصداراً وتداولاً في السوق المالي؛
- زيادة كفاءة السوق المالي نظراً لكمية ونوعية الصكوك الإسلامية فيه؛
- دعم البنية التحتية لقيام سوق مالية إسلامية نظراً لما توفّره من استقطابٍ لأموال المدخرين الباحثين عن استثمارات مشروعة خالية من المحظورات.

رابعاً: بالنسبة للاقتصاد ككل: تتجلى أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد فيما يلي²:

- تُعتبر الصكوك الإسلامية البديل الأفضل للسندات التقليدية، خصوصاً فيما يتعلق بتمويل المشاريع الكبرى التي يتعدّد على جهة واحدة تمويلها؛
- تُساهم في إنعاش الاقتصاد بعد الإستفادة من رؤوس الأموال التي تعرّف عن المشاركة في المشاريع بسبب شبهة الربا، ويحقق هدف المشاركة بين الدولة والمواطن في الإعمار والتقدم؛
- تُوفّر تمويلاً مستقراً حقيقياً للدولة من الموارد الفعلية المتواجدة في الدورة الاقتصادية ويقلل بذلك الآثار التضخمية؛
- تُعتبر الصكوك من الأدوات الفعّالة لمعالجة عجز الموازنة العامة، حيث يعتبرها البعض بديلاً شرعياً ناجحاً في تمويل عجز الموازنة العامة ويُغني عن الاقتراض الربوي.

الفرع الرابع: تطوّر صناعة الصكوك على المستوى العالمي

شهدت السنوات الأخيرة تطوّراً ملحوظاً للصكوك الإسلامية على المستوى العالمي وهذا ما يعكسه النُمُ الكبير والمتسارع في حجم إصدار الصكوك الإسلامية في مختلف دول العالم، حيث بلغ إجمالي الإصدار العالمي 174,641 مليون دولار أمريكي سنة 2020 منها 132,233 مليون دولار أمريكي تخصّ الإصدارات المحلية بزيادة قدرت بنسبة 19.86% عن سنة 2019 حيث كانت قيمة الإصدارات 145,702 مليون دولار أمريكي، وفيها حققت الإصدارات المحلية قيمة 107,226 مليون دولار أمريكي.

¹ هبة الله أحمد سليمان، مرجع سابق، ص 48.

² أحمد جابر علي بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق. مرجع سابق، ص 16.

الجدول رقم (07): تطوّر حجم إصدار الصكوك الإسلامية عالمياً خلال الفترة (2010-2020)

الوحدة: مليون دولار أمريكي

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
القيمة	53.125	93.173	137.599	135.557	107.3	67.818	87.784	116.717	123.15	145.702	174.641
الإصدارات المحلية	48.877	84.490	117.331	112.565	81.103	45.938	57.108	79.069	90.162	107.226	132.233
الإصدارات الدولية	4.248	8.684	20.269	22.992	26.730	21.880	31.210	37.648	32.988	38.476	42.408

Source: IIFM Sukuk Report, A Comprehensive study of the Global Sukuk Market. 10th edition, 2021, p 29, 33, 35.

يبين الجدول الآتي تطوّر حجم إصدار الصكوك الإسلامية على المستوى العالمي خلال الفترة من سنة 2001 إلى غاية 2020 في بعض الدول:

الجدول رقم (08): حجم إصدار الصكوك الإسلامية حسب الدول خلال الفترة (2001-2020)

الوحدة: مليون دولار أمريكي

الدولة	المبلغ	النسبة من الإصدار العام	الدولة	المبلغ	النسبة من الإصدار العام
بنغلاديش	790	0.055	البحرين	39.396	2.77
بروناي دار السلام	11.830	0.831	الأردن	483	0.03
الصين	97	0.01	الكويت	5.995	0.42
هونغ كونغ	3.196	0.22	عمان	7.322	0.51
إندونيسيا	124.958	8.78	قطر	35.967	2.53
اليابان	190	0.01	العربية السعودية	174.611	12.27
ماليزيا	799.945	56.22	الإمارات العربية	98.395	6.92
مالديف	24	0.002	اليمن	253	0.02
باكستان	22.792	117	المجموع	362.423	25.47
سنغافورة	1.498	0.11	مصر	286	0.02
سريلانكا	5	0.0004	غامبيا	430	0.03
المجموع	965.324	67.84	كوديفوار	460	0.03
فرنسا	1	0.0000	نيجيريا	1.249	0.09
ألمانيا	206	0.01	مالي	285	0.02
لوكسمبورغ	280	0.02	المغرب	105	0.01
كازاخستان	77	0.01	جنوب إفريقيا	500	0.04
تركيا	66.915	4.70	السنغال	445	0.03
المملكة المتحدة	1.769	0.12	السودان	20.545	1.44
الولايات المتحدة الأمريكية	1.367	0.10	الطوغو	245	0.02
المجموع	70.615	4.96	المجموع	24.550	1.71

Source: IIFM Sukuk Report, A Comprehensive study of the Global Sukuk Market. 10th edition, 2021, p81.

يظهر من خلال الجدول أعلاه أنّ ماليزيا تُعتبر من بين أهمّ الدول المُصدرة للصكوك الإسلامية على المُستويين المحلي والدولي، وهذا راجع لوجود قاعدة واسعة من المُستثمرين المحليين فيها، فضلاً عن الجهود التي تبذلها ماليزيا فيما يتعلّق بإصدار الصكوك الإسلامية لاسيّما منها ما يتعلّق بالإطار القانوني واعتمادها عليها في تمويل مُختلف المشاريع التنموية خاصّة منها مشاريع البنية التحتية على غرار مطار كوالالمبور، ومن جهةٍ أخرى فإنّ كلاً من دول الخليج العربي، تركيا والسودان أيضاً حقّقت إصدارات مُعتبرة للصكوك الإسلامية سواءً منها المحلية أو الدولية.

في عام 2019، تمّ إصدار صكوك بقيمة 162.1 مليار دولار أمريكي مقارنة بـ 124.8 دولار أمريكي في عام 2018، وهو ما يُمثّل نموّاً في السوق بنسبة 30% ومُتسّقاً مع النمو على مدار السنوات الخمس الماضية. وساهمت الإصدارات السيادية القوية من إندونيسيا وماليزيا والمملكة العربية السعودية في هذا النمو، في حين ظلّت إصدارات القطاع الخاص صامتة. وقد كان هذا لتغطية الاحتياجات المالية بسبب تراجع الناتج الاقتصادي الناتج عن جائحة كوفيد-19، استمرت إندونيسيا وماليزيا في الإصدار حتّى عام 2020. واقترنت بها البحرين وعمان ودبي، بينما أصدرت المملكة العربية السعودية صكوكاً بقيمة 18 مليار دولار أمريكي في النصف الأول من عام 2020.

لقد ابتكرت ماليزيا أول صكوك رقمية للبيع بالتجزئة يُمكن الإكتتاب فيها عبر القنوات الرقمية في شهر أوت 2019 والتي من المُتوقع أن تعمل الابتكارات مثل blockchain على أتمتة إصدار الصكوك إلى حدٍ كبير وتؤدي إلى زيادة الإصدارات مع التجزئة بدلاً من التركيز المؤسسي.

في تايبوان، تمّ إطلاق سوق صكوك فورموزا في عام 2019 بعد أن سمحت تايبوان للمُقترضين الأجانب بإصدار صكوكٍ بعملات غير الدولار التايواني الجديد، ممّا أدى إلى دخول بنك قطر الإسلامي إلى السوق، حيث أصدر صكوكاً بقيمة 800 مليون دولار أمريكي في يناير 2020 مُدرجة في بورصة تايبويه.

في حين دخلت شركة التطوير العقاري المصرية سوق الصكوك بمبلغ 127 مليون دولار أمريكي ممّا يشير إلى أول إصدار للشركات في البلاد¹.

مدعوماً بسلسلة من الإجراءات السياسية، أنهى قطاع الصكوك عام 2020 بإجمالي حجم أصول مُستحقة بقيمة 689.5 مليار دولار أمريكي [2019: 543.4 مليار دولار أمريكي]، وبذلك سجّل نموّاً بنسبة 26.9% على أساس سنوي².

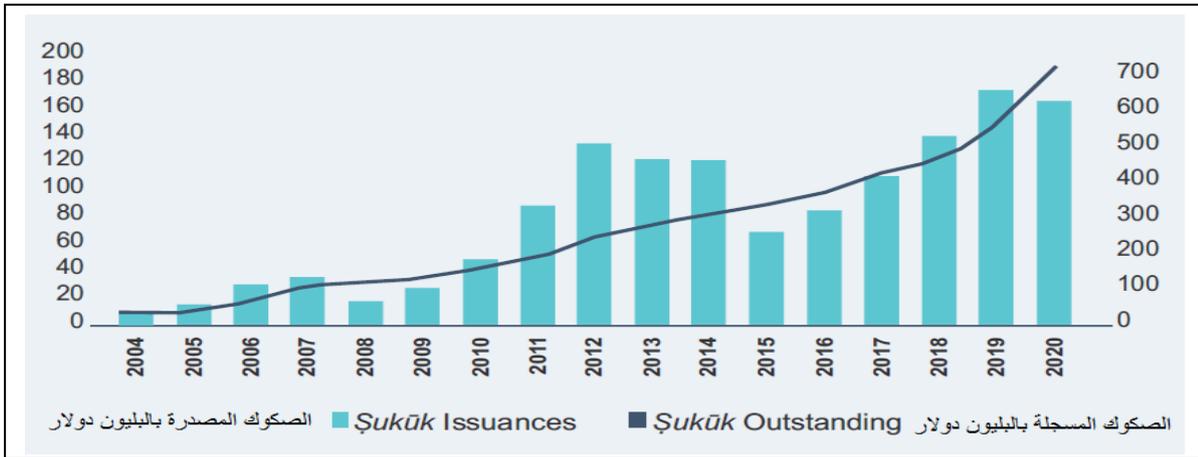
لقد أثبت سوق الصكوك أنه مرّن إلى حدٍ ما في عام 2020 على الرّغم من التأثير غير المسبوق والواسع النّطاق للوباء العالمي. واصلت الصكوك المُستحقة الدّفع إتجاه نموها لتصل إلى 703 مليار دولار أمريكي في عام 2020 وعلى الرّغم من الصدمة الأولية للوباء على الأسواق المالية في وقتٍ مبكر من العام،

¹ Islamic Finance Foundation, **Sukuk innovation continued in 2020 amid strong growth**. At the website: <https://www.sukuk.com/> 01/09/2022

² Islamic financial services board, **Islamic financial services industry stability report**. Ibid, P9.

تعاثت أسواق الصكوك بسرعة، حيث بلغ إجمالي الإصدارات 163.4 مليار دولار أمريكي. في حين أنّ هذا يُمثل انخفاضاً بنسبة 4% عن الإصدارات التي بلغت 171.1 مليار دولار أمريكي في العام السابق، إلا أنّ سوق الصكوك ظلّت قوية نسبياً، مع ارتفاع إجمالي الإصدارات السنوية مقارنة بالسنوات السابقة، وذلك ما يُظهره الشكل الموالي.

شكل رقم (10): تطور إصدار الصكوك العالمية حتى 2020



Source: Islamic financial services board, Islamic financial services industry stability report. 2021, p18.

يظهر الشكل أعلاه أن حجم الإصدارات في ارتفاع مستمر وقد حقق أعلى رقم له سنة 2019 بالموازاة مع النمو في حجم الصكوك المسجلة في البورصة والذي فاق 700 مليار دولار عام 2020.

المطلب الثالث: صناديق الاستثمار الإسلامية

تُعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية أحد أساليب الاستثمار الجماعي، التي تعمل على تجميع فوائض الأموال واستثمارها وفق أساليب وطرق مشروعة، عن طريق جهات متخصصة ومُحترفة بهدف تنميتها.

تتميّز صناديق الاستثمار الإسلامية عن غيرها من الصناديق التقليدية من حيث طبيعة العلاقة بينها وبين أصحاب الوحدات الاستثمارية، وكذلك من حيث طبيعة أدوات تجميع المُدخرات، ومن حيث صيغ توظيف الأموال، وكذا 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 مسؤولية القائمين على أمرها لتشمل المسؤولية أمام المجتمع والأمة الإسلامية والله عزّ وجلّ.

الفرع الأول: ماهية الصناديق الاستثمارية

تُعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية إحدى المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولّى تجميع أموال المُستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ويُعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص، لتوظيفها وفقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة، على أن يتمّ توزيع صافي العائد فيما بينهم حسب

الاتفاق، ويحكم كافة معاملاتها مبادئ الشريعة الإسلامية كما تخضع للقوانين والقرارات والتعليمات الحكومية واللوائح والنظم الداخلية¹.

كما تُعرف صناديق الإستثمار على أنها أوعية إستثمارية مستقلة في ذمتها المالية عن الجهات المنشئة لها، تتكوّن من مساهماتٍ في صورة أسهم أو وحداتٍ مُتساوية تمثّل ملكية أصحابها في الموجودات، مع إستحقاق الربح أو تحمّل الخسارة، وتُدار بالمضاربة أو الوكالة².

تُمثّل هذه الصناديق أحدَ أهمّ الوسائل لدخول البنوك التقليدية في سوق الخدمات المصرفية الإسلامية دون الحاجة إلى تغيير هيكلها الإداري أو نظام عملها وترخيصها، وهو ما تبنته العديد من البنوك التقليدية.

أولاً: نشأة الصناديق الإستثمارية

تُعتبر البداية الحقيقية للصناديق الإستثمارية بالمفهوم القائم حالياً في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924م، أين قام أساتذة من جامعة هارفرد الأمريكية بإنشاء أول صندوقٍ إستثماري في بوسطن بأصولٍ لم تتجاوز 392 ألف دولار أمريكي يملكها 200 مُساهم في ذلك الوقت، ثمّ ازدهرت الصناديق الإستثمارية ونمت بشكلٍ كبيرٍ عقبَ الحرب العالمية الثانية، حيث بلغ عددها 352 صندوق عام 1947م بأصول صافية بلغت 4 مليارات دولار.

لقد كانت الأسباب التي أدت إلى نمو صناديق الإستثمار التقليدية هي تراجع دور المصارف في سوق الإقراض، وانخفاض سعر الفائدة ممّا أدّى إلى تراجع الودائع، وإزدياد إهتمام المصارف بهذه الصناديق نتيجة عوائد الخدمات المُقدّمة لهذه الصناديق، إضافةً إلى زيادة الطلب على هذه الصناديق من قِبَل الأفراد³.

ثانياً: مفهوم الصناديق الإستثمارية

يختلف مفهوم الصندوق الإستثماري حسب الجهة المُصدرة له وحسب الهدف من إنشائه، فنُعرّف صناديق الإستثمار بأنها أوعية إستثمارية تقوم بجمع رؤوس أموال مجموعة من المُستثمرين وتديرها وفقاً لاستراتيجية وأهدافٍ إستثمارية مُحدّدة يضعها مدير الصندوق لتحقيق مزايا إستثمارية لا يُمكن للمُستثمر الفرد تحقيقها بشكلٍ منفردٍ في ظلّ محدودية موارده المُتاحة، ووفقاً لهذا التعريف يشتمل الصندوق الإستثماري على

¹ محمد براق، مصطفى قمان، أهمية الاستثمار المسؤول اجتماعياً والصناديق الإسلامية في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية للبلدان النامية. ملنقى بعنوان: نمو المؤسسات والاقتصاديات بين تحقيق الأداء المالي وتحديات الأداء البيئي، جامعة ورقلة، 23-22 نوفمبر 2011، ص 167.

² هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، معايير المحاسبة: المعيار رقم (16) الخاص بصناديق الاستثمار. البحرين، 2010.

³ محمد براق، مصطفى قمان، مرجع سابق، ص 166، 167.

مجموعة من الأوراق المالية تُختار وفقاً لأسس ومعايير محدّدة تحقق أهداف الصندوق الإستثمارية، علاوة على تحقيق فائدة التنوع للمستثمر بالصندوق التي تؤدي إلى خفض مستوى المخاطر الإجمالية للإستثمار¹.

كما تُعرّف صناديق الإستثمار بأنّها مؤسسات مالية تقوم بالإستثمار الجماعي للأوراق المالية، عن طريق تجميع المدّخرات من عدد كبير من المُستثمرين، بموجب صكوك أو وثائق إستثمارية موحّدة القيمة ثمّ تُعهد بها إلى جهةٍ أخرى تُسمّى مدير الإستثمار، لإدارة وإستثمار هذه المدّخرات في الأوراق المالية خدمةً لمصلحة المدّخرين والمُستثمرين معاً، ولتحقيق أعلى عائد من الرّبح بأقلّ مخاطرة وفق شروط مُتفق عليها².

يُعرف صندوق الإستثمار الإسلامي والذي هو شكلاً من أشكال برامج الإستثمار الجماعية الإسلامية بأنّه أيّ برنامج مالي يستوفي بشكلٍ أساسي جميع الشروط التالية³:

أ. أن يتمّ جمع أموال المُستثمرين في شكل مساهماتٍ في صندوق إستثماري- سواء كان الصندوق ذا كيان قانوني منفصل أو كيان قائم على ترتيب تعاقدية- وذلك بالاكْتتاب في وحداتٍ أو أسهم حصص الملكية وما يتفرّع عنها من حقّ في موجودات الصندوق غير المُجزأة- والتي يمكن أن تتألّف من موجودات مالية أو غير مالية وتؤدي إلى نشوء حقّ أو التزام في المشاركة في الأرباح أو تحمّل الخسائر الناتجة عن تلك الموجودات؛

ب. أن يتمّ تأسيس الصندوق وإدارته وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، وعادةً ما يكون برنامج الإستثمار الجماعي الإسلامي مُهيكلًا وفقاً لعقد المضاربة أو الوكالة بالإستثمار؛

ت. أن يكون البرنامج مُنفصلاً ومسؤولًا ماليًا إتجاه تلك المؤسسات- بأن تكون له موجودات ومطلوباته الخاصّة- سواء كانت المؤسسات التي تملك أو ترعى البرنامج تُديره أو لا تُديره، بما يضمن المحافظة على مصالح المُستثمرين في البرنامج؛

ث. تتمتع صناديق الإستثمار الإسلامية بشخصية معنوية مستقلة عن المُستثمرين مالكي الوحدات الإستثمارية وعن الجهة المُكلّفة بإدارتها ومن ثمّ فهي مؤسسة لها صفة قانونية وشكل تنظيمي وإطار مالي ومحاسبي مُستقل⁴.

ثالثاً: مزايا صناديق الإستثمار الإسلامية

من تعاريف الصندوق الإستثماري تبرز خصائصها حيث نجد أنّ الصناديق تتجنّب القيود التي تقع عادةً على إستثمارات الأفراد، فيتحقّق لها مزيدٌ من القدرة على التنوع، وإنخفاض في تكاليف بيع وشراء

¹ هيئة السوق المالي، صناديق الإستثمار. المملكة العربية السعودية، ص3.

² عصام خلف العنزي، صناديق الإستثمار الإسلامية والرقابة عليها: دراسة فقهية قانونية. أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، 2004، ص15.

³ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لضوابط برامج الإستثمار الجماعية الإسلامية. 2009، ص4.

⁴ حسين حسن شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الإستثمار الإسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2000، ص11.

الأسهم، وتتكوّن أرباح الصناديق الإستثمارية عادةً من الأرباح الرأسمالية، أي الأرباح الناتجة عن تحسّن أو تغيير أسعار الأوراق المالية المُستثمر بها إضافة إلى أرباح التوزيعات إن وجدت، للأوراق المالية، وقد يتعرّض الصندوق للخسارة وذلك في حالة انخفاض قيمة الأوراق المالية المُكوّنة لأصول الصندوق¹، ونلخص أهمّ مزايا صناديق الإستثمار الإسلامية عموماً فيما يلي:

- أ. القدرة على التنويع الكفء لمكونات الصندوق، وهي قدرة الشركة على تنويع التشكيلة التي يتكوّن منها صندوق الإستثمار الإسلامي بطريقة تُسهم في زيادة العائد وتخفيض المخاطر إلى أدنى حدّ مُمكن²؛
- ب. تنشيط حركة أسواق رأس المال وذلك عن طريق تشجيع المُستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بإبداع مُدخراتهم في شركات الإستثمار، وتحقيق مستوى أعلى من العائد³؛
- ت. توفير قدرٍ من المرونة للمُستثمرين في حرية تحويل إستثماراتهم من صندوق إلى آخر، وذلك مُقابل رسوم ضئيلة، وكذلك يُمكن لشركات الإستثمار أن تستردّ أسهمها إذا ما رغب المُستثمر في التخلّص منها كلياً أو جزئياً⁴؛
- ث. الاستفادة من خبرات الإدارة المُحترفة، لأنه من الصعب على الأفراد إتخاذ القرارات الإستثمارية ومُراقبة حركة الأسعار في السوق في ظلّ عدم وجود الخبرة والمعرفة والوقت الكافي لدى المُستثمرين لإدارة أدواتهم الإستثمارية، ومُتابعة مستوى مخاطرة المُحافظة بإستمرار، في حين أنّها مهمة سهلة على الخبراء المُحترفين بالصندوق ذوي الكفاءة المالية والفقهية⁵؛
- ج. الرقابة والشفافية، حيث تُعتبر صناديق الإستثمار من أكثر الخدمات الإستثمارية تنظيمًا وخضوعاً للتشريعات والقوانين واللوائح التي تحكم عملها لما تطلبه الجهات الإشرافية والرقابية عليها من إفصاح وتقديم تقارير دورية عن نشاط الصندوق وتقوم بتقييم الوحدات الإستثمارية بانتظام ممّا يساعد المُستثمر على معرفة عائد إستثماره وإتخاذ القرار الإستثماري المناسب⁶.

¹ هيئة السوق المالي، صناديق الإستثمار. مرجع سابق، ص3.

² عصام خلف العنزي، مرجع سابق، ص23.

³ محمد براق، مصطفى قمان، مرجع سابق، ص172.

⁴ غدير أحمد خليل، تطوير وابتكار صناديق استثمار متوافقة مع الشريعة الإسلامية. المؤتمر الدولي للأول للمالية والمصرفية الإسلامية، 6-7/8/2014م، الأردن، ص8.

⁵ منير إبراهيم هندي، صناديق الإستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين. منشأة المعارف، مصر، 1994، ص41.

⁶ عبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسة، صناديق الإستثمار - الضوابط الشرعية والأحكام النظامية - دراسة تطبيقية مقارنة. دار النفائس، الأردن، 2009، ص110.

رابعاً: أنواع صناديق الإستثمار الإسلامية

تُعدُّ صناديق الإستثمار من الأوعية الإستثمارية التي تُتيح فرصة المشاركة في الأسواق المالية العالمية أو المحليّة خصوصاً للأفراد الذين ليست لديهم القدرة على إدارة إستثماراتهم بصورة مباشرة ونمیز فيها عدة أنواع نوجزها فيما يلي:

أ. **صناديق الأسهم الإسلامية:** ظهرت صناديق الإستثمار الإسلامية بالأسهم إستجابة لرغبات ذوي الالتزام من المسلمين الذين يحرصون على المُباح من الدَّخْل، يقوم عمل الصندوق على مبادئ أساسية¹:

1. الإستثمار في أسهم الشركات التي يكون نشاطها مباحاً، لتتحقق أرباحاً من زيادة أسعار أسهم هذه الشركات، وعلى مدير الصندوق أن يحسب الدخل الناتج عن أعمال مُحَرَّمَة، ويستبعده من الدَّخْل الذي يحصل عليه المُستثمر في الصندوق، ومخاطر الإستثمار في هذه الصناديق عالية؛

2. أن يتقيّد بشروط صحة البيع ولا يُمارس المدير في الصندوق عمليات غير جائزة مثل البيع القصير للأسهم أو الخيارات الماليّة أو الأسهم الممتازة؛

ب. **صناديق السلع:** يُعتبر نشاط صناديق السلع الأساسي شراء السلع بالتَّقدُّم ثم بيعها بالأجل، تتَّجّه هذه الصناديق بصفة أساسيّة في أسواق السلع الدولية، ولصناديق الإستثمار في السلع الإسلامية ضوابط منها أنّها تقتصر على السلع المُباحة وتلك التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل مثل الألومنيوم والنحاس والبترو، ويُستثنى من السلع الذهب والفضة²، ويُمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل أو المرابحة أو السلم وكلُّ هذه الصيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع الدولية، ولصناديق السلع أنواع³:

1. **صناديق المرابحة:** تقوم صناديق المرابحة على التمويل بالأجل بطريق المرابحة وبخاصّة في أسواق السلع الدوليّة، فيقوم الصندوق بشراء كمية من سلعة الحديد مثلاً بالنقد، ثم بيعها إلى طرف ثالث بالأجل الذي يتراوح غالباً بين شهر وستة أشهر، ويستفيد من عمليات التمويل الشركات المُتعاملة في أسواق السلع لتمويل المخزون، ومصافي البترول لتمويل حصولها على الخام وشركات المواد الأوليّة كالسكر ونحوه؛

2. **صناديق السلم:** السلم بيع يُوجَّل فيه قبض المبيع ويُعجَّل فيه قبض الثمن، ويُمكن توليد الرِّبح من بيوع السلم في الصناديق الإستثمارية عن طريق الدخول في عقد سلم مَحَلُّه بضاعة موصوفة في الذمّة كالقمح أو الشعير أو الزيوت... إلخ؛

¹ محمد براق، مصطفى قمان، مرجع سابق، ص 170

² محمد مطر، إدارة الإستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية. مرجع سابق، ص 69.

³ محمد براق، مصطفى قمان، مرجع سابق، ص 171.

3. **صناديق التأجير:** يعتمد عمل صناديق التأجير على إمتلاك الصندوق للأصول المؤجّرة مثل المعدات والسيارات والطائرات وأحيانا العقار، وتؤدّد الدخل من الإيرادات الإيجارية، وتختلف الصناديق باختلاف عقود الإيجار لأصول الصندوق¹، فبعضها يقوم على عقد الإيجار المعتاد وهنا يتحمّل الصندوق مخاطرة ثمن الأصول عند انتهاء العقود، وربما كان على صفة الإيجار المنتهى بالتملك وفي هذه الحالة تُعطي الإيرادات قيمة الأصل كاملا.

عند تأسيس أيّ صندوق يُحدّد مدير الصندوق هيكل رأس مال الصندوق، أي المبالغ التي سيقوم الصندوق بجمعها واستثمارها وعلى هذا الأساس تنقسم صناديق الاستثمار عادة إلى نوعين هما²:

أ. **الصناديق ذات النهاية المفتوحة:** هي صناديق استثمارية مرنة من حيث رأس المال المُستثمر فقد يزيد أو ينخفض مُتأثراً بعدد الوحدات المُصدرة التي تمثل نسبة مساهمة المُستثمرين في الصندوق ويمكن استعادة المُستثمر لقيمة استثماره فيها متى ما أراد، وهذا النوع هو الأكثر شيوعاً في الأسواق المالية؛

ب. **الصناديق ذات النهاية المغلقة:** تتسم بثبات رأس المال المُستثمر، فعدد وحداتها ثابت ولا يتغيّر وطريقة الخروج من الصندوق لا تكون عن طريق استرداد الوحدات بل عن طريق بيع الوحدات لمُستثمر آخر، أو بإنهاء مدة الصندوق.

خامسا: أهمية الصناديق الاستثمارية

تَحظى الصناديق الاستثمارية بأهمية كبيرة نظراً للدور الذي تلعبه والفجوة التي تُغطيها في الحياة الإقتصادية عموماً وتُوجز هذه الأهمية في النقاط التالية³:

أ. تعدّ صناديق الاستثمار وسيلة فعالة لتطوير القطاع العام وتحويله إلى قطاع خاص عن طريق الاكتتاب وتوسيع قاعدة الملكية من خلال طرح جزء من أسهم الشركات والمصارف للاكتتاب العام؛

ب. حماية المُدخرات الوطنية ومنع تسربها للاستثمار في الخارج، بل وجذب رؤوس الأموال الأجنبية من خلال إيجاد قنوات استثمارية مأمونة وبعوائد مُجزية؛

ت. تُساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية عن طريق جذب المُستثمرين خاصة صغارهم، للاستثمار في الأوراق المالية بأسلوب عملي لا يحتاج لخبرة مالية واسعة؛

¹ هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية. المؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 8-9 ماي 2005، ص7.

² سلمان عبد الله معلا، التمويل والمؤسسات التمويلية: مفهوم وأهداف وسياسات. مرجع سابق، ص130، 131.

³ شافية كتاف، مرجع سابق، ص 304، 305.

- ث. تمثل الإكتتابات في وثائق الإستثمار التي تُصدرها صناديق الإستثمار قوة شرائية في سوق الأوراق المالية بتوفيرها السيولة اللازمة للشركات، مما يُساعد هذه الأخيرة لتمويل أنشطتها بدل الاقتراض من البنوك؛
- ج. تُساهم في تدعيم التقييم السليم للأوراق المالية، مما يؤدي لتحسين شروط البيع لصالح الإقتصاد الوطني؛
- ح. تتعامل صناديق الإستثمار في الأوراق المُتداولة في السوق الثانوية مما يساعد على تنشيط وكفاءة هذه السوق؛
- خ. تساعد صناديق الإستثمار على تحريك الأموال المُكتنزة والمُعطلة التي يُحجم مالكوها عن إستثمارها بسبب صغر حجمها أو قلة الخبرة أو ضيق الوقت، بما توفره هذه الصناديق من الثقة فيها وفي إدارتها المُحترفة وتدخلها في دورة الحياة الإقتصادية.

الفرع الثاني: هيئات الرقابة الشرعية على صناديق الإستثمار الإسلامية

إنَّ هناك ضرورة حتمية لخضوع مُعاملات وأعمال صناديق الإستثمار الإسلامية للرقابة الشرعية والمالية، حيث يجب على الإدارة العليا لبرنامج الإستثمار الجماعي الإسلامي التأكد من وضع نُظم وآليات مُناسبة وفعالة للمُتابعة السابقة واللاحقة للالتزام بأحكام الشريعة الإسلامية ومبادئها، ورقابة مالية تُوجب أن يكون على عمليات الصندوق رقابة فعالة مُتعددة المقاصد والجوانب للإطمئنان على المحافظة على الأموال وتمييزها وتحديد الحقوق بالعدل، ودليل ذلك من الكتاب قوله عزَّ وجلَّ: "وليكذب بينكم كاتب بالعدل" البقرة 282، ومنه فمفهوم الرقابة الشرعية على صناديق الإستثمار الإسلامية ومجالاتها كالتالي:

أولاً: مفهوم الرقابة الشرعية على صناديق الإستثمار الإسلامية

تُعرف الرقابة الشرعية على أنها وضع ضوابط مُستمدّة من الأدلة الشرعية، ثمّ مُتابعة تنفيذها، للتأكد من صحّة التنفيذ وهي تشملُ الإفتاء والتدقيق، وهيئة الرقابة الشرعية هي الجهاز الذي يضمُّ عدداً من الفقهاء المتخصّصين في المعاملات المالية يضع الضوابط الشرعية التي تكون مُلزِمة للمؤسسة ويتابع تنفيذها¹.

تُسمّى هيئات الرقابة الشرعيّة الهيئة الشرعية أو المُراقب الشرعي الخارجي كونها تُشرف على عمل الرقابة الشرعيّة الداخلية²، أو هيئة الفتوى لأنّ وظيفتها الأساسية هي إصدار الفتوى. وهم يبنون فتواهم على المصادر الأوليّة والثانوية للشريعة ويستخدمون تفسيراتهم الخاصة في بعض الحالات ومن أجل تحديد الإمتثال للشريعة، أو شرعيّة المُعاملات المالية، يجب على هيئة الرقابة الشرعية أن تتنظر في أكثر من مجرد

¹ يوسف بن عبد الله الشبيلي، أبحاث في قضايا مالية معاصرة. الجزء 01، مرجع سابق، ص 571.

² يوسف بن عبد الله الشبيلي، أبحاث في قضايا مالية معاصرة. الجزء 01، مرجع سابق، ص 572.

أساس تعاقدي، وتشمل مقاصد الشريعة، التقارير الماليّة، والوثائق القانونية. فإنّ الهدف من الشريعة هو تعزيز رفاهية البشرية جمعاء من خلال حماية عقيدتهم ودينهم، وأنفسهم، وعقليهم، وذريّتهم، وثروتهم¹.

ثانياً: مجالات الرقابة الشرعية على الصناديق الإستثمارية

تخضع كافة معاملات وعمليات الصناديق للرقابة الشرعية وتتمثل في الآتي²:

- أ. الرقابة الشرعية على عمليات إصدار الوحدات/الصكوك الإستثمارية والتأكد من استيفاء شروط عقد المضاربة من الناحية الشرعية، ويكون قبل الإصدار لمراجعة شروطه؛
- ب. التدقيق الشرعي على عمليات شراء الأوراق المالية وتكوين محفظتها والتأكد من أنها لا تتضمن أيّ أوراق محرّمة شرعاً، من عمليات الإستثمار في مشروعات إستثمارية مباشرة والتأكد من أنها تتمّ وفقاً لصيغ ومعايير الإستثمار الإسلامي؛
- ت. التدقيق الشرعي على عمليات التقويم الدوري لقيمة الوحدات الإستثمارية، والاطمئنان من التزام الأسس والمعايير الإسلامية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية؛
- ث. التدقيق الشرعي على عمليات إستبدال الوحدات الإستثمارية والاطمئنان على أنّها قد تمّت وفقاً للمعايير الشرعية الصادرة عن الهيئة؛
- ج. التدقيق الشرعي على عمليات تحديد وقياس أرباح/خسائر نشاط الصندوق والتأكد من أنّ التوزيع قد تمّ وفقاً لشروط عقود المضاربة والوكالة؛
- ح. التأكد من شرعية الإيرادات والتأكد من أنّها لا تتضمن أيّ كسب حرام أو خبيث، وإن وُجد فقد جُنّب في حساب مُستقل تمهيداً للتخلّص منه في وجوه الخير حسب الفتاوى الشرعية الصادرة في هذا الشأن؛
- خ. مراقبة شرعية النفقات، والتأكد من أنّها لا تتضمن بنود إسرافٍ أو تبذيرٍ أو ترفٍ أو بنوداً لا تخصّ نشاط الصندوق.

فيما يخصّ معايير تقويم أداء صناديق الإستثمار الإسلامية للاطمئنان من تحقيقها للخُطط المستهدفة، ومعرفة مدى التزامها بالمسؤوليات المُلقاة علي عاتقها، يتطلّب ذلك تحديد معايير ومؤشراتٍ تساعد في هذا المجال، على أن يُعطي التقويم المجالات التالية³:

- أ. التقويم الشرعي لنشاط الصندوق، وجود هيئة رقابة شرعية ومُراقب شرعي طوال العام، وأنّ ملاحظاته تُؤخّذ في الاعتبار لعلاج المخالفات، ومدى التعاون بينه وبين المُراقب الداخلي والمُراقب الخارجي؛

¹ Khaled Obaid Alotaibi, *The Halal-Based equity investments in Kuwait*. Ibid, p9.

² أحمد جابر علي بدران، دور المصارف الإسلامية في تنمية المعاملات التجارية الدولية دراسة حالة تطبيقية على (البنك الإسلامي للتنمية- دار المال الإسلامي). مرجع سابق، ص29.

³ محمد براق، مصطفى قمان، مرجع سابق، ص173.

- ب. تقويم فُدرة الصندوق على تجميع الأموال للاستثمار من منظور الإصدارات المالية المطروحة وحجم الطلب عليها، ومُعدّل الاسترداد؛
- ت. تقويم الأداء الاستثماري للصندوق وحُسن إدارة محفظة الأوراق المالية، وكذلك الاستثمارات المباشرة؛
- ث. تقويم العائد على محفظة الأوراق المالية والاستثمارية من منظور النُمو ومقارنته بتكلفة الفرصة البديلة؛
- ج. تقويم الكفاءة الفنيّة لإدارة الصندوق من منظور أداء العمل حسب الخُطط والسياسات والنُظم وانخفاض نسبة المشكلات الإدارية؛
- ح. تقويم دور الصندوق في تطبيق أحكام ومبادئ الإقتصاد الإسلامي والاستثمار الإسلامي ودوره الإعلامي في هذا المجال؛
- خ. تقويم دور الصندوق في التنمية الاجتماعيّة والبيئية حسب الخُطط؛
- د. تقويم مدى التزام العاملين بالصندوق بالقيم والأخلاق والسلوك السوي؛
- ذ. تقويم مدى استخدام الصندوق لأساليب التقنية المعاصرة؛
- ر. تقويم معدلات التطوُّر والنمو في أنشطة الصندوق بصفة عامة.

ثالثاً: معايير وشروط عمل هيئة الرقابة الشرعية

من أجل أن تقوم هيئة الرقابة الشرعية مُمثلة بأعضائها بأداء المهام المنوطة بها على أكمل وجه يستلزم توفرُ جملة من المعايير والشروط نلخصها فيما يلي¹:

- أ. **الاستقلال والحياد**: فلضمان تحقُّق الموضوعية في القرارات التي يُصدرها حيال أعمال المصرف بعيداً عن أيّ ضغوط مادية أو معنوية يُمكن أن تمارسه تجاهه للتأثير على رأيه، وهو نوعان:
1. **إستقلال وظيفي**: فلا يكونُ عضو هيئة الرقابة الشرعيّة (المفتي) أحد موظفي المصرف، ويكون المرجع الفني للمراقب الشرعي الداخلي هو هيئة الرقابة الشرعية وليس إدارة المصرف، فيكون مُرتبطاً إدارياً بالمصرف أمّا تقاريره فتُعتمدُ من الهيئة؛
 2. **إستقلال مالي**: حيث يكفي عضو هيئة الرقابة الشرعيّة على جهده وليس على ما يُجيزُهُ للمصرف من عقود وبالنسبة للمراقب الشرعي الداخلي يجب ألا يرتبط أجرُهُ بمضمون التقارير التي يُصدرها؛
 3. **الاستقلال في التعيين والعزل**: يكون تعيين وعزل عضو هيئة الرقابة الشرعية من طرف جمعية المساهمين ويُعيّن المراقب الشرعي الداخلي بقرار إداري شرط موافقة هيئة الرقابة الشرعية.

¹ يوسف بن عبد الله الشبيلي، أبحاث في قضايا مالية معاصرة. الجزء 01، مرجع سابق، ص 593-600.

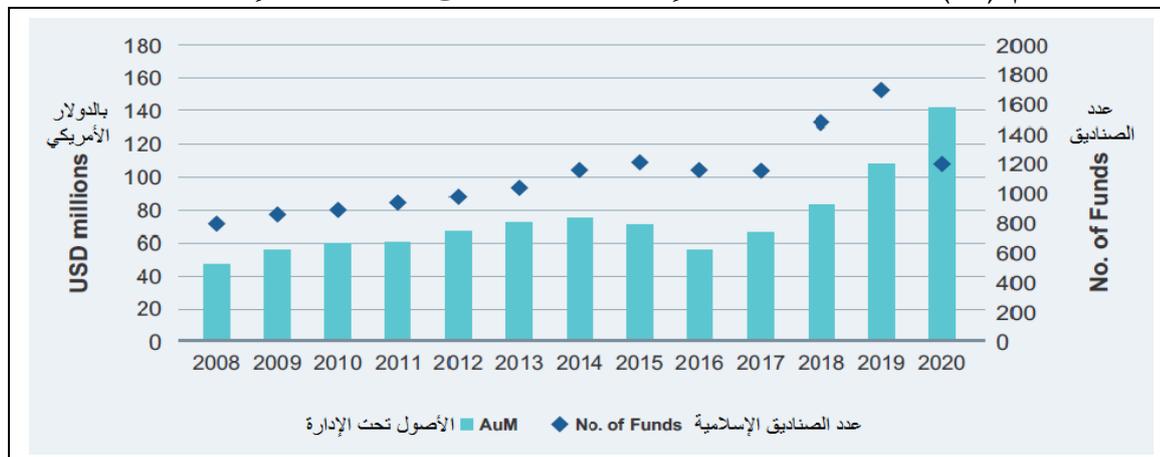
- ب. **التأهيل العلمي والعملي:** يُشترط في عضو هيئة الرقابة الشرعية أن يكون قادراً على الاستنباط في القضايا المُستجدة، مُلمّاً بالأعراف السائدة في الأوساط المالية وينبغي للمراقب الشرعي أن يُلمَّ بأصول المُعاملات المالية في الشريعة ووضوابطها، وله خبرة مُناسبة في مجال التدقيق الشرعي؛
- ت. **الإلزام:** تكونُ القرارات والفتاوى الصّادرة عن الهيئة الشرعية مُلزِمةً للمصرف وليست إختيارية؛
- ث. **التدقيق، المراجعة والفحص:** لضمان سلامة المُنتجات التي تقدمها المصارف لعملائها؛
- ج. **الالتزام بالاجتهاد الجماعي:** فما يُميّز فتاوى الهيئات الشرعية هو أنّها صادرة عن إجتهدٍ جماعي، ممّا يُعطي الفتوى قوّةً وقبولاً؛
- ح. **التوافق مع فتاوى الهيئات الأخرى:** حيثُ تحرصُ الهيئة على عدم مُخالفة القرارات والمعايير الصّادرة من هيئات الاجتهاد الجماعي الدوليّة، مثل مُجمّع الفقه الإسلامي الدولي، وهيئة المراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، وتكوين هيئة شرعية عليا في كل دولة؛
- خ. **الالتزام بالمقاصد الشرعية:** فلا بدّ من تجاوز المُراجعات الشكلية للعقود والنظر إلى مقاصد العقود وما تحقّقه من مصالح المجتمع.

الفرع الثالث: نمو وتطور صناديق الإستثمار الإسلامية

تطوّر عدد صناديق الإستثمار الإسلامية في أنحاء العالم بشكلٍ ملحوظ، حيثُ لم تتجاوز 300 صندوق إسلامي سنة 2004، ووصل عددها إلى أكثر من 750 صندوق في الرّبع الأول من سنة 2010، وذلك بزيادةٍ مُستمرة، ووصل حجم الأصول المُدارة في صناديق الإستثمار الإسلامية إلى 52.3 بليون دولار بداية عام 2010 بعدما كان 29.2 بليون دولار نهاية 2004.

وقد أثّرت الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 سلبيّاً على صناديق الإستثمار التقليدية وأدّت لإنخفاض أصولها المُدارة ومع ذلك فإن صناديق الإستثمار الإسلامية استمرت في الارتفاع حتّى أثناء الأزمة المالية. الشكل الموالي يُبيّن نموّ الأصول المُدارة من قِبل الصناديق الإستثمارية وكذا تطوّر عدد الصناديق.

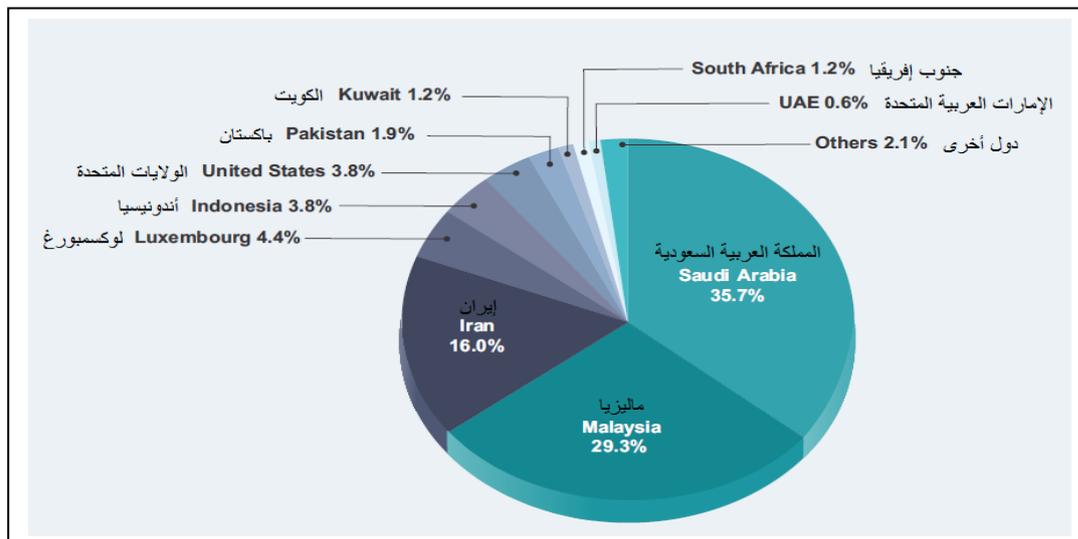
الشكل رقم (11): نموّ الأصول تحت الإدارة وعدد الصناديق الإستثمارية الإسلامية



Source: Islamic financial services board, Islamic financial services industry stability report. 2021, p23.

يُبيّن الشكل أعلاه أنّ الصناديق الإسلامية غير مُتأثرة إلى حدٍ كبيرٍ بالوباء العالمي وشهدت نموًا بنسبة 33.1% على أساس سنوي، لتُغلق عند 143.8 مليار دولار أمريكي في نهاية عام 2020 مقارنة بـ 108 مليار دولار أمريكي عام 2019، وقد نما إجمالي الأصول الخاضعة للإدارة (AuM) للصناديق الإسلامية بنسبة 31.9% في عام 2020 على الرغم من الوباء، وزاد العدد الإجمالي للصناديق بمعدلٍ أبطأ، وهو مؤشر إيجابي على النمو في متوسط حجم الأموال. قد تكون الزيادة في حجم الأموال مؤشرا على تدفق الأموال إلى صناديق الدخل الثابت في الأسواق الناشئة نتيجة للبحث عن العائد والسيولة العالمية المتزايدة. على النقيض من العام السابق، تمتلك حوالي 47% من الصناديق الآن AuM بقيمة 1 مليار دولار أمريكي أو أكثر لكل منها، في حين أن 1% فقط من الصناديق تمتلك AuM أقل من 10 مليون دولار أمريكي مقارنة بعام 2019 حيث 2% من الصناديق فقط تمتلك AuM أكثر من 1 مليار دولار أمريكي لكل منها¹.

الشكل رقم (12): توزيع الصناديق الاستثمارية على مختلف البلدان



Source: Islamic financial services board, Islamic financial services industry stability report. 2021, p24.

لا تزال الصناديق الإسلامية مُركزة حسب محلّ إقامتها في ثلاثة أسواقٍ أساسية - المملكة العربية السعودية وماليزيا وإيران - وتُشكل حوالي 81% من إجمالي الأصول المالية [2019: المملكة العربية السعودية 38.5%، ماليزيا 28.1%، إيران 14.9%]. حيث تعرّض قطاع الأموال ككلّ لضررٍ أقلّ من بعض القطاعات الأخرى جراء COVID-19. ظلّت عائدات شركات إدارة الإستثمار على حالها إلى حدّ كبير. في الوقت نفسه، تسارعت تقلّبات السوق وحركة الأسعار بشكلٍ كبيرٍ على مستوى قطاع الصناعة وفئة الأصول. على وجه العموم، على الرغم من الصدمة الأولية التي حدثت في أوائل عام 2020، ارتفعت التدفّقات إلى الصناديق الإسلامية في الربع الأخير من عام 2020، ممّا مكّن من استمرار اتجاه النمو الإجمالي لها².

¹ مجلس الخدمات المالية الإسلامية، التقرير السنوي، مرجع سابق، ص7.

² مجلس الخدمات المالية الإسلامية، التقرير السنوي، مرجع سابق، ص7.

الخاتمة

يَسْتَنْدُ النظام الإقتصادي الإسلامي إلى عددٍ من المبادئ الموجودة في الشريعة الإسلامية، وتتمثلُّ السّمات الرئيسية له في حظر الفائدة مع الإعتماد على تقاسم مخاطر الرّبح العادل ومبادئ العدالة الإقتصادية والإنصاف.

إنّ هذا النوع من النّظام الإقتصادي يَعتبر كُلاً من السوق والأدوات غير السوقية جزءاً حيويّاً من النظام الإسلامي للعدالة الإقتصادية، وهي مَبْنِيَة على فكرة تَوفير الحقوق والمسؤوليات ومُحاولات تحقيق التوازن بين المصلحة الذاتية والإجتماعية بينما تُحدُّ فلسفات التجارة من الإستغلال وتضمّنُ المُعاملات المُفيدة للطرفين ومن المأمول ألاّ يُؤدي تطوير هذا النّظام الجديد مع إلزامه الصّريح بتلبية الاحتياجات المادية والرّوحية للشخصية البشريّة والقيم الأخلاقية والعدالة الإجتماعية والإقتصادية والتضامن الأسري والإجتماعي تساعدُ فقط العالم الإسلامي ولكنها تُوفّر أيضاً قوة دفع جديدة للإقتصاد بشكل عام.

ولأنّ وصف العمل المصرفي بأنّه إسلامي لا يَسْتَقِيم بمجردُ ظهور ذلك في تسمية المَصْرَف أو رغبة مؤسسيه، بل لابدّ من الإفصاح قولاً والإلتزام عملاً بالنقيد بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، فقد أنشئت هيئات مستقلة همّها الشاغل تحقيق هذا الإلتزام مُمثلةً بهيئات الرقابة الشرعية التي تُمثل أحد الفروق الجوهرية بين المصرف الإسلامي والبنك التقليدي وهي تتكوّن من علماء شريعة وفُهاء وقانونيين على مستوى عالٍ من الكفاءة والمصداقية.

بينما لا يزال الإقتصاد الإسلامي يَطوّر أدواته، فقد شقّ طريقه أعمق في الممارسة وتُعدُّ صناديق الإستثمار الإسلامية إحدى أهمّ أدوات السوق المالية الإسلامية بإعتبارها وسيلة فعّالة في تجميع المُدخرات، وإتاحة الفرصة للمستثمرين الصغار الذين لا يملكون القدرة على إدارة إستثماراتهم بصورة مباشرة، من أجل المشاركة في الأسواق المالية المحليّة والعالمية وفق ضوابط شرعية وتحت إشراف أجهزة مُتخصّصة.

تتمثّل الرقابة الشرعية على صناديق الإستثمار الإسلامية في مُتابعة ومراجعة وفحص وتقويم كافة المُعاملات والتصرّفات والأعمال التي تقوم بها تلك الصناديق للإطمئنان على أنّها تتمّ وفقاً لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية وكذلك طبقاً للفتاوى والقرارات والتوصيات المعاصرة الصّادرة عن مجامع الفقه وهيئات ومجالس الفتوى، وبيان المخالفات وتحليل أسبابها، ثمّ تقدّم المُعالجات الشرعية لها مقرونةً بالتوصيات والإرشادات اللازمة لتطوير الضبط الشرعي الأفضل، ناهيك عن تقديم تقارير دورية تُثبت ما إذا كانت إدارة الصندوق قد التزمت في مُعاملاتها بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية.

الفصل الثالث: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى

تمهيد

من المنظور الحديث فإنَّ نظرية المحفظة هي عبارة عن نظرية معيارية تتعلَّق بالمُستثمرين وإرشادهم إلى الأفعال الواجب القيام بها للوصول للتنويع الأمثل، وتتنطوي على القرارات الماليَّة الرّشيدة من حيث كفاءة الموازنة بين المخاطرة والعائد عند الإستثمار، وتكون الرّشادة بإختيار الإستثمارات التي تحقّق أعلى احتمال لمعدل العائد عند درجة معيَّنة من المخاطرة، أو أدنى احتمال للمخاطرة عند معدّل معين من العائد، وتُعدّ نظرية المحفظة نموذجًا متقدّمًا يُوفّر إستخدامه إمكانيَّة حصول المُستثمر على منافع أكبر من خلال تحقيقه عوائد أعلى أو تحمّله لمخاطر أقلّ، وبذلك فإنّ إستراتيجيات إدارة المحفظة تمثل الكفاءة التي يتخذ بها قرارات الإستثمار بإستخدام الأساليب المتقدّمة في إطار نظرية المحفظة.

تتمثّل فكرة ماركويتز Markowitz في أنّ المُستثمر يعبر عن تفضيلاته في جميع المحافظ من خلال مُراعاة زوج المخاطرة والعائد وذلك من خلال فحص عاملين: التباين المُتوقَّع للمكاسب المرتبطة بكلّ محفظة، وأوضح ماركويتز أن مجموعة الإستثمارات الجيدة لا تعني محفظة جيدة بالضرورة لأن خصائص هذه الأخيرة تختلف عن خصائص الأوراق الماليَّة المُنفردة فتشكيل المحفظة يسمح بتخفيف المخاطر دون التّضحية بالعوائد فإختيار الأوراق الماليَّة ذات التباينات المشتركة المنخفضة أو السالبة يُمكن من تخفيض المخاطرة بشكل مُؤكّد.

تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث أساسية:

- المبحث الأول بعنوان مقومات تكوين المحفظة الاستثمارية ويتطرق لكل من العائد وأنواعه، المخاطرة وطرق قياسها ثم التنويع وأشكاله
- المبحث الثاني بعنوان إدارة المخاطر المصرفية وقد ناقشنا فيه إدارة المخاطر المصرفية من حيث مفهومها، أهميتها، وأسباب التوجه لدراستها.
- المبحث الثالث بعنوان بناء المحفظة الاستثمارية واختيار المحفظة المثلى وقد تضمن طرق ونماذج بناء المحفظة المثلى إلى جانب نماذج إدارة المحفظة الإستثمارية.
- المبحث الرابع خصّص لدراسة تقييم أداء إدارة المحفظة متطرقا إلى مختلف أشكال إدارة المحفظة الاستثمارية ومهامها، إضافة إلى المقاييس المستخدمة في قياس أداء المحفظة ومدير المحفظة.

المبحث الأول: مقومات تكوين المحفظة الاستثمارية

تتمثل المقومات الأساسية لتشكيل المحفظة الاستثمارية في كل من العائد والمخاطرة والتنوع، يُعتبر تقدير معدل العائد من المشروع بدقة أمرًا صعب المنال، فقد عُوض بتمثيل في شكل منحى لمعدلات العائد حسب احتمال تحقق هذه العوائد، حيث أن احتمال العائد هو فرصة وقوع هذا الحدث.

يُستفاد من منحى التوزيع الاحتمالي لمعدلات العائد في إبراز درجة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار في مشروع معين، فكلما اتسع مدى المنحى - وهي المسافة بين طرفي المنحى - دل ذلك على تباعد معدل العائد المتوقع عن معدل العائد الفعلي وزادت درجة المخاطرة، في حين أن قلة اتساع المنحى تشير إلى تقارب معدل العائد المتوقع مع معدل العائد الفعلي ومن ثم انخفاض درجة المخاطرة¹؛ وعليه يقدم هذا المبحث تفصيلاً للعناصر الثلاثة.

المطلب الأول: العائد

يعتبر العائد هو الغاية النهائية والقوة التحفيزية وراء كل استثمار، وقد عرفه قاموس Webster بأنه: الرّبح الناتج من مبادلة السلع أو من العمل أو الاستثمار أو غيره.

يُعرف العائد أيضا على أنه المكافأة التي يحصل عليها المُستثمر تعويضا عن فترة الانتظار والمخاطر المحتملة لرأس مال المُستثمر، أو أنه الفرق بين القيمة الأولية للاستثمار والقيمة النهائية له خلال فترة من الزمن².

الفرع الأول: أشكال عوائد الاستثمار

تأخذ عوائد الاستثمارات المالية عدّة أشكال منها³:

أولا: توزيعات الأرباح

إذا كانت هذه الاستثمارات تمثل حقوقا من أموال ملكية مثل الأسهم، فحامل السهم شريك في الشركة المُصدرة للسهم، لذلك فهو من مالكيها وحقوقه من حقوق المساهمين.

ثانيا: الفوائد

إذا كانت الاستثمارات تمثل إقتراضا مثل السندات، فحامل السند مُقرض للشركة التي أصدرت هذا السند، وقيمة القرض هي قيمة السند، ومن ثم يحصل حامل السند على الفائدة المُتفق عليها مع الشركة.

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية. مرجع سابق، ص 53-55.

² لؤي علي محمود الجبوري، إدارة محفظة الأوراق المالية وفقا لإستراتيجية الشراء والاحتفاظ - دراسة تطبيقية في بورصة عمان للأوراق المالية. رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، الأردن، 2017، ص 38.

³ Mrunal Chetanbhai Joshi, **Portfolio Management**. December 2018, p4

ثالثاً: الأرباح الرأسمالية

تنتج هذه الأرباح عن إعادة بيع الإستثمارات المالية، فحامل السهم أو السند إذا استطاع بيع السهم أو السند بمبلغ يزيد عن المبلغ الذي اشتراه به يكون قد حقق ربحاً رأسمالياً.

الفرع الثاني: أنواع العائد على الإستثمار

توجد ثلاثة أنواع لمعدلات العائد على الإستثمار هي:

أولاً: معدل العائد الحقيقي (الفعلي)

يُسمّى أيضاً بمعدّل فترة الإحتفاظ، ويتكوّن من العائد الجاري وهو العائد عن الإحتفاظ بالأصل والعائد الرأسمالي الناتج عن بيع الأصل أو كلاهما معاً¹، كما أنه عبارة عن قيمة الإستثمار في نهاية المُدّة مقسوماً على قيمة الإستثمار في بداية المُدّة. ويحسب كما يلي²:

$$R_i = (D_i + P_i - P_0) / P_0$$

حيث أن:

R_i : معدل العائد الحقيقي

D_i : مقسوم الأرباح للسهم الواحد

P_i : سعر السهم في نهاية المدة

P_0 : سعر السهم في بداية المدة

حيث معدل العائد الدوري يساوي D/P_0 بما أن D هو مقسوم الأرباح الدوريّ المُوزّع للسهم، بينما

يساوي معدل العائد الرأسمالي $P_i - P_0 / P_0$

عندما لا يكون هناك مقسوم أرباح مُوزّع فإن معدل العائد الفعلي للسهم R_J يُحسب كما يلي:

$$R_J = P_i - P_0 / P_0$$

بالنسبة للمحفظة الإستثمارية يُمكن حساب العائد الفعلي لمحفظة الإستثمار باستخدام البيانات

التاريخية بطريقتين³:

أ. الطريقة الأولى: هي طريقة النسبة وتقوم بتقسيم قيمة المحفظة في نهاية الفترة (بعد إضافة الربح

المُوزّع) على قيمة المحفظة في بداية الفترة وطرح واحد صحيح من النسبة⁴.

عائد المحفظة =	قيمة المحفظة في نهاية الفترة	-	قيمة المحفظة في بداية الفترة
----------------	------------------------------	---	------------------------------

¹ علوان قاسم نايف، إدارة الإستثمار بين النظرية والتطبيق. دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة 01، الأردن، 2009، ص96.

² محمد علي ابراهيم العامري، إدارة محافظ الإستثمار. إثناء للنشر والتوزيع، الطبعة 01، الأردن، 2013، ص27، 28.

³ عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية. مطابع السروات، الطبعة 05، المملكة

العربية السعودية، 2017، ص325، 326.

⁴ Fortuné Aniko, Ibid. p42.

ب. الطريقة الثانية: هي طريقة المتوسط المُرجَّح بالأوزان وتقومُ بترجيح عائدات الإستثمارات حسب وزنها في المحفظة الإستثمارية ومن ثمَّ جمع العائدات المُرجَّحة، ويُمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية¹:

$$R(p) = \sum W_i R_i$$

حيث أن:

$R(p)$: العائد من المحفظة الإستثمارية

W_i : وزن المشروع i ضمن المحفظة

R_i : عائد المشروع الاستثماري i

n : عدد المشروعات المكونة للمحفظة ويتراوح بين 1 إلى n

ثانياً: معدل العائد المتوقع

هو معدل العائد الذي يتوقع المستثمرون الحصول عليه مستقبلاً، فهو مرتبط بحالة عدم التأكد، لذا فمن المُمكن أن يضع المستثمر إطاراً للتوزيع الاحتمالي، أي أنه يُقدَّر الاحتمالات المُمكنة ووزن كلِّ احتمال وقيمة العائد المُتوقَّع في ظلِّه، ويتم حساب العائد عن طريق ضرب كل عائد محتمل في احتمال حدوثه ثمَّ جمع النتائج². ويُحسب بالصيغة الموالية:

$$E(R) = \sum R_i * P R_i$$

حيث أن:

$E(R)$: العائد المتوقع للإستثمار

R_i : العائد من الفترة i

$P R_i$: احتمالية حدوث عائد للإستثمار في الفترة i

ثالثاً: معدل العائد المطلوب

يُمثِّل أدنى عائد يُعوَّض المُستثمر عن عملية تأجيل الإستهلاك ودرجة المخاطر المُصاحبة للإستثمار. ويُحسب بالصيغة الموالية³:

$$R_R = (E R_m - R_f) \beta$$

حيث أن:

R_R : معدل العائد المطلوب

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة

¹ Frank Figge and others, **Between you and I: A portfolio theory of the circular economy**. Ecological Economics, 2021, p3.

² حمزة داودي، محاضرات في إدارة المحفظة المالية. المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف، ميله، الجزائر، 2019، ص13.

³ سامية فقير، محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية. جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2018/2017، ص28.

ER_m : معدل عائد محفظة السوق المالية

β : معامل بيتا

يُمثل معدل العائد الخالي من المخاطرة سعر الفائدة على الإستثمارات الحكومية قصيرة الأجل كأذونات الخزينة، إذ تتعدم المخاطرة لهذه الإستثمارات بحيث يتساوى معدل العائد الفعلي مع معدل العائد المتوقع منها.

يُمثل معامل بيتا أحد أهم المؤشرات المالية، ويُحسب بالعلاقة التاريخية لعوائد الأسهم المُتحققة وعوائد محفظة السوق المالية، يُنشر عادة في النشرات المالية الخاصة وبموجبه تجري مفاضلة الإستثمار بالأسهم، ويتوقف عليه معدل العائد المطلوب من الأسهم.

الفرع الثالث: العائد المتوقع من محفظة الإستثمار

لحساب العائد المتوقع من محفظة الإستثمار لا بُدَّ أولاً من معرفة عدد الإستثمارات الداخلة في المحفظة ووزن كل إستثمار من إجمالي الإستثمارات في المحفظة، والعائد المتوقع من كل إستثمار، ويتوقف العائد المتوقع أيضاً على العائدات الممكنة من كل إستثمار وإحتمالات حدوثها في ظل الظروف الإقتصادية المُحتملة وفي ظل توفر هذه المعلومات يُمكن حساب العائد المتوقع من المحفظة على النحو التالي¹:

$$E(RP) = \sum W_i (ER_i)$$

حيث أن:

(RPE) : العائد المتوقع من المحفظة

W_i : وزن المشروع i ضمن المحفظة

ER_i : العائد المتوقع من المشروع الإستثماري (i)، وهو عبارة عن الإحتمال ضرب العائد

المُمكن لجميع الحالات

n: عدد المشروعات المكونة للمحفظة ويتراوح بين 1 إلى n.

المطلب الثاني: المخاطرة

الخطر دائماً يتعلّق "بالمستقبل" والمستقبل غير معروف ومن ثمَّ هناك شكوكٌ حول المستقبل، يُمكن تعريف المخاطر في أبسط أشكالها على أنّها "تأثير حالة عدم اليقين في المُستقبل على الأهداف"، قد يؤدي عدم اليقين بشأن المُستقبل إلى نتائج عكسية، لذا فإنَّ عدم اليقين بشأن المُستقبل قد يمنع تحقيق الهدف، من المُهمَّ أن نلاحظ أنّه إذا لم يكن هناك هدف فلا يوجد خطر، وأيضاً إذا لم يكن هناك مُستقبل فلا يوجد خطر. من وجهة نظر إحصائية، الهدف هو قيمة أو متوسطٌ مُتوقع والمخاطرة هي الانحراف أو التشتُّت الفعلي عن القيمة المُتوسطة، وكلّما زاد التشتُّت حول المُتوسط، زادت المخاطر، حيث يُمثل التشتُّت الانحراف المعياري².

¹ عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية. مرجع سابق، ص 327.

² Sonjai Kumar, Risk Management and Enterprise Risk management. SSRN Electronic Journal, 2021, p2.

تُعرف المخاطر المصرفية على أنها احتمالية تعرُّض البنك إلى خسارة غير متوقَّعة وغير مُخطَّط لها، أو تذبذب العائد المُتوقَّع على استثمار مُعين، أو هي التقلُّب في العوائد المستقبلية للقرارات المالية أو الانخفاض في القيمة السوقية بسبب التغيُّرات في بيئة الأعمال، أو أنها تلك الانحرافات التي تنشأ نتاج تحقُّق نتائج غير مطابقة للأهداف المُسطَّرة في ظل ظروف غير مُؤكدة بعد قيام البنك بوظائف معيَّنة نتائجها بالمستقبل تحسُّ قرارات الاستثمار والتمويل¹، وهنا نميِّز أنَّ لكلَّ مستثمر مستوى خطرٍ مُستعد لتحمله مقابل الحصول على العائد، الأمر الذي يضعنا أمام ثلاثة أنواعٍ من المستثمرين: مستثمر حذر، مستثمر مغامر ومستثمر محايد².

- **مستثمر حذر:** هو الذي يفر من المخاطرة، ودائماً ما يفضِّل في قراراته تحمُّل أقلَّ المخاطر عندما تكون بقيَّة العناصر المتعلقة بالاستثمار متساوية، ولا يقبل أيَّ مخاطر إضافية إلا إذا حصل على تعويض مُقابلها، فهو مستثمر عقلاني يتجنَّب الاستثمار في شكل واحد بل يُنوع استثماراته ويُنشئ محفظة تسمح بتقليل فرصة وقوع المخاطر قدر الإمكان.

- **مستثمر مغامر:** مستثمر محبٌّ للمخاطرة ويسعى إليها حتَّى عندما يتوقع انخفاض العائد الإضافي لتحمُّل مخاطر إضافية، يفضِّل دائماً تحمُّل المخاطر الأكبر إذا قابلها عائدٌ مهما كان ضئيلاً عندما تكون بقيَّة العناصر المتعلقة بالاستثمار متساوية، تتسم قراراته بالجُرأة التي تظهر في شكل مخاطرةٍ بنسبة كبيرة من رأس المال في استثمار أو صفقة واحدة الأمر الذي يرفع فرص وقوع المخاطر.

- **مستثمر محايد:** يأخذُ موقعا وسطا بين النُّفور من المخاطرة والسَّعي إليها، فهو لا يبالي بالمخاطر ولا تُؤثِّر على قراراته المُتخذة، أي أنه لا يفكر وفقاً لمُستواها كما لا يعمل على تجنبها أو تحمُّل المزيد منها.

الفرع الأول: تصنيف المخاطر

لمَّا كانت المصارف تتعامل بالدرجة الأولى مع المخاطر، سواءً تعلَّقت بزبون معيَّن أم بنشاط معيَّن أم بالقطاع الذي تعمل فيه أم بظروف الاقتصاد المحلي أم بأوضاع الإقتصاد الدولي، فإنَّ الإهتمام الرئيسي

¹ عبد الهادي مسعودي، خيرة مسعودي، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية: الإمكانيات والتحديات. الملتقى الوطني: الأساليب الحديثة لقياس وإدارة المخاطر المصرفية - الدروس المستفادة من الأزمة العالمية-، جامعة غرداية، الجزائر، 2015، ص4.

² حمزة داودي، مرجع سابق، ص3.

لإدارة المصارف هو كفاءة إدارة المخاطر المُحتملة في شكلها العام لغرض تفاديها¹، وعليه فقد تعددت تصنيفات المخاطر المصرفية بتعدد تعاريف الباحثين في هذا المجال، ونوجزها فيما يلي:

أولاً: باعتبار العموم والخصوص: تصنف إلى نوعين هما:

أ. مخاطر عامة (منتظمة)

تُمثل إنعكاساً للأوضاع العامة أو للمُتعامل ومحيطه الإقتصادي والاجتماعي والسياسي، فهو مرتبطٌ بالآزمات مهما كان شكلها أو طبيعتها التي يترتب عنها صعوبات بالنسبة للمتعامل الإقتصادي².

ب. مخاطر خاصة (غير منتظمة)

هي المخاطر المرتبطة بنشاط إقتصادي معيّن أو شركة معيّنة أو ظروف معيّنة، وهي تنشأ عن طبيعة ونوع الإستثمار وليس من طبيعة النظام المالي ممّا يجعلها خاصة بالمشروع، وتأتي نتيجة بعض التعاملات الإستثمارية فتؤثر على مُستثمر معين أو مشروع مُحدّد دون غيره³.

ثانياً: باعتبار النشاط الإقتصادي المُمارس: نجد الأنواع التالية:

أ. مخاطر السوق

هي المخاطر الناتجة عن صعود وهبوط السوق والذي ينعكس لا محالة على التحركات العكسية في القيمة السوقية للأصول (سهم، سند، عملة أو سلعة)، كما تُعرف أيضاً بأنها المخاطر التي تطرأ على سوق الأوراق المالية لأسباب إقتصادية أو سياسية أو إجتماعية أو أمنية. وتتمثل في أسعار الصرف وأسعار الفائدة وتقلّب أسعار السوق⁴.

ب. مخاطر الائتمان

تُسمّى أيضاً مخاطر القرض ويُقصد بها عدم قدرة العميل والنزاهة بردّ أصل الدين أو فوائده أو الإثنيين معاً عند مواعيد إستحقاقه⁵.

ت. المخاطر التشغيلية

هي الخسارة المالية الناجمة عن الأخطاء البشرية أو الإختلاس أو خللٍ في أنظمة المعلومات أو عدم مُتابعة وتسجيل العمليات، وتنتشأ عن ضُعف إجراءات الرّقابة والضبط الداخلي في البنوك وتعمل تلك

¹ صادق راشد الشمري، إستراتيجية إدارة المخاطر المصرفية وأثرها على الأداء المالي للمصارف التجارية. دار البازوري، الأردن، 2013، ص54.

² عبد الناصر براني أبو شهد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية. دار النفائس، الأردن، 2013، ص60.

³ Fortuné Aniko, Ibid, p3.

⁴ حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية. الجزء 02، مصر، 1994، ص129.

⁵ فريدة تلي، الزهرة بن بركة، استخدام النموذج الكمي Z-SCORE لقياس الإستقرار والسلامة المصرفية - دراسة تطبيقية حول مصرف دبي الإسلامي من الفترة (2016-2011). مجلة العلوم الانسانية، العدد 08، الجزائر، 2017، ص218.

الضوابط للتأكد من أن البنك يتولّى عملياته بشكل حذر بما يتفق مع السياسات والإستراتيجيات التي يضعها مجلس الإدارة وأن هناك حمايةً للأصول وسيطرة على الإلتزامات بالإضافة إلى أن النظام المحاسبي يُقدّم معلومات كاملة وصحيحة عن أداء البنك في الوقت المناسب¹.

ث. مخاطر السيولة

إنّ السيولة هي القدرة على تمويل الزيادة في الموجودات، والوفاء بالإلتزامات عند مواعيد إستحقاقها دون تكبّد خسائر غير مقبولة، وإدارة هذه السيولة تعني احتفاظ المصرف بتدفقات نقدية كافية لمواجهة سُحوبات كبيرة وبشكل فجائي أو غير مُعتاد، كما أن حسن إدارة السيولة تكمن في الموازنة بين الإبقاء على نسبة من السيولة للوفاء بالإلتزامات المتعاملين، وإستثمار جزء منها لتحقيق الربحية لهم².

ج. مخاطر أخلاقية

وتكون في الحالة التي يتصرف فيها العميل أو الوكيل (وهو صاحب المشروع المُموّل من قبل البنك) في غير صالح هذا الأخير، أو قد يلجأ الوكيل إلى إخفاء بعض المعلومات بقصد الحصول على ما لا يستحقّه من المنافع³. وتُعرف أيضا بمخاطر السُّمعة التي تنشأ في حالة قيام المصرف بتقديم خدمات غير كُفوة أو عند عدم إنتظام تقديم الخدمة، كذلك قد تنشأ في حالة نُقص متطلبات الإفصاح اللائمة للعملاء أو عند حدوث إنتهاك للخصوصية، وترتبط بسوء الإدارة وعدم نزاهتها والكثير من التصرّفات غير المُنضبطة ممّا ينعكس سلباً على الأداء المصرفي في جميع أنشطته وفعالياته⁴.

ح. المخاطر الإستراتيجية

هي المخاطر الحالية والمستقبلية التي يُمكن أن يكون لها تأثيرٌ على إيرادات المصرف وعلى رأس ماله نتيجة إتخاذ قرارات خاطئة أو التّنفيذ الخاطيء للقرارات وعدم التّجاوب المُناسب مع التغيّرات في القطاع المصرفي⁵.

¹ علي محبوب، علي سنوسي، قياس المخاطر التشغيلية في البنوك التجارية دراسة مقارنة بين البنوك التقليدية والمصارف الإسلامية باستخدام تقنية مؤشر Z-SCORE لقياس الاستقرار المالي بالتطبيق على مصر. مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 06، العدد 03، 2020، ص5.

² أكرم لال الدين، سعيد بوهراوة، إدارة السيولة في المصارف الإسلامية دراسة تحليلية نقدية. الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، 25-29/12/2010، المملكة العربية السعودية، ص3،2.

³ جمال الدين عطية، البنوك الإسلامية بين الحرية والتنظيم، التقليد والاجتهاد، النظرية والتطبيق. ص112.

⁴ صادق راشد الشمري، مرجع سابق، ص59.

⁵ حسن محروس، مرجع سابق، ص127.

خ. المخاطر القانونية

تنشأ نتيجة لوقوع التزامات غير متوقعة أو فقد جانب من قيمة أصل من الأصول نتيجة عدم توافر الرأي القانوني السليم، أو لعدم كفاية المستندات التي تؤكد ملكية المصرف لذلك الأصل¹. ويطلق عليها البعض المخاطر التشريعية أو مخاطر الالتزام وهي تنتج من احتمال مخالفة تطبيق القوانين الرقابية والقواعد التشريعية التي تؤثر سلبا في المصرف إذ قد تقوم السلطات الرقابية بفرض غرامات نقدية على المصارف المخالفة وتكرارها قد يؤدي الى عقوبات أشد قسوة؛ وتشير هذه المخاطر إلى تأثير تشريعات الدول التي تعمل فيها هذه المصارف ويجب مراعاتها عند تقييم المخاطر، وهي تشمل السياسة المتعلقة بالتعريفات الجمركية وحصص الاستيراد والضرائب والإعانات وأيّة أمور أخرى تؤثر في الاستثمارات².

د. المخاطر التكنولوجية

طالما أنّ الصناعة المصرفية تتميز بالتطور والإبداع المستمر واستخدام التكنولوجيا المتطورة لذلك فإنّ تقديم الخدمات والأنشطة المصرفية الإلكترونية أصبح يستحوذ على فكر المصرفيين كي يستطيعوا تحقيق ميزة تنافسية بأنشطتهم.

الفرع الثاني: نماذج قياس المخاطر

بشكل عام فإنّ المخاطر يمكن تقديرها وقياسها من خلال عدّة مقاييس إحصائية للتشتت مثل الانحراف المعياري ومعامل التباين.

أولاً: الانحراف المعياري

يُعتبر الانحراف المعياري أحد المقاييس الإحصائية المناسبة لتقدير المخاطر التي تحيط بالاستثمارات، إذ يعكس التشتت في العوائد المتوقعة لمشروع ما حول الوسط الحسابي للعائد المتوقع، كونه الوسط الحسابي للعائد المتوقع يُمثل مدى اتساع منحنى التوزيع الاحتمالي لمعدل العائد المتوقع، وكلما كان الانحراف المعياري منخفضاً دلّ ذلك على انخفاض درجة المخاطرة التي تحيط بالمقترح الاستثماري والعكس صحيح. ويُحسب بالعلاقة التالية³:

$$\delta = \sqrt{\sum (R_i - E(R))^2 / (n - 1)}$$

حيث أن:

δ : الانحراف المعياري

¹ فريدة تلي، الزهرة بن بريكة، مرجع سابق، ص4.

² صادق راشد الشمري، مرجع سابق، ص57.

³ سامية فقير، مرجع سابق، ص31.

R : العائد عن الفترة i

ويتمّ قياس المخاطر المتوقعة بواسطة التوزيع الإحتمالي للعوائد المتوقعة من خلال الرّبط بإحتمالات الحالة الاقتصادية المتوقعة، وعليه تأخذُ معادلة الانحراف المعياري الشكل الموالي:

$$\delta = \sqrt{\sum (R_i - E(R))^2 P_i / (n - 1)}$$

حيث أن:

P_i : هو احتمال تحقق الظروف الاقتصادية

ثانياً: معامل التباين

يُعدُّ الانحراف المعياري مقياساً مطلقاً للخطر، يُستعمل أساساً في التحليل المُقارن لخطر فرصتين استثماريتين عندما تكونُ العوائد المتوقعة ثابتة، ولكن في حالة تباين العوائد المتوقعة بين المشروعين الاستثماريين لا يكونُ الانحراف المعياري مقياساً كافياً للخطر، لذا يتمُّ حساب مُعامل التباين بقسمة الانحراف المعياري على مُعدل العائد المُتوقَّع للمشروع. كما يلي:

$$CV = \delta / E(R)$$

حيث أن:

δ : الانحراف المعياري

CV: معدل العائد المتوقع

الفرع الثالث: خطر المحفظة الاستثمارية

تُعتبر مخاطر المحفظة الاستثمارية دالةً لمخاطر الإستثمارات الفردية التي تُشكّل المحفظة وأوزانها ومعاملات الارتباط فيما بين معدلات العائد لهذه الإستثمارات الفردية، وكلّما كان الارتباط سالباً ما بين أصول المحفظة كلما اقتربت المحفظة من المثالية¹. ويتمُّ قياس المخاطر الكلية للمحفظة كما يلي²:

أولاً: في حالة المحفظة المكونة من إستثمارين

وفيها تكون صيغة تباين المحفظة كالآتي³:

$$\delta_P = \sqrt{W_1^2 S_1^2 + W_2^2 S_2^2 + 2W_1 W_2 P_{12} \delta_1 \delta_2}$$

حيث أن:

δ_P : الانحراف المعياري للمحفظة

¹ محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 45.

² سامية فقير، مرجع سابق، ص 34.

³ Frank Figge and others, Ibid, p4.

W_1 : الوزن النسبي للإستثمار 1

W_2 : الوزن النسبي للإستثمار 2

δ_1 : الإنحراف المعياري للإستثمار 1

δ_2 : الإنحراف المعياري للإستثمار 2

P_{12} : معامل الارتباط بين الإستثمارين 1 و 2

ثانيا: في حالة محفظة مكونة من n أصل:

فإن صيغة التباين للمحفظة هي:

$$\delta_p^2 = \sum_{j=1}^n w_j^2 \delta_j^2 + \sum_{j=1}^n \sum_{k=1}^n w_j w_k \text{COV}_{jk}$$

حيث أن:

$$\text{Cov}_{jk} = 1/n \sum (R_j - \bar{R}_j)(R_k - \bar{R}_k) \text{!} \text{التالية بالصيغة التالية:}$$

يُشير معامل الارتباط الإيجابي إلى أن معدلات عائد الأصول k و j تميل إلى التحرك في نفس الإتجاه، عندما يقترب معامل الارتباط من 1 حيث تميل الاختلافات في معدلات عائد الأصلين إلى أن تُصبح متناسبة، ويحدث العكس عندما يكون معامل الارتباط سالبا، يُشير الارتباط الصفري إلى عدم وجود علاقة بين عوائد الأصول الداخلة في تكوين المحفظة.

المطلب الثالث: التنوع

يرجع التأصيل النظري لتنوع المحفظة الإستثمارية إلى الإيطالي Bruno de Finetti (1906-1985) وهو عالم رياضيات بارز، إحصائي وفيلسوف إقتصادي، له أكثر من 280 مقال علمي وذلك سنة 1940 في دراسته لمشكلة قرارات إعادة التأمين النسبية Proportional Reinsurance Decisions والتي تُعتبر نموذجا خاصا من المشاكل التي تواجه إختيار المحفظة الإستثمارية وقد ظلت معرفة هذه الحقيقة مُقتصرة على الأوساط الإكتوارية الأوروبية فقط لأكثر من 65 سنة، وإلى غاية إقرار ماركويتز بها عبر مقال له حمل عنوان de Finetti Scoops Markowitz سنة 2006.²

¹ Fortuné Aniko, Ibid. p49.

² إيمان خياري، عبد الجليل بوداح، دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في تنوع المحفظة الاستثمارية- دراسة قياسية-. مجلة دراسات اقتصادية، العدد 04، المجلد 02، 2017، ص933، 934.

الفرع الأول: مفهوم التنوع

يُقصد بالتنوع التعدُّد والتنوُّع في محفظة الإستثمار فيما بين إستثمارات قصيرة الأجل وإستثمارات طويلة الأجل في أصول مالية مُتنوّعة ولمؤسسات مُتعدّدة في قطاعات إقتصادية مختلفة محلياً و/أو دولياً لتخفيض حجم المخاطر التي يُمكن أن تتعرّض لها المحفظة¹، وهو ذلك القرار الذي يسمح باختيار تشكيلة الإستثمارات التي تتكوّن منها المحفظة، والذي من شأنه تخفيض درجة المخاطر التي يتعرّض لها عائد المحفظة دون أن يترتب عليه أثرٌ على حجم العائد²، حيثُ يسمح التنوع بتخفيض المخاطر عند مستوى مُعيّن من العائد أو تعظيم هذا الأخير عند مستوى مقبولٍ من الخطر، ويُمكن تجزئة الخطر الكليّ للمحفظة إلى نوعين هما:

أولاً: الخطر غير المنتظم: والخاصُّ بمحفظة معينة ويتمُّ تخفيضه عن طريق التنوع القطاعي؛

ثانياً: الخطر المنتظم: والخاصُّ بالسوق عامة ويتمُّ تخفيضه عن طريق التنوع الدولي.

إنّ تنوع الأوراق المالية من عدد مختلف من القطاعات يُؤدي إلى خفض المخاطر غير المنتظمة، بينما يعمل التنوع الدولي بشراء أوراق مالية من البُورصات الخارجية على خفض المخاطر المنتظمة دون التأثير على عائد المحفظة³.

الفرع الثاني: إستراتيجيات التنوع

نميز عدّة إستراتيجيات للتنوع أشهرها وأكثرها إستعمالاً ما يلي:

أولاً: إستراتيجية تنوع جهة الإصدار

يُقصد به عدم إستثمار الأموال في أوراق مالية تُصدرها جهة واحدة مهما كانت درجة جدارتها، وهناك أسلوبان شائعان لهذه الإستراتيجية من التنوع: أسلوب التنوع الساذج، وأسلوب ماكويترز.

¹ الجودي صاطوري، محاضرات في إدارة المحافظ المالية المعقدة. جامعة محمد البشير الإبراهيمي برج بوعريبيج، الجزائر، 2018/2019، ص15.

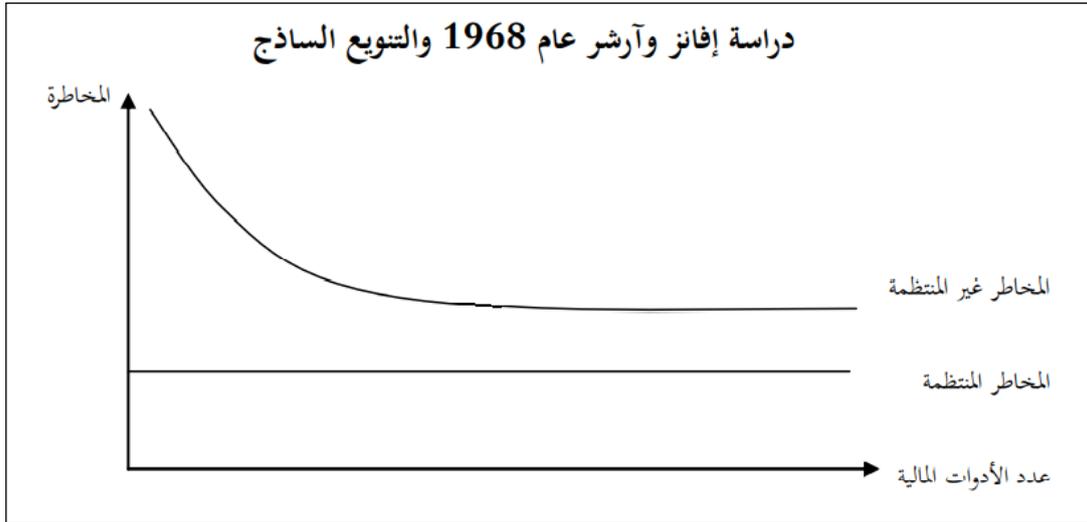
² كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، العدد03، الجزائر، 2004، ص43.

³ أحمد مدني، نورين بومدين، دور تنوع الأدوات المالية في زيادة الإستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة حالة سوق الأوراق المالية في ماليزيا-. دفاثر البحوث العلمية، المجلد01، العدد03، 2018، ص54.

أ. أسلوب التنوع الساذج

يُعبّر عن زيادة عدد الإستثمارات- الأصول المالية- التي تضمُّها المحفظة ممَّا يؤدي لخفض المخاطر غير المُنتظمة، بينما لا يُؤثر في تخفيض المخاطر المُنتظمة¹، ويتمُّ فيه إختيار الأصول المُكونة للمحفظة عشوائياً دون دراسةٍ أو تحليل لهذه الأصول.

الشكل رقم (13): التنوع الساذج وعلاقته بالمخاطر



Source : Dominique Poincelot, Gestion de portefeuille. Cours et applications, p8.

يظهر جلياً من الشكل أعلاه أن حجم المخاطر غير المُنتظمة على علاقة عكسية مع عدد الأوراق المالية في المحفظة، فهي تتناقصُ تدريجياً كلما زاد عدد الأوراق المالية حتى تستقرُّ عند 15 ورقة (حسب دراسة قام بها Even And Archer, 1968) أين يُصبح إضافة ورقة أخرى لا يُجدي نفعا في تَدْنِيَة هذا النوع من المخاطر، بينما لا تتأثر المخاطر المُنتظمة بتاتا بعدد الأوراق المالية في المحفظة.

غير أنه لوحظ أنَّ التنوع العشوائي لمكونات المحفظة المالية وزيادة عدد الأوراق المالية بها قد يؤدي إلى نتائج غير مرغوبة لدى المستثمر نذكر منها²:

- صعوبة إدارة المحفظة؛
- ارتفاع تكلفة البحث عن إستثمارات جديدة وكذا تكاليف العمولات للوسطاء؛
- إتخاذ قرارات إستثمارية غير صحيحة؛
- ارتفاع متوسط تكاليف الشراء.

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص 51.

² أحمد مدني، نورين بومدين، مرجع سابق. ص 55.

ب. التنوع بأسلوب ماركويتز

يُطلق عليه التنوع الكفاء أو التنوع المثالي، ويقوم على أساس تقدير العائد والمخاطرة للأوراق المالية التي تدخل ضمن المحفظة المالية، بناء على دراسة وتحليل درجة الارتباط بين عوائد الأوراق المالية¹، فإذا كانت العلاقة عكسية أو منعدمة ($r=0$) فإن المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة تكون ضعيفة أو معدومة، أما لو كانت العلاقة طردية ($r > 0$) بين عائد تلك الأوراق المالية فالمخاطر تكون عالية لأنها المتوسط المرجح لمخاطر الأصول مُجمعة، وعليه فهذا الأسلوب في التنوع ينجح ليس فقط في التخلص من المخاطر الخاصة- غير المنتظمة- بل والتخلص من جزء من المخاطر العامة-المنتظمة².

ثانياً: إستراتيجية تنوع تواريخ الإستحقاق

في هذه الاستراتيجية يتم توزيع الأموال المُستثمرة في المحفظة المالية بين الأوراق طويلة الأجل والأوراق قصيرة الأجل، وأنواعه ثلاثة هي:³

أ. الأسلوب الهجومي

يقوم هذا الأسلوب على التحوّل المُستمر من الأوراق قصيرة الأجل إلى الأوراق طويلة الأجل وفقاً للظروف السائدة في السوق وتوجهاته صُعوداً ونزولاً، ولا يلجأ البنك إلى استخدام هذا الأسلوب إلا إذا كانت إدارة الإستثمار لديه على درجة عالية من الكفاءة.

ب. تدرج تواريخ الإستحقاق

يُقصد به توزيع مُخصصات المحفظة على إستثمارات ذات تواريخ إستحقاقٍ متدرّجةٍ ويقتضي قيام البنك بوضع حدٍ أقصى لتاريخ الإستحقاق الذي يُمكن قبوله، ويعد ذلك تقوم إدارة المحفظة بوضع هيكل لتواريخ الإستحقاق تُوزّع على أساسه الموارد المُتاحة للإستثمار.

ت. التركيز على الإستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل

يقوم على التركيز على الإستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل مع إستبعاد الأوراق المالية متوسطة الأجل (من 3-7 سنوات)، حيث تُسهم الإستثمارات قصيرة الأجل في مُواجهة مُتطلبات السيولة بينما تُسهم

¹ كمال بن موسى، مرجع سابق، ص43.

² الحبيب زواوي، نجاة نعاس مريم، قياس أمثلة المحفظة الاستثمارية باستخدام الخوارزميات الجينية حالة أسهم بورصة الجزائر. مجلة رؤى اقتصادية، العدد 08، الجزائر، 2015، ص123.

³ منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية. دار المعارف الإسكندرية، مصر، 1994، ص229-236.

الإستثمارات طويلة الأجل في الوفاء بمتطلبات الربحية¹، وعليه يقتضى هذا الأسلوب توزيع إتمادات المحفظة مُنصفة بين الإستثمارات التي تتفاوت آجال إستحقاقها بين القصير والطويل بناءً على توقعات وتنبؤات إدارة المحفظة.

ثالثاً: إستراتيجية التنوع الدولي

يُقصد به الإستثمار في أصول ومُنتجات مالية أجنبية بما فيها النقد الأجنبي والعمُلات، وذلك للتحوُّط من مخاطر تقلب أسعار الأصول المالية في سوق المال المحليَّة.

إنَّ التنوع الدولي يُؤدي إلى التقليل من المخاطر إذا كان مُعامل الارتباط بين العائد على الأوراق المالية المحلية والعائد على الأوراق المالية الأجنبية صفراً أو سالبا أو مُوجبا غير تام ($r < 1$). وقد أثبتت الدراسات أنَّ معامل الارتباط بين العائد على السندات في الو م أ والعائد على السندات في الدول الأوروبية لا يتجاوز (0.3) في المُتوسط، كما أنَّ معامل الارتباط بين عوائد الأسهم لا يزيد عن (0.5) في المُتوسط².

يهدف هذا التنوع إلى تخفيض المخاطر المُنتظمة وتحسين الأداء الكلي للمحفظة ويتميز بمجموعة من الخصائص:

- أ. تنوع الأصول: لأنها تتكوَّن من تشكيلة جيدة من الأدوات الإستثمارية.
 - ب. التنوع الجغرافي: لأنَّ رأسمال المحفظة يكون مُوزَّعا على أدوات إستثمارية في عدة دول، وعدم الاقتصار على منطقة جغرافية واحدة.
 - ت. تنوع العملات: إذ أنَّه بسبب التنوع الجغرافي لأصول المحفظة تتنوع أيضا العملات المُشكَّلة للمحفظة التي تُقيَّم بها هذه الأصول³.
- مما سبق نلاحظ أنَّ إستراتيجيات للتنوع متعددة أشهرها إستراتيجية تنوع جهة الإصدار بنوعيتها: أسلوب التنوع الساذج والتنوع بأسلوب ماكويترز؛ إستراتيجية تنوع تواريخ الإستحقاق والتي تضمُّ كلاً من: الأسلوب الهجومي وتدرج تواريخ الإستحقاق والتركيز على الإستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل؛ وأخيراً إستراتيجية التنوع الدولي.

¹ ربيعة عبو، نبيل بوفليح، دور التنوع في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية مع الإشارة إلى بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة بالسوق المالي السعودي. مجلة أبعاد اقتصادية، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، العدد 07، الجزائر، 2017، ص51.

² الجودي صاطوري، مرجع سابق، ص17.

³ ربيعة عبو، نبيل بوفليح، مرجع سابق، ص51.

المبحث الثاني: إدارة المخاطر المصرفية

لمّا كانت المخاطرة جزءاً لا يتجزأ من أيّ معاملة يتمّ فيها مبادلة حقوق والتزامات في المستقبل، وخصوصاً عند اتخاذ القرارات المالية المختلفة، ونظراً لأنّ قدرة أي أصل من الأصول على توليد العائد غير مضمونة، فقد برزت أهمية إدارة المخاطر بشكل لافت، وعليه فقد خصّصنا هذا المبحث للتطرق لمفهوم إدارة المخاطر والأسباب المختلفة التي دفعت الاقتصاديين لدراسة إدارة المخاطر والتركيز عليها وكذا السياسات المتبعة في إدارة هذه المخاطر.

المطلب الأول: مفهوم إدارة المخاطر وأهميتها

ازدادت أهمية إدارة المخاطر خلال العقدین الأخيرين وعلى مدار الفترة الزمنية بسبب الأزمات المختلفة وظهور رأس المال القائم على المخاطر في صناعة البنوك والتأمين، نتطرق في هذا الفرع إلى مفهوم إدارة مخاطر والأهمية التي تكتسبها.

الفرع الأول: مفهوم إدارة المخاطر

تتعدّد آراء الباحثين حول مفهوم إدارة المخاطر إلاّ أنهم يتفقون على أنها تحديد ومتابعة ومراقبة المخاطر للإبلاغ عنها والتحكّم فيها للحد من آثارها السلبية، كما أنّها مدخل علمي للتعامل مع المخاطر بتحديد الخسائر المحتملة وتصميم وتطبيق الإجراءات التي تقلّل حصول الخسارة أو التأثير المالي للخسائر التي يمكن أن تحدث¹.

كما عرّفت لجنة التنظيم المصرفي وإدارة المخاطر المنبثقة عن هيئة قطاع المصارف في الولايات المتحدة الأمريكية إدارة المخاطر بأنّها: هي تلك العملية التي يتمّ من خلالها تعريف المخاطر وتحديدها وقياسها ومراقبتها وذلك بهدف ضمان ما يلي²:

أولاً: أنّ المخاطر ضمن الإطار الموافق عليه من قبل مجلس الإدارة؛

ثانياً: أنّ عملية القرارات المتعلقة بتحمّل المخاطر تتفق مع الأهداف الاستراتيجية للبنك؛

ثالثاً: أنّ العائد المتوقّع يتناسب مع درجة المخاطر؛

رابعاً: أنّ تخصيص رأس المال والموارد يتناسب مع مستوى المخاطر؛

خامساً: أنّ القرارات المتعلقة بتحمّل المخاطر واضحة وسهلة الفهم والتطبيق؛

سادساً: أنّ حوافز الأداء المطبّقة في البنك منسجمة مع مستوى المخاطر.

¹ صادق راشد الشمري، مرجع سابق، ص 41.

² عبد الهادي مسعودي، خيرة مسعودي، مرجع سابق، ص 6.

الفرع الثاني: أهمية إدارة المخاطر

لقد برزت إدارة المخاطر كمفهومٍ رائدٍ نظرًا للأهمية الواضحة التي تُضيفها للمؤسسات عموماً والبنوك بشكلٍ خاصٍ كما أثبتته العديد من الدراسات، نذكر منها¹:

أولاً: إدارة المخاطر لها تأثير كبير على الحدّ من تقلبات أرباح البنوك المقبولة؛

ثانياً: إدارة المخاطر تُضيف قيمة للمساهمين، فقد وُجد أن تلك الشركات التي تتبّع إدارة المخاطر تُضيف عادة حوالي 20% إلى 30% قيمة أكبر للمساهمين، لأنّه يتمُّ تقييم الأعمال والأفراد بالتزامن مع المخاطر التي تُؤثر على الأهداف؛

ثالثاً: من خلال مراقبة المستقبل وتحديد المخاطر بانتظام وإجراءات التخفيف من حدتها، هناك فرصٌ كبيرة في أنه سيكون هناك عدد أقل من المفاجآت في نهاية العام؛

رابعاً: تُساعد إدارة المخاطر في اتخاذ قراراتٍ أفضل حيث يتمُّ استكشاف جميع السيناريوهات المحتملة؛

خامساً: ثبت أن إدارة المخاطر تُساعد في تعظيم الربح وتحسين مُتطلبات رأس المال. المبدأ الأساسي لإدارة المخاطر هو إضافة قيمة للمنظمة، من خلال الحدّ من تقلب النتائج.

مما سبق، نجد أن إدارة المخاطر المصرفية هي عملية مُتابعة ومراقبة المخاطر لتحديدّها والإبلاغ عنها والتحكّم فيها، وتُساعد هذه العملية المؤسسات والبنوك في اتخاذ القرار بشكلٍ أفضل بهدف تعظيم الربح وتحسين مُتطلبات رأس المال عموماً.

المطلب الثاني: أسباب التوجه لدراسة إدارة المخاطر

لقد أدت التغيّرات في طبيعة العمليات والأنشطة والخدمات التي تُقدّمها المصارف إلى زيادة الإهتمام بدراسة إدارة المخاطر، ويمكننا إيجاز هذه التغيّرات في النقاط التالية²:

أولاً: زيادة حدة المنافسة

نقصد بها زيادة المنافسة في مجال جذب وإستقطاب الودائع، وكذلك في مجال منح القروض والإئتمان؛

ثانياً: الصيرفة الإستثمارية

الصيرفة الشاملة تكون من خلال الدخول إلى مجالات الإستثمار المختلفة كالوساطة والمُتاجرة بالأدوات داخل وخارج الميزانية؛

¹ Sonjai Kumar, Ibid, p3, 4.

² صادق راشد الشمري، مرجع سابق، ص36-38.

ثالثاً: إزالة القيود وإعادة التنظيم

فهذه الإجراءات الجديدة أدت إلى دخول المصارف إلى مجالات مصرفية ومالية عديدة لم تكن ضمن أنشطتها المعتادة؛

رابعاً: الإبداع المالي

فالإبداع المالي رافقه ظهور ما يُسمّى بالمُشتقات المالية، ومع زيادة تعامل المصارف بها بوصفها بنوداً خارج الميزانية أصبحت قيمها تفوق قيمة البنود داخل الميزانية في كثير من المصارف؛

خامساً: التوريق أو التسديد

أي تحويل الموجودات منخفضة السيولة مثل القروض ذات الجدارة الائتمانية العالية أي مضمونة السداد إلى موجودات ذات سيولة عالية كالسندات التي يكتب فيها الجمهور، وتسفيد المصارف من مبالغها لتمويل أنشطتها المصرفية المختلفة؛

سادساً: العولمة

هذه الأخيرة وسّعت مجالات العمل المصرفي والمالي ممّا أدى إلى دخول المصارف إلى أسواق جديدة وتنامي نشاطها بشكل واسع ممّا أدى بالنتيجة إلى زيادة حدة درجة المخاطر التي تواجه أنشطتها وعملياتها؛

سابعاً: التقدم التكنولوجي

الذي غير من آلية التعامل المصرفي من التعامل وجهاً لوجه مع الزبون إلى المصرف الافتراضي أو من خلال ما يُسمّى بالصيرفة الإلكترونية التي توسّع التعامل بها في التسعينات وبداية القرن الواحد والعشرين ممّا زاد من مخاطر العمل المصرفي.

المطلب الثالث: سياسات إدارة المخاطر

إدارة المخاطر هي عملية لتحديد التعرّض للخسارة التي تواجهها المنظمة واختيار أنواع أو طرق مختلفة أو تقنيات مناسبة لتقليل المخاطر، والقضاء على المخاطر ومعالجة مثل هذه التعرّضات، وتعدّ سياسات إدارة المخاطر عبارة عن أساليب معالجة الخطر، وعلى العموم يمكن جمع أهمّ سياسات إدارة الخطر في العناصر التالية:

أولاً: تجنب الخطر

يُقصد بسياسة تجنب الخطر إتخاذ قرارات الحدّ من نشاط معين أو إيقاف النشاط كليّة، وذلك عندما يتطوي هذا النشاط على خسائر جسيمة ولا تتوفّر لها التغطية المناسبة، وبذلك فإنّ سياسة تجنب الخطر تتمثل في القرار السالب، أي عدم اتخاذ القرار الذي يؤدي إلى الخطر، وهذه الطريقة هي الأسهل لإدارة المخاطر التي تمّ تحديدها هي تجنبها تماماً، يحدث التجنب عندما ترفض شركة ما الانخراط في أنشطة

معروفة أو يُنظر إليها على أنها تتطوي على مخاطر من أي نوع، ويُنطوي هذا إمّا على تجنب المخاطرة أو قبول البدائل أو الفرص الأقل خطورة¹؛

ثانياً: نقل الخطر أو تحويله للغير

تتضمن سياسة تحويل الخطر أن تتحمل نتائج تحقق الأخطار المختلفة شركة مُختصة مُقابل قسط نقدي كشركات التأمين، أو أي مؤسسة أخرى تكون أكثر قوة من المؤسسة الأولى على مُعالجته أو التحكم فيه بإيجاد الوسيلة المناسبة للتخفيف منه، وإنقاص الضرر إلى أدنى حد مُمكن²؛

ثالثاً: الاحتفاظ بالخطر أو افتراض الخطر

تتجّه سياسة الاحتفاظ بالخطر نحو افتراض الخطر والعامل على إيجاد وسائل داخل الشركة للسيطرة على الخطر، ويظهر من وجود احتمالين: إذا كان الخطر مُهملاً بسبب عدم معرفة وجوده، أو إذا وُجد إهتمام بوجود الخطر وتمّ وضع قرار بعدم إتخاذ أي قرار بشأنه، أو الإحتفاظ به من خلال التأمين، ولكن يجب على مدير الخطر التأكد من مقدرة الشركة على تحمل الخطر³؛

رابعاً: تخفيض الخطر أو منع الخسارة

تهتمّ استراتيجية تخفيض الخطر بتقليل ظاهرة اللاتأكد والشكّ عند إتخاذ القرارات، ويُمكن الوصول إلى هذه النتيجة عن طريق التنبؤ بدقة كافية بإحتمال تحقق الحوادث، والتنبؤ بدقة أيضاً بحجم الخسارة التي تنتج في كل مرة تحدث فيها، وذلك بعد دراسة موضوعية لنوعية الخطر وأسبابه والتخطيط لمواجهتها عند تحققها، تحاول هذه الطريقة تقليل الخسارة بدلاً من القضاء عليها تماماً، أثناء قبول المخاطر، فإنها تظل مركزة على إحتواء الخسارة ومنعها من الإنتشار، حيث يُمكن القضاء على بعض المخاطر بينما يُمكن تقليل بعض المخاطر إلى حدّ ما⁴؛

خامساً: مبدأ أو سياسة التنويع

يؤكد هذا المبدأ ضرورة قيام المُستثمر بتنويع موجوداته من خلال مسكه لنوعين أو أكثر، وقد كان الإعتقاد الشائع حول التنويع في الفترة التي سبقت ظهور نظرية المحفظة، هو أن توزيع المخاطر بالاعتماد على التنويع يتم من خلال مسك عدد كبير من الأسهم داخل المحفظة والتي يتم إختيارها من قطاعات إقتصادية مختلفة ممّا يجعلها عرضة لمؤثرات إقتصادية مختلفة.

¹ Sourav Mlha, **Risk Management Question**. 2021, p2

² Fortuné Aniko, *Ibid*. p4.

³ عبد الناصر براني أبو شهد، مرجع سابق، ص 212.

⁴ Sourav Mlha, *Ibid*, p3.

المبحث الثالث: بناء المحفظة الاستثمارية واختيار المحفظة المثلى

يعود الفضل في تطوير نظرية المحفظة إلى هاري ماكويتز Harry Markowitz عام 1952 ببحث حول اختيار المحفظة، وتضمنت المقالة المبادئ الأساسية لبناء المحفظة الاستثمارية من خلال الارتباط بين العوائد المتأنيبة من الاستثمارات المتنوعة، واقترح صيغاً لتحديد معدل العائد المتوقع للمحفظة وقياس المخاطر المتوقعة في ظل فرضيات مقبولة¹، فجوهر نظرية المحفظة حسب هاري ماكويتز يدور حول أثر التنوع المدروس في تخفيض مخاطرة المحفظة، وبناءً عليه قدم نظرية المحفظة الكفوءة، وطور المجموعة الكفوءة أو ما يُعرف بـ: الحد الكفاء والذي يعني أنه بعدد محدود من الأصول يُمكن بناء عدد من المحافظ الاستثمارية على افتراض غياب معدل العائد الخالي من المخاطرة².

في عام 1958م طرح جامس سي توبين افتراضاً جديداً هو إمكانية إقراض أو اقتراض المُستثمر بمعدل خالٍ من المخاطرة (R_f) وهو معدل عائد لا يحمل أية حالة عدم تأكيد، ومن ثمَّ فإنَّ مخاطره تُساوي الصفر³، وأصبح شكل الحد الكفاء خطأً مستقيماً يمتدُّ من معدل العائد الخالي من المخاطرة على محور العائد ويلامس أعلى نقطة في الحد الكفاء لماركويتز، وتأسيساً على ما توصل إليه ماركويتز أضاف William F. Sharpe تحسیناً آخر بابتكاره لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) عام 1964 والذي يُفصل فيه العلاقة بين مخاطر السوق (المخاطر النظامية) ومعدل العائد المطلوب، وهو ما أصبح فيما بعد معياراً لقياس كفاءة المحفظة الاستثمارية بتقديمه الأساس الكمي لقياس المخاطرة⁴، وفي عام 1974 تطرق Stephen A. Ross إلى نموذج الأسعار المرجحة (APT) القائمة على فرضية أنَّ عائد الورقة المالية يتحدَّد استناداً إلى عددٍ من العوامل أو المتغيرات الاقتصادية وليس بمتغير واحد كما افترض نموذج (CAPM)⁵.

يتناول هذا المبحث النماذج المختلفة لبناء المحفظة الاستثمارية بغرض تحقيق الأهداف المنشودة واختيار المحفظة المثلى من بين المحافظة الممكنة.

المطلب الأول: المحفظة الاستثمارية المثلى

نظراً لتباين وجهات نظر المُستثمرين فلا يوجد مفهوم مُحدَّد للمحفظة الاستثمارية المثلى، ولكن يُمكن تعريفها على أنها تلك المحفظة التي تتكوّن من تشكيلة متنوعة ومُتوازنة من الموجودات والأدوات المالية بطريقة تجعلها الأكثر ملاءمة من أجل تحقيق أهداف المُستثمر، أو هي تلك المحفظة المُنتقاة من بين

¹ لؤي علي محمود الجبوري، مرجع سابق، ص 37.

² سامية فقير، مرجع سابق، ص 26.

³ Idris Kharroubi, Ibid, p42.

⁴ سامية فقير، مرجع سابق، ص 27.

⁵ لؤي علي محمود الجبوري، مرجع سابق، ص 37.

المحافظ الكفوة التي تتناسب مع نموذج أو دالة التبادل ما بين العوائد والمخاطر¹، والمحفظة المثلى هي التي تتوفر فيها المواصفات التالية²:

- تحقيق التوازن للمستثمرين ما بين العائد والأمان؛
 - تتميز أصولها بمستوى كبير من التنوع الإيجابي؛
 - تحقق أدوات المحفظة السيولة أي القابلية للتسويق التي تمكن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية.
- هذا ويتم بناء نظرية المحفظة الاستثمارية المثلى على فروض أساسية هي³:
- يُمثل البديل الاستثماري للفوائد المُتوقعة من منظور التوزيع الاحتمالي خلال فترة زمنية محددة؛
 - يهدفُ المستثمر لتعظيم المنفعة المُتوقعة لفترة مُحددة، ومُنحنى المنفعة يعكس تناقصاً في المنفعة الحدية للثروة؛
 - ينظرُ المستثمر للمخاطر على اعتبارها دلالة على التقلُّب في العائد المُتوقَّع؛
 - يعملُ المُستثمر على بناء قراره من خلال مُتغيرين رئيسيين هما العائد والمخاطرة؛
 - المُستثمرون يكرهون في العادة المخاطر، حيث يُفاضل بين بديلين لهما نفس العائد بأن يختار أدهما مُخاطرة، ويُفاضل بين بديلين بنفس مُستوى المخاطرة بأن يختار الأعلى عائداً منهما؛
 - لا تُوجد ضرائب على الأرباح ولا تكلفة للمعاملات.

إن فإنَّ عملية تكوين المحفظة تتطلبُ من المُستثمر أن يُحلل ويدرس خياراته من الأصول المالية جيداً، ثم يفاضل بين الثنائيات مخاطر/ عائد وذلك من أجل إختيار الثنائية المثلى.

المطلب الثاني: نماذجُ بناء المحفظة الاستثمارية المثلى

من أجل المحفظة الاستثمارية الكفوة يجبُ على المستثمر أن يحدِّد مُنحنى المحافظ المثلى والذي يُعرف بمنحنى الحدِّ الفعّال، ثمَّ تحديد المحفظة الكفوة. وللقيام بذلك تُوجد ثلاثة نماذج أساسية هي نموذج ماكويتر، نموذج توبين ونموذج شارب، وفيما يلي نتناول كل نموذج بشيء من التفصيل.

الفرع الأول: نموذج ماكويتر لإختيار المحفظة المثلى

تقترح نظرية ماكويتر أنَّ تجميع الأصول (أو الاستثمارات الفردية) في محافظ يُمكنُ المُستثمرين الذين يَجْتُنون المخاطر من تعظيم عوائدهم إلى الحدِّ الأقصى لمستوى مُعيَّن من المخاطر. للقيام بذلك، تعملُ نظرية المحفظة على مبدأ بسيط: في حين أنَّ العائد الإجمالي على محفظة الأصول يعكسُ مجموع أجزاءها، أي

¹ رافع عبد حنيت، مرجع سابق، ص 25.

² خلفان حمد عيسى، إدارة الاستثمار والمحافظ المالية. دار يافا العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2016، ص 76.

³ نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة. مجلة دراسات- العدد الاقتصادي، المجلد 15، العدد 02، الجزائر، 2018، ص 59.

أصولها الفردية، فإنَّ الشيء نفسه لا يَنطبق على المخاطر، والتي يتمُّ تحسينها من خلال التنوع - جزئيًا على الأقل¹، ويقومُ هذا النموذج على تحديد مجموعة المحافظ الكفوة المُمكنة ثمَّ إختيار المحفظة المثلى.

أولاً: مجموعة المحافظ الكفوة (منحنى الحدِّ الفعال)

منحنى الحدِّ الفعال هو مجموعة النقاط المُتمثلة لمجموعة المحافظ الكفوة (المثلى) ويرسم العلاقة بين العائد والمخاطرة، باستعمال البيانات التاريخية لهذين العنصرين، مع افتراض أنَّ جميع أدوات الإستثمار المُتاحة حاملةٌ للمخاطرة، ولا توجد بينها أدوات إستثمارية خالية من المخاطرة².

الشكل رقم (14): منحنى الحدِّ الفعال



المصدر: عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. 2017، ص97.

يُتمثل المحور العمودي (RP) العوائد على الإستثمار والمحور الأفقي (QP) مُستويات المخاطرة في حين يتمثل منحنى الحدِّ الفعال في المنحنى (ID) الذي يقسّم مجالات الإستثمار المُتاحة للمستثمر إلى جزئين، القسم الأعلى على يسار المنحنى يُتمثل مجموعة المحافظ غير المُمكنة بالنسبة للمستثمر، ويُمثل القسم السفلي على يمين المنحنى مجموعة المحافظ المُمكنة للمستثمر، وبما أنَّ العلاقة بين العائد والمخاطرة طردية، فإنَّه من مصلحة المستثمر إختيار محفظته الكفوة من بين النقاط الواقعة على المنحنى (ID) أي في حدود المجموعة المُمكنة من المحافظ، على إعتبار أنَّ هذا المنحنى هو أبعد حدِّ في قطاع المحافظ المُمكنة³.

ثانياً: إختيار المحفظة المثلى

يُهيمن على العلاقة التكافلية بين القرارات الاستثمارية مُتغيرين: العائد المتوقَّع والمخاطر المُتوقَّعة، يُفترض عادةً أن المُستثمرين يتجنَّبون المخاطرة، أي أنَّهم يُفضلون المخاطرة المُنخفضة على المخاطر

¹ Frank Figge and others, Ibid, p3.

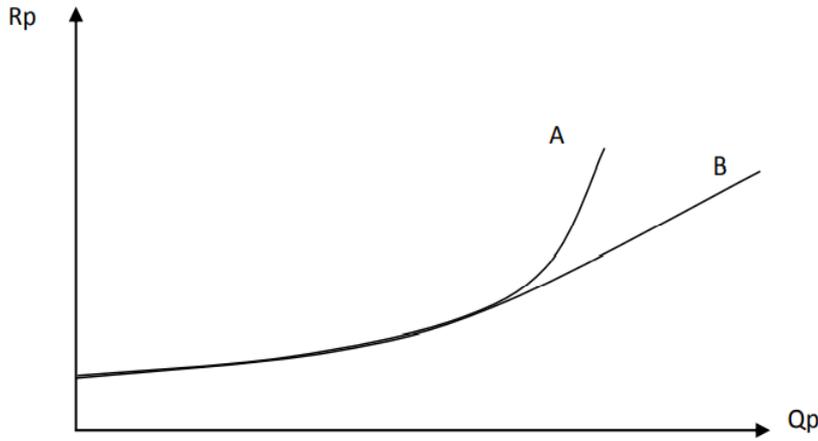
² سامية فقير، مرجع سابق، ص45.

³ عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. 2017، ص98.

العالية. ومع ذلك، يفضل المستثمرون في نفس الوقت العوائد المرتفعة على العوائد المنخفضة؛ المشكلة هي أن العوائد المرتفعة مرتبطة بمخاطر عالية؛ ببساطة، إذا أراد المستثمرون الحصول على الأول، فعليهم قبول الأخير¹.

بعد تحديد منحنى الحد الفعال، يتم البحث عن كيفية تحديد المحفظة المثلى من النقاط الواقعة على هذا المنحنى، ويستلزم ذلك معرفة ميول المستثمر اتجاه الخطر أو ما يعرف بـ "دالة المقايضة بين العائد والخطر"، وتستند هذه الدالة على المفهوم الاقتصادي لمنحنيات السواء، يُقال إن المحفظة تكون مثلى إذا لم تُهيم عليها أي محفظة أخرى² كما يظهره الشكل الموالي:

الشكل رقم (15): منحنيات السواء للعائد والخطر المتوقع



المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية. المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007، ص294.

نلاحظ أنه يمكن رسم عددٍ لا نهائي من منحنيات السواء لأي مستثمر، كونها تمثل المقايضات بين العائد والمخاطرة لمستويات مختلفة من الرضا، حيث تحصل على عائد أكبر عند انتقال المنحنيات ناحية اليسار وبحدود مستوى معين من الخطر، ضيف إلى ذلك أن كل فرد يختلف عن الآخر فيما يتعلق بمنحنيات السواء، فنجد أن منحنيات المستثمر (A) تبدأ من نفس النقطة ولها ميل أكبر من ميل منحنيات المستثمر (B)، وذلك معناه أن المستثمر (A) يطلب عائداً أكبر لنفس مستوى المخاطرة من المستثمر (B)، لذا يُعتبر أكثر تشدداً من ناحية قبوله للمخاطرة³.

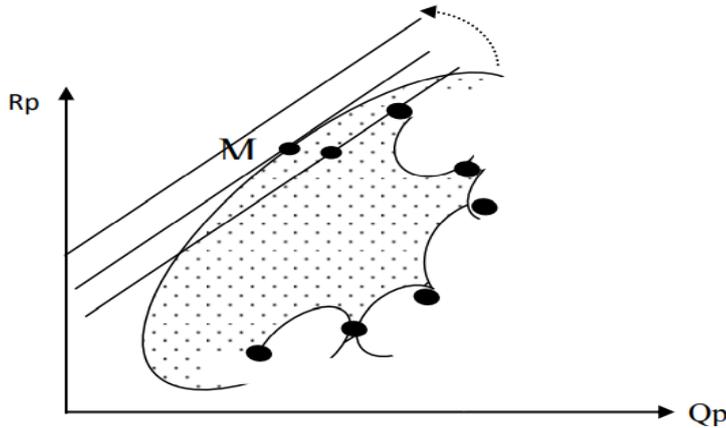
من أجل التوصل إلى تحديد المحفظة المثلى، يتم الجمع بين منحنى الحد الفعال أي مجموعة المحافظ الكفوة ومنحنيات السواء، وتمثلها نقطة التماس بين المنحنيين، حيث تمثل هذه النقطة أعلى مستوى رضا يمكن أن يصل إليه المستثمر، كما يوضحه الشكل التالي:

¹ Frank Figge and others, Ibid, p3.

² Idris Kharroubi, Ibid, p36.

³ سامية فقير، مرجع سابق، ص46، 47.

الشكل رقم (16): تحديد المحفظة الكفوة



المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية. المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007، ص 297.

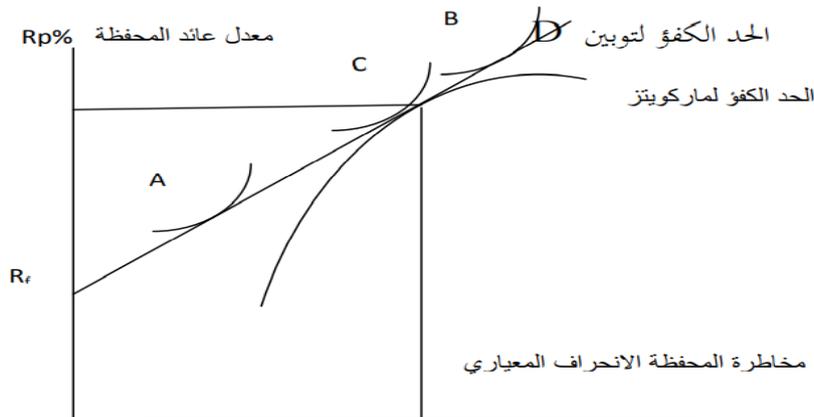
تمثل النقطة M نقطة التماس بين منحنى الحد الفعال وأحد منحنيات السواء، وهو ما يُمثل المحفظة الكفوة التي يتم اختيارها من قبل المستثمر.

الفرع الثاني: نموذج توبين لاختيار المحفظة الكفوة

أسهم توبين بإضافة افتراض جديد لبناء المحفظة الكفوة، وهو إمكانية المُستثمر الإقراض والإقتراض بمعدلٍ خالٍ من المخاطرة (R_f) كما هو الحال عند شراء حوالات الخزنة مثلاً، وهو العائد الذي لا يحمل أية حالة عدم تأكد، أي أن الانحراف المعياري يكون مُساوياً لـ 0 والتباين المشترك مع أية ورقة مالية يساوي 0 لأن معامل الارتباط بينهما هو 0.

بناءً عليه، يتخذ منحنى الحد الفعال شكل خط مستقيم، فيمتد من معدل العائد الخالي من المخاطرة (R_f) على المحور العمودي ويُلّامس أعلى نقطة في منحنى الحد الفعال الخاص بماركوبيتز كما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (17): اختيار المحفظة الكفوة وفقاً لنموذج توبين



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار. إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة 01، الأردن، 2013، ص62.

نُمثل النقطة C المحفظة المثلى المُكونة من أوراق مالية ذات مخاطرة، والتي تقع على منحنى الحدِّ الفعَّال لتوبيين وفي الوقت نفسه على منحنى الحدِّ الفعَّال لماركويترز. وسبب العلاقة الخطية التي يُمثلها الخط (AD) هو أنَّ المحافظ الكفوة الجديدة المُكونة من الإستثمار (R_f) والمحفظة C سنكوّن المعدل الموزون لمخاطرة المحفظة C والتي تُسمى بـ "المحفظة الخطرة".

بعد تحديد المحفظة الخطرة C بإمكان المُستثمر إختيار محفظته المثلى من أيّة نقطة على الخط المُستقيم (منحنى الحدِّ الفعَّال) وفقاً لتفضيلاته للعائد ودرجة تجنبه للمخاطرة، وعليه فالمُستثمر A المتجنّب للمخاطرة يضعُ جزءً من أمواله في المحفظة الخطرة C والجزء الآخر يستخدمه لشراء أدوات خزينة مثلاً بمعدل خالٍ من المخاطرة (R_f) ، وبالتالي سيكون في مكان ما على طول الخط $(C - R_f)$ وتُسمى "محافظ الإقراض". أما المُستثمر B الأقلُّ تجنباً للمخاطرة فيقومُ بالإقتراض بمعدل (R_f) واستثمار أمواله المُقترضة والمُمتلكة في المحفظة الخطرة C، ومن ثمَّ سيكون في مكان ما على طول الخط $(C - R_f)$ وتُسمى "محافظ الإقتراض"، أو قد يستثمر في المحفظة الخطرة من دون إقراض ولا اقتراض¹.

الفرع الثالث: نموذج شارب لإختيار المحفظة المثلى

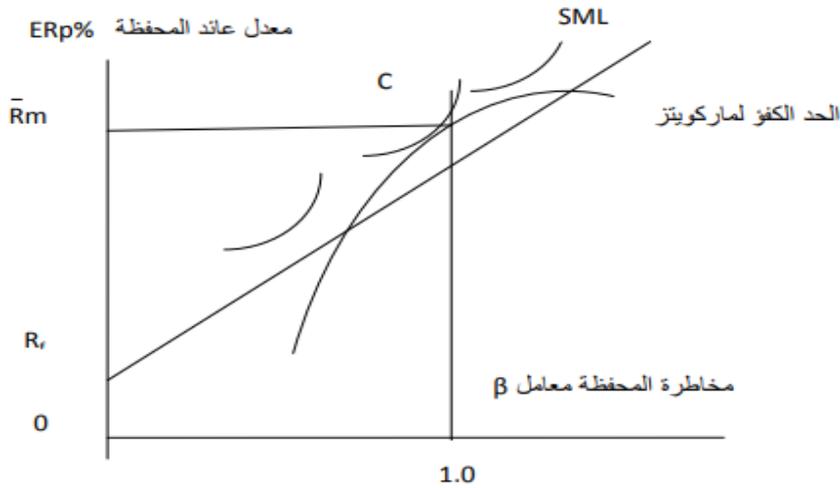
عملية إختيار المحفظة المثلى بوجود الإستثمار الخالي من المخاطرة، فإنَّ منحنى الحدِّ الفعَّال سيُصبح خطاً مستقيماً يمتدُّ من (R_f) على المحور العمودي ويُلتمس أعلى نقطة في الحدِّ الفعَّال لماركويترز، في حين أن شارب إفترض أنَّ محفظة السوق الخطرة مُنوعة بشكل كفاء، ما يعني أنَّ المخاطرة اللانظامية قد أُغيت، فالمُستثمر سيواجه فقط المخاطر النظامية، ومن ثمَّ فإنَّ المحور العمودي يُمثل العائد المتوقع أمَّا المحور الأفقي فقد تغيّر ليُمثل المخاطر النظامية والتي تُقاس بمعامل بيتا، حيث أنَّ مخاطرة أيّة ورقة مالية تعتمدُ على مقدار مساهمتها في مخاطرة محفظة السوق، وعليه فإنَّ السعر السوقي للمخاطرة أصبح مُرجحاً بدرجة ارتباط عوائد المحفظة الإستثمارية بمحفظة السوق² وفقاً للصيغة التالية:

$$PR = R_f + (E R_f - R_f) B$$

¹ سامية فقير، مرجع سابق، ص 48، 49.

² سامية فقير، مرجع سابق، ص 49.

الشكل رقم (18): اختيار المحفظة الكفوة وفقاً لنموذج شارب



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار. إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة 01، الأردن، 2013، ص64.

في الشكل أعلاه يستطيع المُستثمر التحرك على طول SML، وذلك بالاستثمار بنسبٍ مختلفة من رأس ماله في محفظة السوق وبالإستثمار الخالي من المخاطرة، ليقوم في النهاية باختيار محفظته المثلى من نقطة التماس أعلى منحني سواء للمُستثمر بالحد الكفاء أو خط SML.

المطلب الثالث: نماذج إدارة المحفظة الاستثمارية

لقد وُضعت العديد من النماذج لتسيير المحفظة الإستثمارية بدءاً بنموذج شارب البسيط وتطوّرت مع تطوّر وتبلور نظرية المحفظة فظهر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في الستينات من القرن الماضي ثمّ نموذج التسعير بالمراجعة في السبعينات من القرن نفسه.

الفرع الأول: نموذج شارب البسيط

قام شارب بتطوير معامل بيتا لإستخدامه كمقياس للتنبؤ بالمخاطرة مُستعملاً في ذلك معادلة الانحدار البسيط كما يلي:

$$ER_J = \beta_{\Delta} ER_M \Delta$$

إن التغير في عائد السهم يعتمد على التغير في معامل بيتا وهي عبارة عن درجة حساسية السهم لمخاطرة السوق أو تذبذب عوائد السوق، فإذا كانت قيمة بيتا = 1 دلّ ذلك على أنّ التغير النسبي لعائد السوق ينعكس بنفس المقدار للتغير النسبي لعائد السهم، أما إذا كانت قيمة بيتا أكبر من 1 دلّ ذلك على أنّ التغير النسبي لعائد السهم يكون أكبر من التغير النسبي لعائد السوق، أمّا في حالة بيتا أقل من 1 فإن التغير النسبي لعائد السهم يكون أقل من التغير النسبي لعائد السوق¹.

¹ Dominique Poincelot, *Gestion de portefeuille*. Cours et applications, p55.

إعتماداً على النموذج فإنه عندما يكون الإقتصاد في حالة زواج يبحث مدراء المحافظ الإستثمارية عن الأوراق المالية التي لها معامل بيتا مرتفع أي أنّ درجة حساسيتها لتغيرات السوق شديدة، أمّا في حالة الإنكماش فيعمدُ المدراء لانتقاء الأوراق المالية قليلة التأثير بتغيرات السوق أي أنّ معامل بيتا الخاص بها مُنخفض.

الفرع الثاني: نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية Capital Asset Pricing Model

لقد لاحظ ماركويتز أنّ المُستثمرين يرغبون في إختيار الأسهم العادية التي تمتلك أقل المخاطر لعائد مُتوقَّع معلوم أو أكبر عائد مُتوقَّع لمخاطرة معلومة، وتأسيساً على ذلك طوّر شارب هذه الفكرة سنة 1963م إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية واستخدمه في تقييم الإستثمار بالموجودات المالية، وقد أُجريت دراسات عديدة من قبل آخرين لإستخدام النموذج في مجالات مالية أخرى منها دراسة لنتر عام 1965م، دراسة موسين عام 1966م، دراسة حمادة عام 1972م، حتى أنّه إستخدم في مجال قرارات المُفاضلة بين الهياكل وتقدير كلفة التمويل وغيرها¹، يتمثل جوهره في أنه يُمكن تقسيم مخاطر كل ورقة مالية إلى مُكوّن منتظم مشترك لجميع أصول السوق ومُكوّن مُحدّد قابل للتنويع ، حيث يُكافئ السوق المُكوّن النظامي فقط². تُقدّم الصيغة الرياضية لمعادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية كما يلي:

$$R_p = R_f + (E R_m - R_f) \beta_j$$

حيث أن:

R_p : معدل العائد المطلوب

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة

$(E R_m - R_f) \beta_j$: علاوة المخاطرة

يبني نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية على الفروض الأساسية التالية³:

- يعتمدُ المُستثمر في المُفاضلة بين المحافظ الإستثمارية المتاحة على مُتغيرين أساسيين هما العائد والمخاطرة، وهو مُستثمر رشيد؛
- إنّ تقييم المُستثمر للورقة المالية يمتدُّ لفترة واحدة فقط؛
- يهتمُّ المُستثمر دائماً بأعلى العوائد، ويكرهُ بطبيعته المخاطر؛
- إنّ الأصول المالية قابلةٌ للتجزئة والتسييل، أي بإمكان المُستثمر شراء أيّ كمية من الأصول التي يرغب في إقتنائها؛
- يُمكن للمُستثمر الإقراض والاقتراض بمعدل يُساوي معدل العائد الخالي من المخاطر؛

¹ سامية فقير، مرجع سابق، ص51.

² Idris Kharroubi, Ibid, p49.

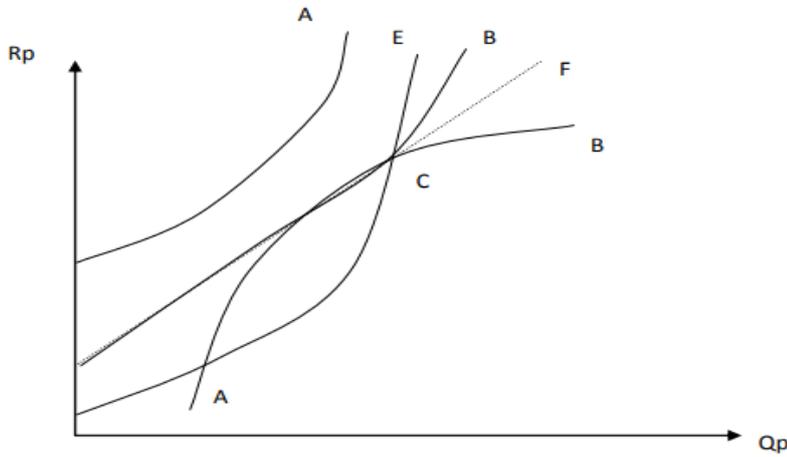
³ Idris Kharroubi, Ibid, p50,51.

- لا توجد تكاليف للمعاملات ولا ضرائب للأرباح؛
- يُمكن للمستثمرين الحصول على المعلومات بسرعة ودون تكلفة؛
- إنَّ للمستثمرين توقعاتٍ متشابهة بشأن العوائد المُتوقَّعة والمخاطر.

أولاً: خط سوق رأس المال CML

يُعرف خط سوق رأس المال بأنه مجموعة من الفرص الإستثمارية المُتاحة عندما تكون تصوُّرات المُستثمرين متجانسة، ويأتي من العلاقة بين الإستثمار الخالي من المخاطرة مع محفظة السوق، كما يُوضحه الشكل الموالي.

الشكل رقم (19): خط سوق رأس المال CML



المصدر: عبد الرزاق قاسم، أحمد علي. إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. 2017، ص 134.

يُمثِّل الخط المستقيم R_f MF خط سوق رأس المال، ويعكسُ العلاقة بين العائد المُتوقَّع والمخاطرة لآية محفظة كفاءة عندما يكون سوق رأس المال في حالة توازن، ويُمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية:

$$ER(p) = R_f + Q(R_p)$$

حيث أن:

P : علاوة المخاطرة، وتتألف من الخطر التوازني في سوق رأس المال لوحدة الخطر مضروباً في درجة المخاطرة في المحفظة المطلوبة.

ثانياً: خط الإستثمار SML

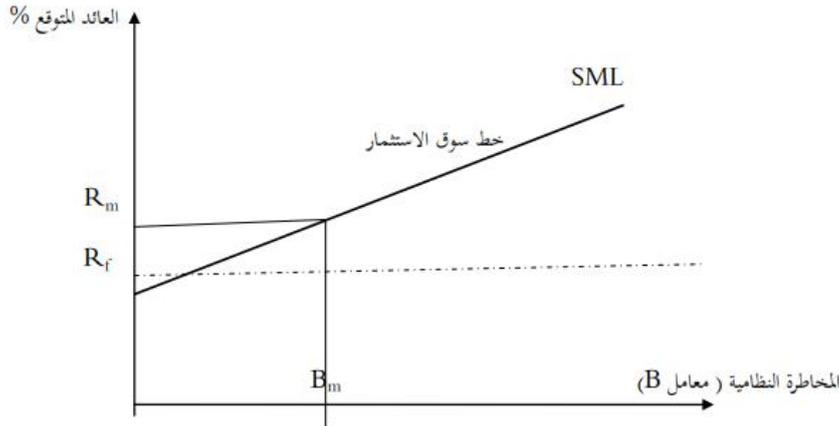
يعتمدُ خط الإستثمار أو خط سوق الورقة المالية على أنَّ معدل العائد المُتوقع على الإستثمار لأيّ سهم عادي يتكوَّن من عائدٍ خالٍ من المخاطرة زائد عامل المخاطرة المُعدَّل المُتأني من حاصل ضرب علاوة

المخاطرة المطلوبة لعائد السوق في مخاطرة السهم B_j^1 ، ويُعتبر تمثيلاً بيانياً لنظرية تسعير الأصول الرأسمالية ومُعادلتها كما يلي:

$$E(R_p) = R_f + (E R_m - R_f) \beta_j$$

كما يوضحه الشكل الموالي.

الشكل رقم (20): خط سوق الاستثمار SML



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة. إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص32.

كما يُوضّح الشكل أعلاه، عندما تكون المخاطرة النظامية مُساوية 0 فإن خط سوق الإستثمار يكون عند نقطة ثابتة على المحور العمودي والتي تمثل معدل العائد الخالي من المخاطرة R_f وعندما تزداد المخاطرة فإنّ معدل العائد المُتوقَّع سيزداد أي أنّ العلاقة بين معدل العائد المُتوقَّع والمخاطرة النظامية علاقة طردية مُوجبة.

ثالثاً: الفرق بين خط سوق الإستثمار وخط سوق رأس المال

رغم أنّ كلا من خط سوق الإستثمار وخط سوق رأس المال يقيس العلاقة بين المخاطرة والعائد إلا أنّ هناك إختلافات بينهما تظهر فيما يلي²:

- أ. يقيس خط الإستثمار العلاقة بين المخاطرة والعائد للإستثمار الفردي أو السهم العادي الواحد والمحفظة، بينما يقيس خط سوق رأس المال العلاقة بين المخاطرة والعائد للمحفظة؛
- ب. تقع المحافظ الكفوة على الخطين (CAMP) و(SML) بينما المحافظ غير الكفوة تقع على خط سوق الإستثمار فقط (SML)، حيث أنّ العائد المُتوقَّع لأيّ محفظة هو المعدل الموزون للعوائد المُتوقَّعة للإستثمارات المُكوّنة لها وتمثّل النسبة أو الكميّة المُعدّة للإستثمارات أوزان تلك العوائد، وحيث أنّ جميع الإستثمارات تقع على الخط نفسه، فهذا يعني أنّ جميع الإستثمارات والمحافظ

¹ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص82.

² محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص87.

يجبُ أن تُرسم في أعلى ميل الخط المستقيم في الشكل البياني الذي يمثّل محوره العمودي العائد المتوقع ويُمثّل مخاطرته معامل بيتا محوره الأفقي؛

ت. تُقاس مخاطرة الإستثمارات الفردية أو الأسهم العادية بالتباين المشترك بدلاً من الانحراف المعياري في خط الإستثمار (SML) بينما يُستخدم الانحراف المعياري للمحفظة في خط سوق رأس المال (CAMP).

الفرع الثالث: نموذج التسعير المُرجّح APT /العوامل الثلاثة The Three- Factors Model

يُعرف أيضا بنظرية الأربتراج، أسَّسها "S. ROSS" عام 1976م، ويبنى على فكرة أنّه في الأسواق المالية الكفوة فإنّ العائد المُعدّل بالمخاطرة يكون مُساوي ومُتماثل لجميع المُستثمرين، وأنّه يمكن تحقيق أكبر العوائد من أقلّ ثروة مُمكنة وبدون التعرّض للمخاطرة، وتبرز أهمية النموذج في كونه يعتمدُ على عوامل مُتعدّدة إضافة إلى معدلِ محفظة السوق في احتساب معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المالية، إذ أنّه يحتاج إلى تحليل عدّة عوامل إقتصادية لها تأثير على النشاط الإقتصادي الكليّ مثل: أسعار الفائدة، التضخم، مُعدلات النمو في الناتج المحلي الخام كمرحلة أولى، ثمّ تتمّ عملية قياس علاوة المخاطر لهذه العوامل كُلاً على حدا، وفي المرحلة الثالثة تُحسب درجة حساسية معامل بيتا لكلّ سهم إتجاه هذه العوامل¹.

إذن فحسبَ نظرية الأربتراج فإنّ العائد على الورقة المالية يتأثّر بنوعين من العوامل، هما عوامل إقتصادية عامّة هي عوامل السوق وعوامل خاصّة بالشركة المُصدرة للأوراق المالية، ويُعبّر عن العلاقة بين العائد وهذه العوامل بالمعادلة التالية:

$$R_i = E(R)_i + b_{i1}\sigma_1 + b_{i2}\sigma_2 + \dots + b_{ik}\sigma_k + \epsilon_i \quad \text{for } i = 1 \text{ to } n$$

حيث أن:

R_i : العائد على الورقة المالية خلال فترة زمنية معيّنة.

$E(R)_i$: العائد المتوقع على الورقة المالية إذا كان معدّل التغيّر في العوامل الرئيسية مساوياً

للصفر.

b_{ik} : درجة حساسية العائد على الورقة المالية للتغيّرات في العوامل الرئيسية المؤثرة.

σ_k : مجموعة العوامل أو المؤشرات التي تُؤثر على عوائد الأوراق المالية.

ϵ_i : تأثير العوامل المرتبطة بالشركة (المخاطر غير المنتظمة) على العائد.

يستندُ هذا النموذج إلى الفرضيات الموالية:

- المنافسة التامة في أسواق رأس المال؛

¹ سامية فقير، مرجع سابق، ص 58، 59.

- يُفضّل المُستثمر زيادة ثروته في ظل ظروف التأكد؛
- يُمكن التعبير عن العائد على الإستثمار في الأصول الماليّة كدالة خطيّة في مجموعة من العوامل والمؤشرات؛
- إنّ للمستثمرين توقعاتٍ متماثلة بشأن عددٍ وماهية العوامل المؤثرة على عائد الورقة المالية؛
- لا توجد مخاطر تُحيط بفرض المُراجعة المُربحة.

أولاً: نموذج التسعير المرجح ومعاملات بيتا

يستخدم مُعامل بيتا مدى إستجابة معدل العائدٍ للإستثمارات لعامل خطر خاص هو العائد على محفظة السوق، كما يُستخدم هذا النوع من الإستجابة لتطوير نموذج تقييم الموجودات الرأسمالية إذا كانت أسهم إحدى الشركات مُرتبطة إيجابياً بخطر التضخم، فهذه الأسهم لها بيتا تضخم موجب، ويكون سالبا في الحالة العكسية ومعدوما إذا لم تكن هناك علاقة البتة.

بفرض أنه تمّ تحديد ثلاثة مخاطر نظامية تُؤثر على معدل عائد أسهم ما، هي معدل التضخم، الناتج المحلي الإجمالي GNP، نسبة الفائدة. وتكون معدلات بيتا المُتعلقة بهذه المخاطر هي: بيتا التضخم، بيتا GNP، بيتا نسبة الفائدة. ونكتب صيغة معدل العائد الكلي للسهم كما يلي:

$$R = R_f + m + \epsilon$$

$$R = R_f + B_1 F_1 + B_{GNP} F_{GNP} + B_r F_r + \epsilon$$

المبحث الرابع: تقييم أداء إدارة المحفظة الإستثمارية

إن الإدارة الفعّالة للمحفظة تتطلّب البحث والتحليل المُستمر لأوضاع الورقة المالية وذلك بهدف شراء أوراقٍ مالية وإضافتها إلى المحفظة أو بيع أخرى، وتزدادُ صعوبة إدارة المحفظة كلما ازداد عدد الأوراق المالية المُكوّنة لها، يتطرق هذا المبحث إلى إدارة المحافظ الإستثمارية وأشكالها المختلفة ومُفصّلاً للعلاقة بين أطرافها، كما يستعرض أداء المحافظ وطرق قياسه المختلفة.

المطلب الأول: إدارة المحفظة الإستثمارية

تُعرف إدارة المحفظة الإستثمارية على أنها فنُّ تدوير الأوراق المالية وتنظيم تواريخ إستحقاقها ومُتابعة عملياتها، بهدف تحقيق الأهداف الإستثمارية التي يسعى المُستثمر للوصول إليها، وتأخذُ أشكالاً عديدة وتلتزم بأداء جملةٍ من المهام، كما تتأثر بمجموعة من العوامل والاعتبارات.

عادة يُشرف على الإدارة مدير يقوم بإدارة محافظ العملاء، يقومُ بفتح حسابٍ إستثماري للعميل ويُسجل فيه جميع ما يُحوّله هذا الأخير من المبالغ النقدية أو العينية التي يرغبُ في إستثمارها في المحفظة وعوائد

الإستثمار، يقوم المدير بتضمينه جميع القيود ويُزود العميل بكشف شهري بحركة حسابه¹، وينبغي أن يتَّصف مدير المحفظة بصفاتٍ خاصةٍ تُؤهِّله لأداء مهامه على أكمل وجه أهمها²:

- أن يتَّصف بالأمانة والمسؤولية على المحفظة ويبدل جهده في سبيل تقادي تقلبات أسواق الإستثمار؛
 - أن يكون حاسماً وشجاعاً في إتخاذ قراراته في الإستثمار أو في تصفية الإستثمار الخاسر حتَّى لا يُفوت الفرص المُتاحة في السوق، وهذا يستلزم دراية مُتعمَّقة بالظروف المحيطة بالإستثمار؛
 - أن تكون له قدرةٌ ومرونةٌ على التكيف مع التقلبات العنيفة في السوق، وهو ما يتطلب شخصية قادرة على التحليل السريع والمُطالعة الدائمة وإتخاذ القرارات الرشيدة بسرعة؛
 - على المدير أن يطورَ منهجاً شمولياً في إدارته ومزيجاً من المعرفة والدراية بكل القطاعات والمجالات الإستثمارية، كما يجب أن يتحلَّى بالهدوء وبرودة الأعصاب في إستقبال الأخبار غير الجيدة.
- غير أنَّ صعوبة إيجاد هذه المواصفات جعل الكثير من المُستثمرين يُفوضون إدارة محافظهم إلى جهات متخصصة في ذلك.

الفرع الأول: أشكال إدارة المحفظة الإستثمارية

يُمكن أن تأخذ إدارة المحفظة الإستثمارية عدَّة أشكال هي³:

أولاً: الإدارة الفردية

حيث يُمكن للمُستثمر أن يدير محفظته الإستثمارية، إذا ما كانت تتوفر لديه الخبرة والتخصُّص اللازمين لذلك؛

ثانياً: الإستعانة بمدير المحفظة

مدير المحفظة هو الشخص الذي تُوكل له مهمة تسيير المحفظة الإستثمارية، على أن يبقى القرار النهائي في يد المُستثمر {

ثالثاً: إبرام عقد لإيداع الأوراق المالية

أي إبرام عقد بين المُستثمر صاحب المحفظة المالية وأحد البنوك أو المؤسسات المالية لإيداع أوراقه المالية، على أن يتمَّ ردُّها عند الطلب، ولا يُباشِر المُودع أيَّة عمليات متعلقة بإدارة الأوراق المالية؛

رابعاً: الإدارة الجماعية

حيث يقوم المُستثمر بتوظيف أمواله في هيئات وبرامج التوظيف الجماعي، نظراً لما توفره من أمان نظراً للخبرة التي تتمتع بها؛

¹ أحمد معجب العنبي، مرجع سابق، ص 37.

² سامية فقير، مرجع سابق، ص 63.

³ سارة بوزيد، مرجع سابق، ص 40، 41.

خامسا: عقد إدارة

يجوز للمُستثمر أن يفوض إحدى الشركات المتخصصة في إدارة محفظته إدارة كاملة، حيث يترك لها وضع خطط الاستثمار وتنفيذها، ويتم ذلك بموجب عقد يُطلق عليه **عقد الوكالة**، ويُعتبر هذا الشكل من الأشكال المفضلة لدى المُستثمرين في المحافظ المالية، مع العلم أن القائم على هذا الشكل من أشكال الإدارة يُمكن أن يكون شركة متخصصة في إدارة المحافظ الاستثمارية أو بنكًا تجاريًا أو مسيرًا للمحافظ المالية.

الفرع الثاني: مهام إدارة المحفظة الاستثمارية

تسعى إدارة المحفظة الاستثمارية لتحقيق الأهداف المُسطرة لها، ولتحقيق ذلك تلتزمُ بأداء مجموعة من المهام، أهمها¹:

أولاً: تحديد أنواع الأصول الاستثمارية مع بيان إسهاماتها النسبية في المحفظة الكلية، ويتم ذلك من خلال مُسوحاتٍ أوليةٍ للأسواق المالية والفرص المتاحة؛

ثانياً: تعزيز قيمة أصول المحفظة الاستثمارية من خلال الحفاظ على ربحية هذه الأصول والعمل على إعداد خطط دقيقة لانتقاء البدائل التي تُعطي ربحية أكثر؛

ثالثاً: توفر الأمان للمحفظة الاستثمارية من خلال مزيج هادفٍ بين العقلانية والتحوط مع قبول درجةٍ من المخاطر، وذلك من خلال التنوع في الاستثمارات الخطرة والأقل مخاطرة؛

رابعاً: إقرار السياسة الاستثمارية بما يتناسب مع محتويات المحفظة وظروف السوق والبيئة السائدة؛

خامساً: دراسة التغذية العكسية للقرارات الاستثمارية مع تمييز كافة النتائج المادية الملموسة لهذه القرارات؛

سادساً: توفير السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق؛

سابعاً: تحصين المحفظة وعملياتها الاستثمارية من الوقوع تحت طائلة التشريعات الإدارية والمالية وخاصة الضريبية منها؛

ثامناً: بناء استراتيجية الاستثمار والتي تختلف عادة من إدارة إلى أخرى أو حسب الظروف التي تجري فيها مواجهة السوق.

الفرع الثالث: العوامل المؤثرة في إدارة المحافظ الاستثمارية

تخضع إدارة المحفظة الاستثمارية للعديد من العوامل التي تؤثر عليها نذكر أهمها فيما يلي²:

¹ عبد الجواد محمد عوض، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة: أسهم - سندات - أوراق مالية. الطبعة 01، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص26.

² سارة بوزيد، مرجع سابق، ص39، 40.

أولاً: معدل الفائدة

حيث تُوجد علاقة عكسية بين مُعدلات الفائدة ومدى الرّغبة بالإحتفاظ بالأوراق خاصّة في الأجل الطويل، لذا تحرصُ إدارة المحفظة على تتبّع تطوّر العائد الذي تحقّقه أوراق المحفظة ومُقارنتها بالعائد السائد في السوق، ومُتابعة الأوراق المالية الجديدة المُتداولة في السوق وعوائدها؛

ثانياً: سعر الورقة المالية ذاتها

إنّ القيمة السوقية للورقة المالية تتحدّد أساساً من تقلّبات العائد ومُقارنته بالعائد السائد للسوق، وكلّمًا كان سعر الورقة المالية في تزايدٍ كلما زاد الإحتفاظ بها، لأنّ ذلك يشجّع المُستثمرين على زيادة الطلب على هذه الورقة لما تُحقّقه من ربح رأسمالي؛

ثالثاً: تأثير الكوبون

كلّمًا إقترَب مَوعد دفع الكوبون كلّمًا إرتفع سعر الورقة المالية، وبالتالي زيادة الطلب عليها؛

رابعاً: التضخم

كُون التضخم يُفقد النقود قيمتها فإنّ الإحتفاظ بها دون إستثمار أمرٌ غير رشيدٍ تمامًا، لذا يزيّد الطلب على الإستثمار في فترات التضخم عنه في فترات الانكماش؛ إضافةً إلى ما سبق، فإنّ إدارة المحفظة ليست بمعزل عن التأثير بجملةٍ من الاعتبارات الفنيّة التي نحصّرها في¹:

أولاً: الاعتبارات الزمانية والمكانية

يُقصد بها تأثير التوقيت على قرارات الإحتفاظ أو التخلّص من الأوراق المالية، أمّا الاعتبارات المكانية فتتعلّق بالمخاطر التي تتعرّض لها الإستثمارات في سوق أو دولة ما؛

ثانياً: مستوى جودة الورقة المالية

يُقصد به قابلية هذه الأخيرة للتداول دون التعرّض للمخاطر، ويتمُّ الحكم على جودة الورقة المالية من خلال تحليل البيانات المُتوقّرة عنها؛

ثالثاً: السلطات والصلاحيات المُخوّلة لمدير المحفظة الإستثمارية

وذلك لإجراء الإرتباطات الحاضرة والمستقبليّة، بالإضافة إلى حدود المبالغ التي له الحقُّ في التعامل بها؛

¹ سامية فقير، مرجع سابق، ص 42.

رابعاً: السياسات المالية والنقدية للدولة

كسياسة التوسع في الإصدار النقدي وفي الإنفاق الحكومي الجاري والاستثماري، أو سياسة تخفيض الكتلة النقدية وما لهذه الأمور من تأثيرات على أسعار الأسهم وعوائد السندات.

المطلب الثاني: تقييم أداء مدير المحفظة الاستثمارية

نتطرق في هذا المطلب إلى تقييم أداء مدير المحفظة الاستثمارية، وينقسم إلى مبادئ تقييم أداء المحفظة، تصنيف أداء مدير المحفظة ومقاييس أداء مدير المحفظة.

الفرع الأول: مبادئ تقييم أداء المحفظة

تتخذ القرارات الاستثمارية في ضوء أهدافها ولغرض قياس وتقييم نتيجة القرارات المتخذة والتأكد من صحتها وتأثيرها على الأهداف المسطرة نأخذ في الحسبان جملة من المبادئ نعرضها كما يلي¹:

أولاً: مقارنة الأداء الفعلي بالأداء المتوقع، ويكون ذلك من خلال الاعتماد على آليات السوق المالي آخذين بعين الاعتبار مدى حساسية الأدوات المكونة للمحفظة الاستثمارية لمخاطر السوق؛

ثانياً: قياس قيمة أصول المحفظة على أساس القيمة السوقية أو الحقيقية للأدوات وليس بناءً على كلفتها الأصلية؛

ثالثاً: نأخذ بعين الاعتبار الأرباح المؤزعة والمتوقع توزيعها في المستقبل إضافةً إلى ذلك العائد الإجمالي والمكاسب والخسائر الإيرادية والرأسمالية الفعلية (وغير المحققة) التي تنشأ نتيجة لتقلبات القيمة السوقية للأدوات الاستثمارية؛

رابعاً: مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية مع أداء السوق المالي سواءً كان المؤشر داخلياً أو دولياً.

الفرع الثاني: تصنيف أداء مدير المحفظة

إنّ القرار الاستثماري دائماً له علاقة مباشرة مع مُتخذ القرار وقدرته على تحمّل المخاطرة في حالة زيادة العائد المتوقع وكذا إستغلاله للتوقيت و الإختيار المناسبين، ويتمّ تصنيف أداء مدير المحفظة بواسطة خطّ السوق على النحو التالي²:

أولاً: أداء جيد

يكون أداء مدير المحفظة جيّداً عندما يكون العائد للمحفظة أعلى من خط السوق؛

ثانياً: أداء مقبول

يكون أداء مدير المحفظة مقبولاً عندما يكون العائد للمحفظة على خط السوق؛

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص 213.

² غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة. مرجع سابق، ص 223.

ثالثاً: أداء غير مقبول

يكون أداء مدير المحفظة غير مقبولٍ عندما يكون العائد للمحفظة تحت خط السوق.

المطلب الثالث: مقاييس أداء المحافظ الاستثمارية

تقضي مبادئ الاستثمار أن يتم إخضاع القرارات والسياسات الاستثمارية، وكذلك الإنجازات المحققة منها لعملية تقييم مستمرة بقصد الوقوف في مواطن القوة فيها لتدعيمها، وتشخيص مواطن الضعف لعلاجها وتصويبها، في إدارة المحافظ الاستثمارية هناك أسلوبان لقياس أداء مدير المحفظة والمحفظة ذاتها وهما:

الفرع الأول: الأسلوب البسيط

يعتمد على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة عن طريق المكاسب الرأسمالية والأرباح الموزعة منسوبةً إلى كلفة الاستثمار، يناسب هذا الأسلوب شركات أو صناديق الاستثمار المفتوحة، حيث أنها تحدد قيمة كل أصلٍ يومياً وكذا الأرباح الموزعة عليه، فيمكن بذلك تحديد أداء الصندوق عن طريق تحديد العائد على المبلغ المستثمر فيه أو لكل ورقة مالية، وهذا باستخدام المعادلة التالية¹:

$$V_P = f + (V_f - V_i) / V_i$$

حيث أن:

V_i : قيمة الأصل في بداية المدة

V_f : قيمة الأصل في نهاية المدة

f : توزيعات الأرباح أو الإيرادات (توزيعات النقدية الجارية+ الأرباح الرأسمالية المحققة)

مما يُعاب على الأسلوب البسيط أنه يأخذ بعين الاعتبار فقط العائد ولا يُعير المخاطرة أي أهمية، مما دعا إلى تطوير الأسلوب المزدوج.

الفرع الثاني: الأسلوب العلمي أو المزدوج

هو الأسلوب الذي يعتمد على معدل العائد للمحفظة مع معدل مخاطر المحفظة ونجد فيه أكثر من مقياس لتقييم أداء المحفظة وهي كما يلي:

أولاً: نموذج شارب

قدمه ويليام فورسيث شارب عام 1966م، وهو مُخصَّص لقياس أداء المحافظ الاستثمارية ويمكن استعماله خلال فترات طويلة، يُمكن هذا النموذج من قياس أداء صناديق الاستثمار بنوعيتها، المحافظ الاستثمارية ذات النهاية المفتوحة وذات النهاية المغلقة، ويُمثل الفرق ما بين عائد المحفظة والعائد الخالي من

¹ عمر عبو وآخران، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية- دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي. مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد1، الجزائر، 2017، ص104.

المخاطرة منسوبةً إلى مخاطرة المحفظة نفسها¹، ويقاس أداء المحفظة الاستثمارية بواسطة النموذج الرياضي التالي²:

$$S_P = \frac{E(R)_P - R_f}{\delta_P}$$

حيث أن:

S_P : أداء المحفظة

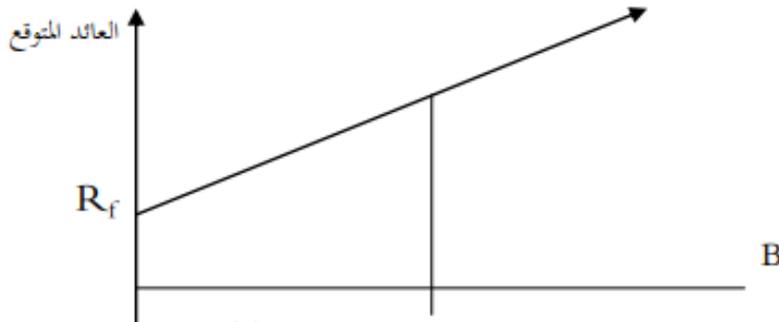
$E(R)_P$: عائد المحفظة

R_f : العائد الخالي من المخاطر

δ_P : الانحراف المعياري (مخاطر المحفظة)

إذا كانت قيمة النسبة المحسوبة سالبة، دلّ ذلك على أنّ درجة أمان المحفظة المالية دون المستوى، وإذا كانت النسبة بين 0 و1، فهذا يعني أنّ العائد الإضافي قد يكون أقلّ من المخاطرة المحتملة، أمّا إذا كانت النسبة أكبر من الـ 1 فإنّ الاستثمار في المحفظة يتفوّق على الاستثمار الخالي من المخاطر، ويولّد ربحيةً أعلى. والشكل الموالي يُمثّل نموذج شارب لقياس أداء المحفظ.

الشكل رقم (21): نموذج شارب لقياس أداء المحفظة الاستثمارية



المصدر: غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة. دار المناهج، الأردن، 2015، ص 227.

ثانياً: مقياس ترينور

هذا النموذج يعتمد على إمكانية السيطرة على المخاطر غير المنتظمة بواسطة التنويع الكفاء ليتبقى فقط المخاطر المنتظمة ممثلة في معامل بيتا، ويُعتبر أكثر دقّة من مقياس شارب لأنّه ركّز على معامل بيتا لكلّ ورقة مالية مع إيجاد معامل بيتا المرّجّ للمحفظة³. وقد صاغ ترينور نموذجه كما يلي⁴:

$$S_T = \frac{E(R)_P - R_f}{B_P}$$

¹ محمد صالح الحناوي وآخران، مرجع سابق، ص 298.

² غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة. مرجع سابق، ص 227.

³ عمر عبو وآخران، مرجع سابق، ص 104.

⁴ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص 216.

حيث أن:

S_T : أداء المحفظة

$E(R)_P$: العائد الكلي للمحفظة

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطر

B_P : معامل بيتا للمحفظة (مخاطر المحفظة)

كلما كبرت قيمة المؤشر تحسّن أداء المحفظة الاستثمارية، في المقابل فإنّ كل محفظة أكبر من الفرق $(E(R)_P - R_f)$ تُعتبر أحسن من أداء محفظة السوق على اعتبار أنّ معامل بيتا لمحفظة السوق يُساوي 1.

ثالثاً: مقياس جنسن

إن مقياسي ترينور وشارب قد ركّزا على تقييم أداء المحفظة الاستثمارية من خلال الرّبط بين علاوة المخاطر مُقاسة حسب نموذج ترينور بمعامل بيتا وحسب نموذج شارب بالانحراف المعياري¹، أما جنسن فقد اعتمد مقياساً قائماً على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، المقدار الأوّل يُمثل الفرق بين متوسط المحفظة والعائد الخالي من المخاطرة أو ما يُسمّى بـ **العائد الإضافي**. والمقدار الثاني يتمثل في حاصل ضرب مُعامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد محفظة السوق والعائد الخالي من المخاطرة وهو ما يُعرف بـ **علاوة خطر السوق**²، وتكون معادلة النموذج الرياضي كالتالي³:

$$\alpha = (E(R)_P - R_f) - \beta_P(R_m - R_f)$$

حيث أن:

α : أداء المحفظة وفق جنسن (قدرة مدير المحفظة على التقدير)

$E(R)_P$: معدل العائد للمحفظة

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة

β_P : المخاطر المنتظمة للسوق بيتا

R_m : معدل عائد محفظة السوق

لحساب مقياس جنسن لعدد من المحافظ الاستثمارية لا بدّ أن يكون معلوما لدينا معدل العائد لكلّ محفظة مع معدل العائد الخالي من المخاطرة وعائد السوق، وبواسطة تحليل الانحدار نستطيع استخراج قيمتي ألفا وبيتا، وقيمة ألفا هي التي تدلنا على أداء هذه المحافظ.

فإذا كانت قيمة ألفا أكبر من الصفر يكون أداء المحفظة جيّداً وهو أعلى من معدل أداء السوق وتتمو المحفظة بنموّ أعلى من نموّ السوق، أمّا إذا كانت ألفا تُساوي الصفر فإنّ أداء المحفظة مُوازي لأداء السوق،

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية. مرجع سابق، ص 217.

² محمد صالح الحناوي وآخران، مرجع سابق، ص 305.

³ عمر عبو وآخران، مرجع سابق، ص 104.

أما إذا كانت قيمة ألفا أقل من الصفر فإن أداء هذه المحفظة يكون غير مقبول وهو أداء أقل من أداء معدل السوق¹.

رابعاً: نموذج فاما

نموذج فاما ظهر عام 1972م، ويقوم على المقارنة بين المحافظ المُدارة والأخرى المُكوّنة بشكل ساذج، ولكن لديهم نفس مستوى المخاطرة، ويعتمد هذا النموذج على أساس التنبؤ بمعادلة خط السوق. ويمكن تجزئته إلى ثلاثة مكونات هي²:

أ. **تقيّم الانتقائية:** تقوم فكرة تقيّم عائد الانتقائية على فكرة أنّ المخاطر الكلية التي تتحمّلها المحفظة المالية في الحقيقة ترتبط بمخاطر المُستثمر وسلوكياته وكذا مخاطر مدير المحفظة وكفاءته في الإدارة، وعليه فإن مدير المحفظة بإمكانه أن يحقق أداء أفضل بكثير من أداء محفظة السوق من خلال الانتقاء الجيد لأدواتها، لذلك ميّز فاما بين العائد الإضافي وعائد الانتقائية وفق المعادلة التالية:

$$E(R)_G = E(R)_P - R_f = (E(R)_P - R_m) + (R_m - R_f)$$

حيث أن:

$E(R)_G$: العائد الكلي لمحفظة الأوراق المالية.

ب. **تقيّم التنوع:** على فرض أن أحد مُدراء المحافظ حاول اختيار أسهم مُقيّمة بأقل من قيمتها العادلة وفي الوقت نفسه كان يُوجد تنوع في الأسهم، ففي هذه الحالة يكون الفرق بين العائد على هذه المحفظة وعائد محفظة مُنوعة بشكل جيد يعود إلى تأثير الانتقائية والذي يُقسّم إلى جزأين، هما:

$$1. \text{ العائد الناجم عن الانتقائية الصافية: } (S = E(R)_P - R_{fm})$$

$$2. \text{ العائد الناجم عن التنوع: } (D = E(R)_x - R_{fm})$$

أي أنّ عائد الانتقائية = عائد الانتقائية الصافي + عائد التنوع

حيث أن $E(R)_x$ تمثّل عائد توليفة أصلٍ خالٍ من المخاطرة ومحفظة السوق، ويُعادل هذا العائد عائد المحفظة محلّ التقيّم. لذلك فإنّ مقياس التنوع يجب أن يقيس العائد المُضاف نتيجة عملية التنوع.

ت. **تقييم المخاطرة:** من المُمكن تقييم مخاطرة المحفظة، فإذا افترضنا بأن المُستثمر يهدف إلى تحمّل مُستوى مُعيّن من المخاطرة من محفظة الأوراق المالية، وظلّ هذا الافتراض فإنّ العائد الكلي

¹ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة. مرجع سابق، ص 227.

² سامية فقير، مرجع سابق، ص 70.

الذي يُعدّ تعويضا عن مستوى المخاطرة وهو العائد الذي يزيد عن العائد الخالي من المخاطرة،
ويُمكن قياسه كما يلي:

$$R_{fm} - R_f = (R_{fm} - R_n) + (R_n - R_f)$$

حيث تُشير إلى العائد على محفظة تمّ تنويعها بشكل ساذج لتحقيق مستوى مُعيّن من مخاطر السوق،
فإذا كان خطرُ المحفظة يُعادل الخطر المُستهدف فعند هذا الحدّ تكون مخاطر المُدير معدومة، ولكنّ إذا كان
هناك فرقٌ بين خطر المحفظة والخطر المُستهدف، فإن مخاطر المُدير تساوي العائد الذي يجب عليه تحقيقه
والذي يُعوّض مخاطر قراراته.

خاتمة

بما أنّ الهدف الأساسي من وراء كلّ عملية استثمار هو تحقيق العائد، وعلى ضوء هذا الهدف يتمّ تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتمّ تحديد المعايير التي يتمّ على أساسها اختيار الاستثمار المناسب، وحيث أنّ المستثمر هو أحد المساهمين المهمين الذين يستثمرون في الشركة. بشكل عام، يستثمر المستثمرون وفقاً لتوقعاتهم للسوق ممّا يعني إمّا تنبؤات صعودية أو هبوطية، حيث يُدرك المستثمرون أنّ العلاقة بين المخاطرة والعائد علاقةً مباشرة، فكلّما كانت المخاطرة أعلى، كلما قلّت المخاطر كلّما انخفض العائد، وعليه فيمكن تصنيف المستثمرين على أساس قدرتهم على تقبّل المخاطرة، وقد أصبح المستثمرون الآن بدلاً من الاستثمار في أوراق مالية واحدة يقومون ببناء محافظهم الخاصة باستخدام أصولٍ مختلفة، حيث تتكوّن المحفظة عموماً من أصولٍ مُعدّدة مثل الأسهم والسندات والصناديق المتداولة في البورصة والمشتقات وإيصالات الإيداع والودائع الثابتة والصناديق المشتركة، ... إلخ وهذا لا يتمّ إلاّ بعد قيام المستثمرين بإجراء تحليلٍ مناسب للشركات في السوق وتحديد مكان الاستثمار.

أثبتت الدراسات المتعددة أنه يُهيمن على العلاقة التكافلية بين القرارات الاستثمارية متغيرين: العائد المتوقع والمخاطر المتوقعة، يُفترض عادةً أن المستثمرون يتجنبون المخاطرة، أي أنهم يفضلون المخاطرة المنخفضة على المخاطر العالية. ومع ذلك، يفضل المستثمرون في نفس الوقت العوائد المرتفعة على العوائد المنخفضة، غير أنّ المشكلة هي أنّ العوائد المرتفعة مرتبطة بمخاطر عالية. ببساطة، إذا أراد المستثمرون الأول، فعليهم قبول الأخير، ونظراً لصعوبة هذه المهمة عادة ما يخضع تسيير المحافظ الاستثمارية لإدارة متخصصة، تشرف على المتابعة الدورية لهذه الاستثمارات واتخاذ القرارات المناسبة في اللحظة المناسبة، يستلزم تقييم أداء هذه الإدارة بشكل دوري وباستعمال نماذج مختلفة تطرقنا إليها في هذا الفصل.

الفصل الرابع: دراسة حالة عينة من المحافظ الاستثمارية في السوق المالي السعودي

تمهيد:

بعدما تطرقنا في الفصول السابقة إلى نظرية المحفظة بتاريخها، مبادئها ومقوماتها، أركانها وخطوات إدارتها؛ ها نحن نتطرق في هذا الفصل إلى عرض بعض الممارسات العملية في إدارة المحافظ الاستثمارية في مجال العمل المصرفي الإسلامي.

تُعتبر السوق المالية السعودية من أهم وأكبر الأسواق الماليّة الخليجية وأكثرها نمواً، وأوسعها خياراً بالنسبة للمستثمر الراغب في الإستثمار في المصرفية الإسلاميّة، وهو أمر تفرضه غاية قيام السوق المالي في حشدها للمدخرات وتوظيف هذه الأخيرة في مناخ أكثر إنتاجية وكفاءة في الأداء ما يستلزم توفّر شريحة أوسع من الخيارات أمام المُستثمر والتي تجعل تقلبات السوق أكثر عقلانية، والإستثمارات القائمة أكثر فعالية وإنتاجية.

نتناول في هذا الفصل بالدراسة ستة محافظ استثمارية تمّ إختيارها من بين المحافظ الإستثمارية النشطة على مستوى السوق المالي السعودي والمُوافقة للشريعة الإسلامية في مجال العمل المصرفي وفي ظل توفّر المعلومات المالية المُعلن عنها، تتوزّع هذه المحافظ على الأنواع الثلاثة المعروفة: محافظ الدخل، محافظ النمو، محافظ مختلطة، ففي كل نوع - مثلاً محافظ الدخل - لدينا محفظة تمّ إختيارها على أساس أعلى عائد، ومحفظة ثانية أُختيرت على أساس حجم التداول وهذا من أجل إعطاء نظرة أوسع على واقع وكيفية إدارة هذه المحافظ.

ارتأينا تقسيم الفصل إلى مبحثين إثنين:

- المبحث الأول بعنوان نظرة على سوق الأوراق المالية السعودي ينقسم هو الآخر إلى مطلبين أولهما: ماهية السوق المالي السعودي، وثانيهما: نشاط السوق المالية السعودية خلال الفترة محل الدراسة؛
- المبحث الثاني فيستعرض المحافظ الإستثمارية محل الدراسة في ثلاثة مطالب، المطلب الأول تحت عنوان محافظ النمو محل الدراسة، المطلب الثاني بعنوان المحافظ المختلطة محل الدراسة، والمطلب الثالث خصص لتناول محافظ الدخل محل الدراسة.

المبحث الأول: نظرة على سوق الأوراق المالية السعودي

تبدل المملكة العربية السعودية جهوداً حثيثة للارتقاء بالسوق المالية من أجل مواكبة التطورات الاقتصادية وما نتج عنها من عولمة الأسواق المالية الأمر الذي أصبح ضرورة حتمية بهدف احتواء الأموال المحلية والاستجابة لتوقعات المستثمرين المتنامية؛ وعليه نستعرض في هذا المبحث ماهية السوق المالية السعودية وواقعها.

المطلب الأول: ماهية السوق المالية السعودية

تعتبر السوق المالية السعودية والتي تعرف باسم "تداول"، أهم سوق على مستوى الدول العربية كونها الأكبر من حيث قيمتها السوقية، كما أنها تحلّ مراتب جُداً متقدمة من حيث التنظيم والتطور رغم أنها حديثة النشأة نوعاً ما؛ نعرف في هذا الفرع على نشأة وتطور السوق المالية السعودية، خصائص السوق المالية السعودية وأهداف ووظائف السوق المالية السعودية.

الفرع الأول: نشأة السوق المالية السعودية

مرّت السوق المالية السعودية في نشأتها وتطورها بالعديد من المراحل حتى وصلت إلى الصورة التي هي عليها الآن، فقد بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها مُنتصف الثلاثينات، عندما تأسست أول شركة مساهمة في المملكة مُمثلة في الشركة العربية للسيارات، وتزايد عددها فيما بعد حتى وصلت إلى 14 شركة عام 1975م برأسمال بلغ 1.7 مليون ريال، وازدهرت الأعمال المصرفية مدعومة بالنمو الاقتصادي السريع في تلك الفترة، وقد أدى انتعاش وتوسع عمليات بيع وشراء الأسهم إلى زيادة كبيرة في أعداد مكاتب الوساطة¹.

ظلت السوق المالية السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينات، عندما ظهرت مساعي حكومية لتنظيم السوق، فصدر سنة 1984م الأمر بتنظيم تداول الأسهم للشركات المساهمة عن طريق المصارف المحلية، وذلك بتشكيل لجنة وزارية للإشراف على هذه السوق²، وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي التي تمّ إنشاؤها في 20 أبريل 1952م هي الجهة الحكومية المكلفة بتنظيم ومراقبة السوق والمتابعة اليومية لعملية التداول، وتمّ حصر الوساطة في تداول الأسهم عن طريق المصارف التجارية وشركة الرّاجحي المصرفية بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول، ثمّ أسست الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق المصارف التجارية بغية تسهيل التسجيل المركزي للشركات المساهمة وتسوية جميع عمليات الأسهم.

شهدت سنوات التسعينات بداية رقمنة السوق السعودية، حيث تمّ تطبيق نظام ESIS أي النظام الآلي لمعلومات الأسهم سنة 1990 والذي يختص بالتداول والقيام بعمليات المقاصة والتسوية، فقد أنشأت المؤسسة بالتعاون مع المصارف التجارية عدداً من أنظمة المدفوعات والتسويات المتقدمة، وتشمل عُرف المقاصة الآلية،

¹ هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم. على الرابط <https://cma.org.sa> تم الاطلاع يوم 2020/12/20.

² شافية كتاف، مرجع سابق، ص335.

وشبكة المدفوعات السعودية (SPAN) التي تُساند أجهزة الصرف الآلية والنهيات الطرفية لنقاط البيع، وتم ربط هذه الأنظمة مع بعضها بواسطة النظام الآلي للتحويلات المالية السريعة (SARIE) الذي بدأ تشغيله في ماي 1997م، واستمر العمل به حتى أواخر 2001، أين بدأ العمل بنظام أحدث وأقوى سُمي "تداول"¹.

من أجل إعادة هيكلة السوق المالية على أسس جديدة ومتطورة لتعزيز ثقة المستثمر وتوفير المزيد من الإفصاح والشفافية والعدالة صدر نظام السوق المالية بتاريخ 2002/07/21 وقد ارتكز على تحديد دور المؤسسات الإشرافية والرقابية والتشغيلية الجديدة للسوق وبيان مهماتها، وفصل الدور الإشرافي والرقابي عن الدور التنفيذي من خلال إنشاء مؤسسات جديدة للسوق أهمها²:

أولاً: هيئة السوق المالية

هي الجهة التي تتولى الرقابة والإشراف على السوق المالي عوضاً عن مؤسسة النقد السعودي، وتتبع مباشرةً رئيس مجلس الوزراء وتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلالية المالية والإدارية، وقد أنشئت بموجب نظام السوق المالية وفقاً للمرسوم الملكي (م/30) بتاريخ 2003/07/31م وتُعنَى بوضع وفرض اللوائح والقواعد التي تهدف لحماية المستثمرين من جهة، وضمان الكفاءة والعدالة في سوق الأوراق المالية من جهة أخرى³، وأبرز المهام التي تقوم بها⁴:

- أ. تنظيم السوق المالي وتطويرها، وتنمية وتطوير أساليب الجهات العاملة في تداول الأوراق المالية؛
- ب. حماية المستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو التي تنطوي على احتيال، أو غشٍ أو تلاعبٍ أو تداولٍ بناءً على معلومات داخلية؛
- ت. العمل على تحقيق العدالة والمصداقية والشفافية في معاملات الأوراق المالية؛
- ث. تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية؛
- ج. تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبة التعامل بها؛
- ح. تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الأطراف الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية؛

¹ محمد بن سليمان الجاسر، تطور القطاع المالي لتحقيق نمو اقتصادي أفضل. ندوة: الرؤية المستقبلية للاقتصاد السعودي حتى عام 2020م/1440هـ، وزارة التخطيط، الرياض، 19-23 أكتوبر 2002، ص22.

² سامي خضير، عمار شهاب أحمد، دور تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في تنشيط الاستثمار المحفظي بالتطبيق في السوق المالي السعودي 2006-2013. مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 01، العدد 37، كلية الإدارة الاقتصادية، 2017، ص198، 199.

³ حوحو فطوم، سياسة تفعيل الأسواق المالية العربية: دراسة حالة السوق المالي السعودي. أطروحة دكتوراه، علوم اقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2015م، ص195.

⁴ حوحو فطوم، مرجع سابق، ص197.

خ. تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المُصدرة لها، وتعامل المستثمرين، وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحاملي الأسهم والجمهور.

ثانياً: شركة السوق المالية السعودية

هي الجهة المعنية بالمهام التشغيلية للسوق، وقد وافق مجلس الوزراء السعودي في 19 مارس 2007م على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم شركة السوق المالية السعودية (تداول) تنفيذاً للمادة الـ 20 من نظام السوق المالية القاضي بأن الصفة النظامية للسوق المالية هي شركة مساهمة؛

ثالثاً: لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية

هي لجنة تختص بالفصل في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق المالية ولوائح التنفيذية وقواعد الهيئة والسوق المالية وتعليماتها؛

رابعاً: مركز إيداع الأوراق المالية

هي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق وتسجيل ملكيتها وتسويتها.

الفرع الثاني: خصائص السوق المالية السعودية

إنَّ السوق المالية السعودية كغيرها من الأسواق ليست بمعزل عن المتغيرات المختلفة التي تؤثر على أسعار الأسهم المتداولة في السوق كالأوضاع الاقتصادية المحلية، النمو الاقتصادي، البطالة والتضخم، إضافة إلى السياسات الاقتصادية التي تتبعها الدولة من حيث الإنفاق الحكومي على الخدمات والمشاريع، كمية النقود والسيولة المتداولة في الاقتصاد¹، كلُّ هذا يجعل السوق المالية السعودية تتميز بجملة من المميزات نذكرها فيما يلي²:

أولاً: تُعدُّ السوق المالية السعودية هي الأكبر في المنطقة، ولديها إمكانات كبيرة للنمو والتطور، رغم حداثة نشأتها وقلَّة عدد الشركات المدرجة فيها مقارنة بالأسواق الأخرى، إلا أنَّ القيمة السوقية الإجمالية ومعدَّل رسملة السوق تُمثِّل تقريباً ما يعادل القيمة السوقية لباقي الأسواق العربية مُجمعة؛

ثانياً: لا يتمُّ التداول في السوق المالية السعودية إلاَّ على أسهم الشركات السعودية فقط، والتي يُمكن تصنيفها إلى خمسة عشر قطاعاً رئيسياً؛

¹ حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000-2009. رسالة ماجستير،

علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2012، ص106.

² <https://www.saudiexchange.sa/>

ثالثاً: يُسمح بالإستثمار الأجنبي داخل السوق للأشخاص الطبيعيين والإعتباريين من دول مجلس التعاون الخليجي، وكذا الأشخاص المُقيمين من غير السعوديين داخل المملكة، ولا يُسمح فيما عدا ذلك للأجانب بالإستثمار مباشرة في السوق السعودي، وتبقى فقط إمكانية الإستثمار عن طريق صناديق الإستثمار المُشتركة.

الفرع الثالث: أهداف ووظائف السوق المالية السعودية

تسعى السوق السعودية لتحقيق الأهداف التالية¹:

أولاً: إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية: ويتم ذلك من خلال:

- أ. إدارة تشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية مع ضمان كفاءة وجودة وعدالة السوق؛
- ب. العمل على رفع مستوى الثقافة الإستثمارية لدى المُستثمرين؛
- ت. تطوير إمكانيات وقدرات السوق الفنيّة والتنظيمية؛
- ث. تقديم خدمات مُتميزة وذات جودة عالية للعملاء سواء كانوا وسطاء، مُستثمرين، مُصدّرين أو مُزوّدِي خدّات البيانات.

ثانياً: تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات إستثمارية وتمويلية تنافسية: وهذا عن طريق:

- أ. توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التّمويل اللازم؛
- ب. تطوير أسواق ومُنتجات وخدمات وأدوات مالية مُتكاملة ومتنوعة وابتكارية؛
- ت. تشجيع كل من المُستثمرين والمُصدّرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق؛
- ث. العمل على تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق مع تحقيق عوائد مالية مُجزية للشركة ومساهمتها.

المطلب الثاني: نشاط السوق المالية السعودية خلال السنوات 2010-2021م

تبدّل المملكة العربية السعودية مساعٍ حثيثة من أجل مُواكبة التطوّرات العالمية على مستوى الأسواق المالية من خلال تحسين سياساتها الإقتصادية وتوفير الظروف اللاّزمة لإستقطاب المُستثمرين، ونستعرض في هذا الفرع نشاط السوق المالية السعودية خلال العشر سنوات الأخيرة.

الفرع الأول: الشركات المُدرّجة في السوق المالي السعودي

إنّ عدد الشركات المُدرّجة في السوق المالية السعودية في تطوّر مُستمرّ فبعدما كان عدد الشركات المُدرّجة في السوق سنة 2010م 146 شركة، حقّق نموّاً مضطرباً ليصل عددها في عام 2021 إلى 202 شركة مُوزّعة على عشرين قطاعاً، منها شركتان معلّقتان من التداول وشركة واحدة مُلغاة من الإدراج وشركة واحدة إنتقلت مؤخراً إلى السوق الرئيسية من السوق المُوازية "نمو" ونوضح ذلك في الجدول الموالي:

¹ هيئة السوق المالية، التقرير السنوي. 2021، ص21. متوفر على الرابط <https://www.cma.org.sa>

الجدول رقم (09): عدد الشركات المسجلة في قطاعات السوق المالية السعودية ديسمبر 2021م

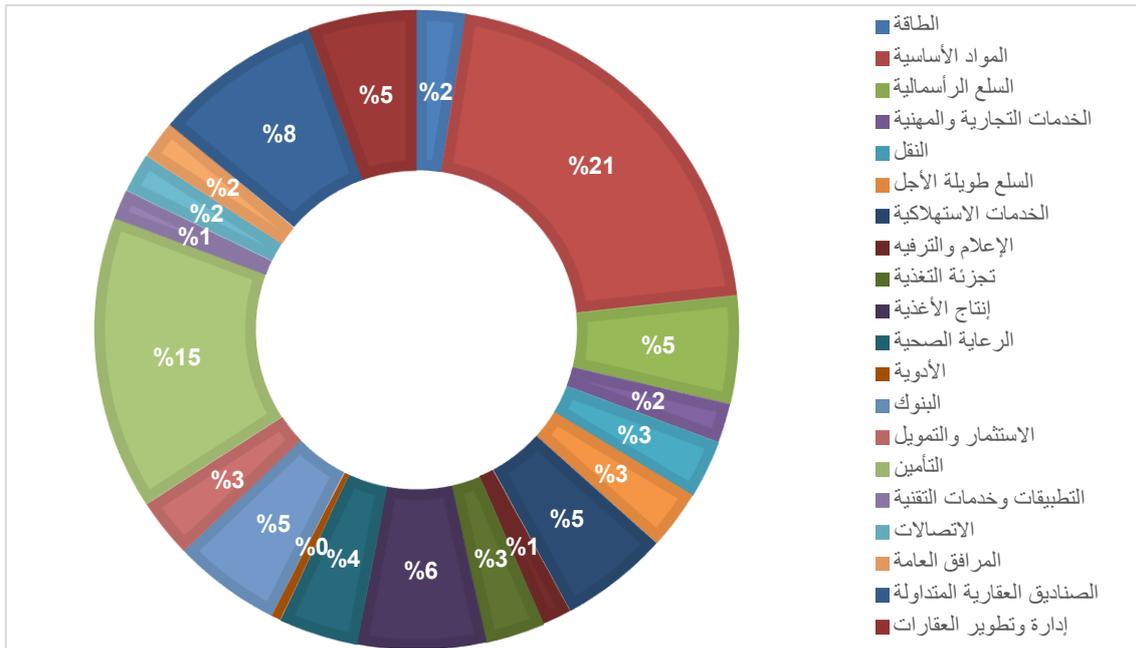
القطاع	عدد الشركات	النسبة إلى الإجمالي
1 الطاقة	05	2,48%
2 المواد الأساسية	42	20,79%
3 السلع الرأسمالية	11	5,45%
4 الخدمات التجارية والمهنية	04	1,98%
5 النقل	06	2,97%
6 السلع طويلة الأجل	06	2,97%
7 الخدمات الاستهلاكية	11	5,45%
8 الإعلام والترفيه	03	1,49%
9 تجزئة التغذية	06	2,97%
10 إنتاج الأغذية	13	6,44%
11 الرعاية الصحية	08	3,96%
12 الأدوية	01	0,50%
13 البنوك	11	5,45%
14 الاستثمار والتمويل	06	2,97%
15 التأمين	30	14,85%
16 التطبيقات وخدمات التقنية	03	1,49%
17 الاتصالات	04	1,98%
18 المرافق العامة	04	1,98%
19 الصناديق العقارية المتداولة	17	8,42%
20 إدارة وتطوير العقارات	11	5,45%
المجموع	202	100%

المصدر: تداول السعودية، التقرير الإحصائي السنوي. 2021، ص 25 - 27.

لتوضيح الحصّة السوقية لكل قطاع إلى إجمالي عدد الشركات في السوق المالية السعودية نستعمل

القرص البياني الموالي.

الشكل رقم (22): الحصة السوقية حسب القطاعات في السوق المالية السعودية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات الواردة في الجدول أعلاه.

من خلال الجدول والقرص البياني أعلاه نلاحظ أنّ شركات المواد الأساسية تستأثر بحوالي 21% من إجمالي عدد الشركات المسجلة في السوق، تليها في المرتبة الثانية شركات التأمين بحوالي 15% من إجمالي الشركات المسجلة في السوق، أمّا المرتبة الثالثة فكانت لقطاع الصناديق العقارية المتداولة بنسبة قاربت 8.50% من إجمالي الشركات المسجلة في السوق المالية السعودية، وقد كانت النسبة الأضعف لقطاع الأدوية حيث سجل نسبة 0.5% من إجمالي الشركات المسجلة في السوق المالية.

الفرع الثاني: حجم التداول للسوق

يوضح الجدول الموالي تطوّر قيمة وعدد الأسهم المتداولة والصفقات المنفذة خلال الفترة من 2010 إلى غاية 2021م.

الجدول رقم (10): تطوّر نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2010 - 2021م

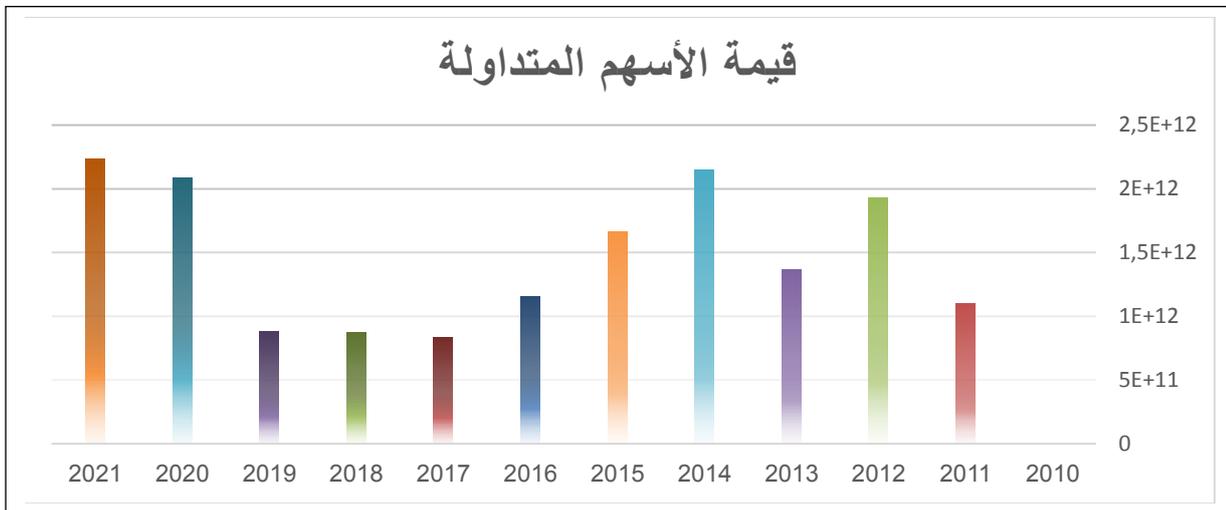
السنة	قيمة الأسهم المتداولة	نسبة التغير	عدد الأسهم المتداولة	نسبة التغير	عدد الصفقات المنفذة	نسبة التغير
2010	-	-	-	-	-	-
2011	1098836028656.75	-	49993517352	-	25546933	-
2012	1929318274741.75	75.58	80939384649	61.90	42105048	64.81
2013	1369665791887.90	29.01-	53308531627	34.14-	28967694	31.20-
2014	2146511896920.606	56.72	69226875548	29.86	35761091	23.45
2015	1660622053130.00	22.64-	67515333956	2.47-	30444203	14.87-
2016	1156987084201.30	30.33-	69097839973	2.34	27273685	10.41-

19.72-	21895281	33.57-	45900497229	27.72-	836275133812.32	2017
14.23	25011885	13.36-	39770215733	4.14	870869683508.02	2018
13.53	28395793	14.36-	34058146971	1.06	880139074790.58	2019
170.06	76686329	134.98	80030190534	137.21	2087799574493.41	2020
19.80	91866406	15.61-	67534763053	7.09	2235900240676.72	2021

المصدر: تداول السعودية، التقرير الإحصائي السنوي. 2021م، ص 21.

من خلال الجدول أعلاه يتضح أنّ حجم نشاط التداول خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى غاية سنة 2021م كان متذبذباً إرتفاعاً وانخفاضاً، وقد شهدت سنة 2021م النشاط الأبرز للسوق، حيث بلغ عدد الأسهم المتداولة 67534763053 سهم بقيمة 2235900240676.72 ريال ونسبة إرتفاع تقدر بـ 7.09% عن العام 2020م، وسجل أكبر تفهقر سنة 2017م أين بلغ عدد الأسهم المتداولة 45900497229 سهم بقيمة 836275133812.32 ريال بنسبة إنخفاض قدرت بـ -27.72% عن العام 2016م، وبالنسبة لعدد الأسهم المتداولة فقد تم تداول أكبر عدد منها عام 2012م بـ 80939384649 سهم وكان أدنى عدد في عام 2012م بـ 34058146971 سهم متداول، أمّا بالنسبة لعدد الصفقات المنفّذة فقد شهد العام 2021م عقد أكبر عدد من الصفقات بـ 91866406 صفقة فيما عقد أقل عدد من الصفقات عام 2017م بـ 21895281 والشكل الموالي يوضّح أكثر تطوّر السوق المالية السعودية خلال هذه الفترة.

الشكل رقم (23): تطوّر نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2010-2021م



المصدر: تداول السعودية، التقرير الإحصائي السنوي. 2021م، ص 22.

الفرع الثالث: القيمة السوقية للأسهم المصدرة

الجدول الموالي يعرض القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2010-

2021م.

الجدول رقم (11): القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2010-

2021م

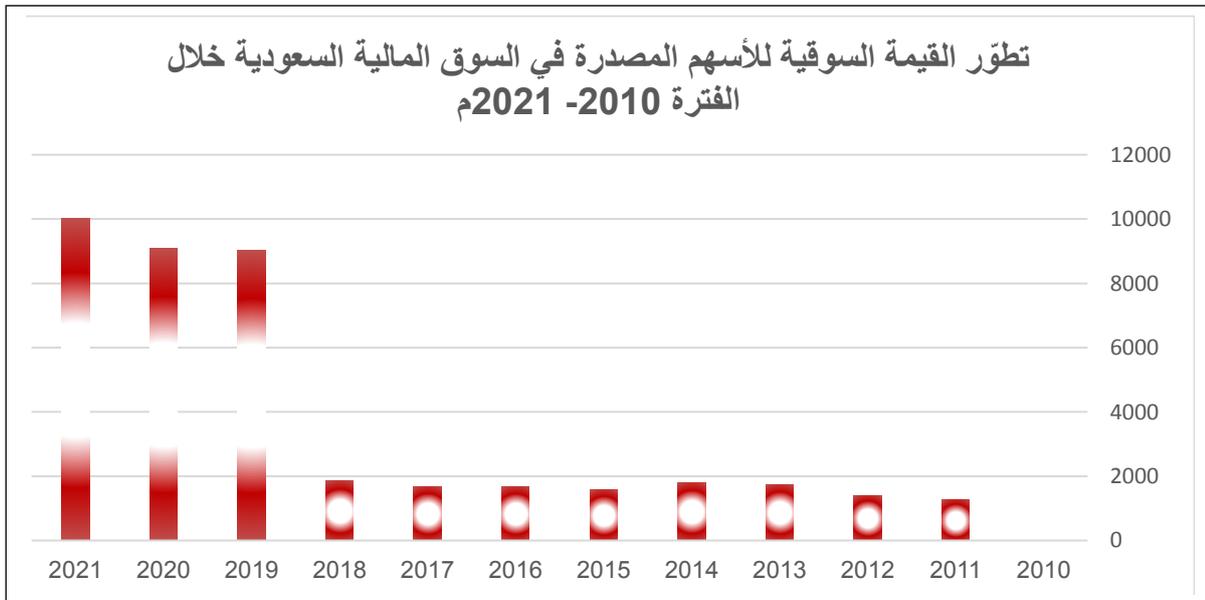
نسبة التغير	القيمة السوقية (مليار ريال)	العام
-	-	2010
-	1270.84	2011
10.19	1400.34	2012
25.17	1752.86	2013
3.42	1812.89	2014
12.90 -	1579.06	2015
6.52	1681.95	2016
0.45	1689.60	2017
10.02	1858.95	2018
385.51	9025.44	2019
0.85	9101.81	2020
9.97	10009.15	2021

المصدر: تداول السعودية، التقرير الإحصائي السنوي. 2021م، ص 19.

يُظهر المنحنى الموالي جلياً تطوّر القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية خلال نفس الفترة.

الشكل رقم (24): تطوّر القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية خلال الفترة

2010 - 2021م



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات الواردة في الجدول أعلاه.

نلاحظ من الجدول والشكل البياني أعلاه أنّ القيمة السوقية خلال الفترة من 2010م إلى 2021م تميّزت بالتذبذب صعوداً وهبوطاً، فقد سجلت بنهاية 2011م القيمة السوقية مبلغ 1270.84 مليار ريال وفي نهاية سنة 2012م بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة نحو 1400.34 مليار ريال، بما يعادل 373.42 مليار دولار وبارتفاع بلغت نسبته 10.19% مقارنة مع نهاية سنة 2011م، وفي نهاية سنة 2021م سجلت قيمة 10009.15 مليار ريال وبارتفاع قدره 9.97% مقارنة مع العام 2020م، وقد حققت القيمة السوقية أكبر نسبة نمو عام 2019م بـ 385.51% مقارنة بالعام 2018م، فيما كانت أدنى نسبة تغيير هي (-12.90%) وذلك في سنة 2015م مقارنة بنفس الفترة من عام 2014م.

الفرع الرابع: المؤشرات القطاعية للسوق

توضّح البيانات المتاحة في الجدول أسفله تَوَزُّع نشاط التداول في السوق المالية السعودية حسب القطاعات لسنة 2021م.

الجدول رقم (12): إحصائيات السوق حسب القطاعات لسنة 2021م

القطاع	قيمة الأسهم المتداولة	النسبة إلى الإجمالي	عدد الأسهم المتداولة	النسبة إلى الإجمالي	عدد الصفقات المنفذة	النسبة إلى الإجمالي
الطاقة	130395045742.37	5.83	2871005630	4.25	4325931	4.71
المواد الأساسية	457805056752.62	20.48	13972779475	20.69	18722049	20.38
السلع الرأسمالية	105256114359.35	4.71	2422884280	3.59	5076338	5.53
الخدمات التجارية والمهنية	45870881396.89	2.05	819759796	1.21	1829739	1.99
النقل	69684986469.24	3.12	2053230285	3.04	3101934	3.38
السلع الطويلة الأجل	84197571750.97	3.77	2771108817	4.10	4086642	4.45
الخدمات الاستهلاكية	94472046083.70	4.23	2971447038	4.40	4724450	5.14
الإعلام والترفيه	21651032641.95	0.97	308080850	0.46	1074926	1.17
تجزئة السلع الكمالية	95046759212.87	4.25	2153361421	3.19	4323242	4.71
تجزئة الأغذية	30537916249.05	1.37	443662761	0.66	1576644	1.72
إنتاج الأغذية	187668061288.79	8.39	3657038282	5.42	7808785	8.50
الرعاية الصحية	53145609669.56	2.38	1320767539	1.96	2385257	2.60
الأدوية	4383675351.15	0.20	97177168	0.14	225694	0.25
البنوك	253412980110.03	11.33	7005739648	10.37	6085378	6.62
الاستثمار والتمويل	77207279289.67	3.45	2211989243	3.28	3440386	3.74
التأمين	171526761348.01	7.67	6021984921	8.92	8134540	8.85
التطبيقات وخدمات التقنية	43167972101.90	1.93	326776710	0.48	1583366	1.72
الاتصالات	84938388658.37	3.80	2574756835	3.81	2502272	2.72
المرافق العامة	51058947685.91	2.28	1185430587	1.76	1958804	2.13
الصناديق العقارية المتداولة	33484586626.34	1.50	2930029550	4.34	2894935	3.15
إدارة وتطوير العقارات	140988567887.98	6.31	9415752217	13.94	6005094	6.54
الإجمالي	2235900240676.72	100	67534763053	100	91866406	100

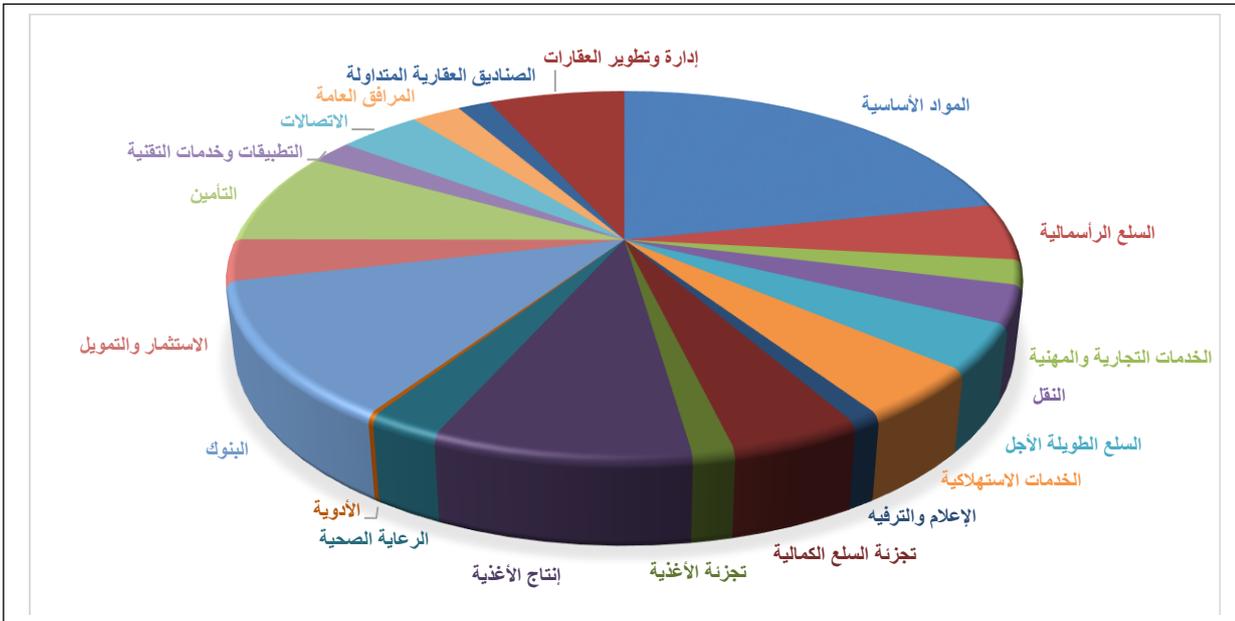
المصدر: تداول السعودية، التقرير الإحصائي السنوي. 2021م، ص 12.

تُشير بيانات الجدول أعلاه إلى أنَّ قطاع المواد الأساسية قد احتل المركز الأول بين قطاعات السوق من حيث نشاط التداول خلال سنة 2021م وذلك بتحقيقه نسبة 20.48% من إجمالي نشاط التداول، واستأثر بحوالي 20.69% من إجمالي كمية الأسهم المتداولة خلال العام أي نحو 13972779475 سهم بقيمة بلغت 457805056752.62 ريال مُوزَّعة على 18722049 صفقة بنسبة 20.38% من إجمالي عدد الصفقات المُنفذة خلال العام.

لقد كانت المرتبة الثانية من نصيب قطاع البنوك بنسبة 11.33% من إجمالي نشاط التداول خلال العام، وشمل حوالي 10.37% من إجمالي كمية الأسهم المتداولة خلال العام أي 7005739648 سهم بقيمة بلغت 253412980110.03 ريال مُوزَّعة على 6085378 صفقة بنسبة 6.62% من إجمالي عدد الصفقات المُنفذة خلال العام؛ فيما كان المركز الثالث من نصيب قطاع إنتاج الأغذية الذي حقق نسبة 8.39% من إجمالي نشاط التداول، شملت حوالي 5.42% من إجمالي كمية الأسهم المتداولة خلال العام أي 3657038282 سهم بقيمة بلغت 187668061288.79 ريال مُوزَّعة على 7808785 صفقة بنسبة 8.50% من إجمالي عدد الصفقات المُنفذة خلال العام.

الشكل الموالي يوضِّح مساهمة القطاعات المختلفة في إجمالي نشاط التداول وعدد الأسهم والصفقات المُنفذة خلال العام 2021م.

الشكل رقم (25): إحصائيات السوق حسب القطاعات لسنة 2021م



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول أعلاه.

الجدول الموالي يعرض مؤشرات القطاعات المختلفة خلال السنتين 2020 و2021م

الجدول رقم (13): مؤشرات القطاعات في السوق المالية السعودية 2021م

القطاع	2021م	2020م	نسبة التغير
الطاقة	5515.44	5387.30	2.38
المواد الأساسية	7343.90	5746.02	27.81
السلع الرأسمالية	7545.39	6538.08	15.41
الخدمات التجارية والمهنية	4443.81	4059.67	9.46
النقل	5234.14	4843.05	8.08
السلع الطويلة الأجل	6349.46	5722.23	10.96
الخدمات الاستهلاكية	4640.41	4268.97	8.70
الإعلام والترفيه	23253.85	10216.95	127.60
تجزئة السلع الكمالية	9847.20	8556.32	15.09
تجزئة الأغذية	9121.52	10536.54	13.43-
إنتاج الأغذية	4835.61	5463.81	11.50-
الرعاية الصحية	7314.61	5653.53	29.38
الأدوية	5191.30	5171.51	0.38
البنوك	12221.39	7588.80	61.05
الاستثمار والتمويل	6828.93	4595.13	48.61
التأمين	5990.11	6024.74	0.57-
التطبيقات وخدمات التقنية	28653.77	14091.46	103.34
الاتصالات	7278.04	6898.71	5.50
المرافق العامة	5933.26	4609.28	28.72
الصناديق العقارية المتداولة	4611.67	4285.34	7.62
إدارة وتطوير العقارات	3171.06	3019.63	5.01

المصدر: تداول السعودية، التقرير الإحصائي السنوي. 2021م، ص 16.

بمقارنة مؤشرات القطاعات خلال السنتين الأخيرتين نجد أن قطاع الإعلام والترفيه كان الأكثر تطوراً بارتفاع 127.60% خلال العام 2021م وبتحقيقه لـ 23253.85 نقطة مقارنة بـ 10216.95 نقطة بالعام 2020م، يليه قطاع التطبيقات وخدمات التقنية الذي حقق 28653.77 نقطة عام 2021م مقارنة بـ 14091.46 نقطة عام 2020م ما يمثل ارتفاعاً بـ 103.34%، وكانت المرتبة الثالثة لقطاع البنوك الذي أحرز 12221.39 نقطة عام 2021م مقارنة بـ 7588.80 نقطة عام 2020م وبارتفاع قدر بـ 61.05%.

الفرع الخامس: المؤشر العام للسوق المالية/مؤشر TASI

يعني "مؤشر تداول لجميع الأسهم" "Tadawul All Share Index"، وهو مؤشر عام يقيس مستوى الأسعار العام للشركات مقيماً بالقيمة السوقية الحرة لكل الشركات المدرجة في السوق وقد أطلق عليه سابقاً اسم "مؤشر المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية"، تؤخذ سنة 1985م هي سنة الأساس لحساب

المؤشر والقيمة المرجعية 1000 نقطة، أمّا مؤشر قطاع التجزئة فهو مؤشر خاصّ بقياس مستوى الأسعار العام لشركات التجزئة المتداولة في السوق¹.

بما أنّ المؤشر يُمثّل التغيّر في القيمة السوقية لأسهم جميع الشركات المتداولة في سوق الأسهم السعودي فهو يعكس نشاط سوق الأسهم وازدهارها والأداء العام للاقتصاد الوطني خصوصاً ما تعلق بربحية الشركات المساهمة وثقة المتعاملين في السوق وكذا توفّر السيولة المالية للمستثمرين.

أولاً: معادلة مؤشر TASI

يتمّ حساب المؤشر في أيّ لحظة عن طريق تعديل أو ترجيح قيمة المؤشر في وقت سابقٍ بواسطة التغيّر في القيمة السوقية لجميع الشركات المتداولة في السوق، وتُكتب كما يلي²:

المؤشر (في لحظة ما) = قيمة السوق عند هذه اللحظة / قيمة السوق في وقت سابق * المؤشر في وقت سابق

حيث أنّ:

قيمة السوق: مجموع القيم السوقية لجميع شركات السوق
القيمة السوقية لإحدى الشركات: عدد الأسهم المُصدرة للشركة * سعر السهم

ثانياً: خصائص مؤشر TASI

من معادلة المؤشر نلاحظ أنّ القيمة السوقية وقيمة المؤشر تعتمدان على عاملين هما: عدد الأسهم المُصدرة والذي يتغيّر فقط في حالة الإصدار أو الدمج أو تخفيض عدد الأسهم، وسعر السهم في السوق والذي يتغيّر خلال فترات التداول، وهو ما يميّز المؤشر بالخصائص التالية³:

أ. يعكس المؤشر بصورة مباشرة حركة أسعار الأسهم صُعوداً وهبوطاً إضافة إلى عدد الأسهم المُصدرة للشركات المتداولة في السوق؛

ب. يعكس المؤشر بصورة غير مباشرة حالة الاقتصاد المالية (انتعاش/ ركود) وثقة المتعاملين وتوفّر السيولة ومدى جاذبية القنوات الاستثمارية الأخرى (العقار، أسعار الفائدة والأسواق الأجنبية المفتوحة) وكذا الظروف السياسية المحيطة؛

ت. تسمح معادلة المؤشر بتكيفه في حالة تغيّر تركيبة السوق أو الأسهم؛

ث. لا يعكس المؤشر كمية الأسهم المتاحة للتداول بشكل عام أو حجم التنفيذ اليومي.

¹ حوحو فطوم، مرجع سابق، ص 214.

² تداول السعودية، نظرة عامة على السوق المالية. نظر يوم 2022/03/09، متوفر على الرابط

<https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/tadawul>

³ حوحو فطوم، مرجع سابق، ص 216.

ثالثاً: تطوّر مؤشر TASI

الجدول أسفله يوضح تطوّر المؤشر خلال الفترة 2010 إلى 2021م.

الجدول رقم (14): مؤشر تداول لأسهم جميع الشركات (تاسي) خلال الفترة 2010-2021م

العام	المؤشر العام	نسبة التغير
2010	-	-
2011	6417.73	-
2012	6801.22	5.98
2013	8535.60	25.50
2014	8333.30	2.37-
2015	6911.76	17.06-
2016	7210.43	4.32
2017	7226.32	0.22
2018	7826.73	8.31
2019	8389.23	7.19
2020	8689.53	3.58
2021	11281.71	29.83

المصدر: تداول السعودية، التقرير الإحصائي السنوي. 2021م، ص 19.

نلاحظ أنّ مؤشر السوق المالية السعودية مؤشر TASI قد شهد تذبذباً خلال السنوات من 2010 إلى 2021م، فقد سجّل المؤشر ارتفاعاً مستمراً من 2010م وحتى 2013م ليبدأ بالتراجع سنة 2014م بتسجيله 8333.30 نقطة فقط مقارنة بـ 8535.60 نقطة في العام السابق مُتفهماً بنسبة 2.37% في المئة ليبلغ أدنى مستوى له سنة 2015م مُتراجعاً بنسبة 17.06 في المئة مقارنة بالعام السابق له ومُحققاً 6911.76 نقطة؛ غير أنّه في سنة 2016م قد بدأ في التحسّن تدريجياً إنطلاقاً من 7210.43 نقطة سنة 2016 وحتى الوصول إلى مستوى 11281.71 نقطة سنة 2021م.

لقد أُغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية في نهاية 2021م عند مستوى 11281.71 نقطة، مُرتفعاً بـ 2592.18 نقطة أي 29.83% مقارنة بإغلاق نفس الفترة من السنة السابقة وكان هذا أفضل أداء له خلال العشر سنوات الأخيرة، وفي المقابل فإنّ أسوأ أداء للمؤشر قد حَقّق سنة 2011م بـ 6417.73 نقطة.

يبيّن الشكل الموالي حركة المؤشر خلال هذه الفترة.

الشكل رقم (26): حركة المؤشر العام للسوق المالية السعودية (TASI) خلال الفترة 2010 - 2021م



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات المذكورة أعلاه.

المبحث الثاني: المحافظ الاستثمارية محل الدراسة

من أجل التعمق أكثر في الموضوع محل الدراسة، وقع إختيارنا على مجموعة محافظ استثمارية كعينة مختارة من بين المحافظ النشطة على مستوى السوق المالي السعودي والموافقة لضوابط الشريعة، وزاعينا في الإختيار التنوع بين محافظ الدخل، محافظ النمو والمحافظ المختلطة وهذا على أساس أكبر حجم تداول تارة وأعلى عائد تارة أخرى.

من خلال إطلاعنا على لوائح شروط وأحكام المحافظ محل الدراسة وجدنا أنها تُجمع على دور مدير المحفظة، فهذا الأخير يعمل لمصلحة مالكي الوحدات بموجب أحكام لائحة صناديق الإستثمار ولائحة الأشخاص المرخص لهم وشروط وأحكام المحفظة ومذكرة المعلومات وأي تعديل عليها، ويقع على عاتق مدير المحفظة الإلتزام بجميع المبادئ والواجبات التي نصت عليها لائحة الأشخاص المرخص لهم بما في ذلك واجب الأمانة اتجاه مالكي الوحدات، والذي يتضمن العمل بما يُحقق مصالحهم وبذل الحرص المعقول، هذا ويضطلع مدير المحفظة بتقديم الخدمات التالية:

- يُعتبر مدير المحفظة مسؤولاً عن إدارة المحفظة، وعمليات المحفظة بما في ذلك الخدمات الإدارية للمحفظة، طرح وحدات المحفظة والتأكد من دقة شروط وأحكام المحفظة وإكتمالها وأنها واضحة وصحيحة وغير مُضللة؛
- تحديد الفرص الاستثمارية وتنفيذ عمليات بيع وشراء أصول المحفظة وتنفيذ إستراتيجية المحفظة المُوضحة في لائحة الشروط والأحكام الخاصة بكل محفظة؛

- يعدُّ مدير المحفظة مسؤولاً عن الإلتزام بلائحة صناديق الإستثمار سواءً أدى مسؤولياته وواجباته بشكلٍ مباشر أم كلف بها جهةً خارجيةً بموجب أحكام لائحة صناديق الإستثمار ولائحة الأشخاص المرخص لهم؛
 - يعدُّ مدير المحفظة مسؤولاً اتجاه مالكي الوحدات عن خسائر المحفظة الناتجة عن إحتياله أو إهماله أو سوء تصرفه أو تقصيره المتعمد؛
 - ضمان قانونية وسريان جميع العقود المبرمة لصالح المحفظة؛
 - يجبُ على مدير المحفظة أن يضع السياسات والإجراءات لِرصد المخاطر التي تُؤثّر في إستثمارات المحفظة، وضمان سرعة التعامل معها، على أن تتضمن تلك السياسات والإجراءات القيام بعملية تقييم المخاطر بشكلٍ سنويٍّ على الأقل؛
 - يجبُ على مدير المحفظة تطبيق برنامج مراقبة المطابقة والإلتزام لكلِّ محفظة إستثمار يُديرها، وأن يزوّد هيئة السوق المالية بنتائج التطبيق عند طلبها؛
 - إطلاع هيئة السوق المالية السعودية حول أيِّ وقائع جوهرية أو تطوّراتٍ قد تُؤثّر على أعمال المحفظة وترتيبُ تصفية المحفظة عند إنتهائها.
- كما أنّ لهيئة السوق المالية صلاحيةً عزل مدير المحفظة واتخاذُ أيِّ إجراءٍ تراه مُناسباً لتعيين مدير محفظةٍ بديلٍ أو إتخاذُ أيِّ تدبيرٍ آخر تراه مناسباً في حال وقوع أيِّ من الحالات الآتية:
- تَوقف مدير المحفظة عن مُمارسة نشاط الإدارة دون إشعارِ هيئة السوق المالية بذلك بموجب لائحة الأشخاص المرخص لهم؛
 - إلغاءُ ترخيص مدير المحفظة في مُمارسة نشاط الإدارة أو سحبه أو تعليقه من قبل هيئة السوق المالية؛
 - تقديم طلبٍ إلى هيئة السوق المالية من مدير المحفظة لإلغاء ترخيصه في مُمارسة نشاط الإدارة؛
 - إذا رأت هيئة السوق المالية أنّ مدير الصندوق قد أخلَّ بشكلٍ تراه الهيئة جوهرياً بالنتزام النّظام أو لوائحه التنفيذية؛
 - وفاة مدير المحفظة الإستثمارية الذي يُدير أصول محفظة الإستثمار أو عجزه أو إستقالته مع عدم وجود شخصٍ آخرٍ مُسجّلٍ لدى مدير الصندوق قادرٍ على إدارة أصول المحفظة؛
 - أيُّ حالةٍ أخرى ترى هيئة السوق المالية بناءً على أُسسٍ معقولةٍ أنّها ذاتُ أهميةٍ جوهرية.

هذا ويتم إدارة المحافظ المُختارة بإتباع عدة مراحل أساسية بدءًا بتعيين أهداف المحفظة ثم تحديد البدائل الاستثمارية أو سياسة الإستثمار مُرورا بوضع ضوابط الإستثمار وإبراز المخاطر الرئيسية للإستثمار في المحفظة وانتهاءً بالتقييم والمراجعة الدورية لها كما سنراه في المطالب المُوالية.

المطلب الأول: محافظ النمو محل الدراسة

نتناول في هذا المطلب إثنين من محافظ النمو في المملكة العربية السعودية، الأولى هي محفظة المبارك للأسهم السعودية النقيّة وقد تمّ اختيارها بناءً على أعلى حجم العائد، والثانية هي محفظة الراجحي التي أُختيرت إستناداً إلى حجم تداولها من بين المحافظ النشطة في المملكة والمتوافقة مع الضوابط الشرعية وهذا في ظلّ توفّر المعلومات المالية عنهما.

الفرع الأول: إدارة محفظة المبارك للأسهم السعودية النقيّة

هي محفظة أسهم مفتوحة المُدّة متوافقة مع المعايير الشرعية، تديرها شركة العربي الوطني للإستثمار، تهدف إلى تنمية رأس المال على المدى الطويل من خلال الإستثمار في الأسهم السعودية المُدرجة في سوق الأسهم السعودي والإكتتابات الأولية المُتوافقة مع الضوابط الشرعية للأسهم النقيّة، صفقات المربحة وما في حكمها، صناديق المُتاجرة وما في حكمها، تمّ تأسيس المحفظة وطرح وحداتها في 2005/10/25 وضُبطت أحكامها في نفس التاريخ وقد كان آخر تحديثٍ لها في 2022/04/28.¹

يتكوّن مجلس إدارة المحفظة من رئيس (السيد/ بسام بن راشد المبارك) وعضوين غير مستقلين (السيد/ فهد بن عبد العزيز القاضي والسيد/ وليد بن ناصر المعجل) وعضوين آخرين مستقلين هما (السيد/ محمد بن حمد المغيولي والسيد/ ناصر بن عبد الله الهلابي) وحسب ما إطلعنا عليه من سيرهم فهم جميعاً من الكفاءات العلمية ذات الخبرة العملية الطويلة في مجال العمل المصرفي.²

أما لجنة الرقابة الشرعية على المحفظة فتضمّ كوادراً من المُستشارين والمُراقبين الشرعيين القائمين على ضمان الإلتزام الكامل بالقواعد الشرعية، وتتمثّل في الرئيس (الشيخ/ عبد الله بن سليمان المنيع) وثلاثة أعضاء (الشيخ الدكتور/ عبد الله محمد بن مطلق، الشيخ الدكتور/ محمد العلي القري، الشيخ الدكتور/ عبد الله بن عبد العزيز المصلح) وهم حسب ما إطلعنا عليه من سيرهم من أكفأ الشيوخ وأكثرهم خبرة في هذا المجال.³

¹ محفظة المبارك للأسهم السعودية النقيّة، شروط وأحكام محفظة الإستثمار. 2021، ص3، 6.

² محفظة المبارك للأسهم السعودية النقيّة، شروط وأحكام محفظة الإستثمار. مرجع سابق، ص23.

³ محفظة المبارك للأسهم السعودية النقيّة، شروط وأحكام محفظة الإستثمار. مرجع سابق، ص25، 26.

أولاً: أهداف المحفظة

يهدف الإستثمار في هذه المحفظة إلى تحقيق عوائد إيجابية تفوق عوائد المؤشر الإستراتيجي، وتنمية رأس المال على المدى الطويل، من خلال الإستثمار في تشكيلة متنوّعة من الأسهم المدرجة في سوق الأسهم السعودي شريطة توافّقها مع الضوابط الشرعية للإستثمار في الأسهم النقيّة.

ثانياً: سياسة الإستثمار في المحفظة

تتركز إستثمارات المحفظة في الأسهم السعودية المتوافقة مع المعايير الشرعية للمحفظة، ومن أجل إدارة المخاطر فإنّ المحفظة تعتمدُ لتوزيع إستثماراتها من خلال الإستثمار في مجموعة مُختلفة من قطاعات السوق، وتتنوّع الإستثمارات وفق الجدول الموالي:

الجدول رقم (15): توزيع الإستثمارات في محفظة المبارك لأسهم السعودية النقية

نوع الإستثمار	الحد الأدنى	الحد الأقصى
الأسهم السعودية المتوافقة مع المعايير الشرعية لمحفظة الإستثمار في الأسهم النقية	50%	100%
النقد وأدواته وصناديق أسواق النقد	0%	50%
صناديق الإستثمار الأخرى ذات الأهداف أو الإستراتيجيات المماثلة	0%	10%

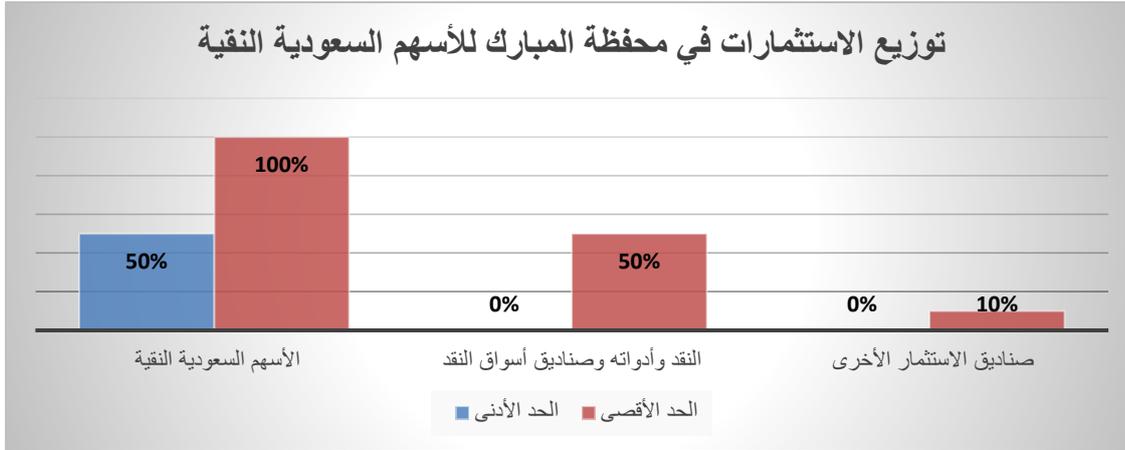
المصدر: محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية، شروط وأحكام محفظة الإستثمار. 2021، ص6.

يقومُ مدير المحفظة بإدارة أصولها بطريقة نشطة وذلك عن طريق إنتقاء أفضل الأسهم ضمن بيئة الإستثمار، والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية، بالإضافة إلى صفقات المُرابحة الشرعية وما في حكمها، ويستطيع المشاركة في الإكتتابات الأوليّة المتاحة للصناديق الإستثمارية شريطة مُوافقتها لمتطلبات لائحة محفظة الإستثمار، وبعد إختيار الأسهم يقوم مدير المحفظة بتنفيذ عمليات البيع والشراء بناءً على التحركات السعريّة والوضع العام لسوق الأسهم السعودية.

قد يتمّ إستثمار الفائض النقدي للمحفظة - حسب تقدير مدير المحفظة ولأغراض إدارة السيولة- في البيوع الشرعية قليلة المخاطر مثل المُرابحة، أو صناديق الإستثمار قليلة المخاطر مثل صناديق المُتاجرة والتي تكون مباشرة مع بنوك سعودية بالريال السعودي وخاضعة لإشراف البنك المركزي السعودي¹.

¹ محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية، شروط وأحكام محفظة الإستثمار. مرجع سابق، ص6.

الشكل رقم (27): توزيع الاستثمارات في محفظة المبارك لأسهم السعودية النقية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات المذكورة أعلاه.

ثالثاً: ضوابط الاستثمار في المحفظة

تكون قرارات الاستثمار التي يتخذها مدير المحفظة منسجمة مع ممارسات الإستثمار الجيدة والحكيمة التي تُحقّق الأهداف الإستثمارية المُحدّدة للمحفظة، ويشمل ذلك بذل مدير المحفظة كلّ ما في وسعه للتأكد من تحقيق الأهداف التي أنشأت من أجلها، وتتميّز المحفظة بما يلي¹:

- المحفظة مُوجّهة للمستثمرين الأفراد والشركات والمؤسسات الخاصة والحكومية وشبه الحكومية الذين يُفضّلون الإستثمارات طويلة الأجل ولديهم القدرة والقابليّة لتحمل مستوى مخاطر مرتفع؛
- تتعامل المحفظة بالريال السعودي فقط، وإذا تمّ الدفع عن الوحدات بعمّلات أخرى فإنّ مدير المحفظة سيقوم بتحويل المبلغ إلى الريال السعودي حسب سعر الصّرف الساري في ذلك الوقت؛
- وحدات الإستثمار في المحفظة كلّها من فئة واحدة مُتساوية القيمة ومُتساوية في الحقوق والواجبات؛
- الحدّ الأدنى للاشتراك هو 7500 ريال سعودي أمّا الحدّ الأدنى للإسترداد فهو 6000 ريال سعودي؛
- تبلغ رسوم إدارة المحفظة 1.75% سنوياً من صافي قيمة الأصول، ورسوم الإستشارك 2% على أقصى حدّ ولا يوجد رسوم على الإسترداد؛
- المحفظة هي محفظة تراكم دخل حيث يُعادُ إستثمار صافي دخله فيه، بما في ذلك الأرباح المُوزّعة على الأسهم، ولا يتمّ توزيعه على شكل حصص في الأرباح على وحدات الإستثمار؛
- مدير المحفظة هي شركة العربي الوطني للإستثمار، وهي شركة مُرخّصة من مجلس هيئة السوق المالية بموجب ترخيص رقم 37-07072 بتاريخ 1328/9/20هـ، وبرأس مال مدفوع قدره 1.000.000.000 ريال سعودي، أمّا أمين الحفظ فهو شركة البلاد المالية؛
- لا تزيد نسبة التعامل مع أي طرف نظير 25% من صافي أصول المحفظة؛

¹ محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية، شروط وأحكام محفظة الإستثمار. مرجع سابق، ص7، 8.

- ذ. يجوز أن يقوم مدير المحفظة في أي وقت بإيداع المبالغ النقدية لدى أي جهة من الجهات ذات العلاقة وذلك بناءً على الشروط التي يعتبرها مدير المحفظة مناسبة وفقاً للائحة صناديق الإستثمار؛
- ر. المؤشر الاسترشادي للمحفظة هو مؤشر ستاندرد أند بورز للشركات السعودية النقيّة، والذي يعتمد في حسابه على الأسهم الحرّة المتوافقة مع المعايير الشرعية للإستثمار في المحفظة؛
- ز. يمكن للمحفظة أن تستثمر في أسواق المشتقات المالية بهدف تحسين الأداء وتقليل المخاطر وذلك بشرط أن تكون متوافقة مع المعايير الشرعية للمحفظة؛
- س. لا يوجد ضمان لمالكي الوحدات أن أداء المحفظة المطلق أو أداءها مقارنة بالمؤشر الاسترشادي سيتكرّر أو يكون مماثلاً للأداء السابق، ويتحمّل هذا الأخير المسؤولية عن أي خسارة مالية تترتّب على الإستثمار في المحفظة إلا إذا كانت ناتجة عن إهمال أو تقصير؛
- ش. لا يُعتبر الإستثمار في المحفظة إيداعاً لدى مدير المحفظة أو البنك العربي الوطني أو أي بنك محليّ أو أي جهة أخرى ذات علاقة؛
- ص. لا تقوم المحفظة بتوزيع أرباح نقدية على مالكي الوحدات حيث أنّ هدف المحفظة هو تنمية رأس المال على المدى الطويل وعليه فسيتمّ إعادة إستثمار أيّة توزيعات مُستلمة؛
- ض. يتمّ نشر المعلومات المتعلقة بالتقارير السنوية والنّصف سنوية والبيانات ربع السنوية والقوائم المالية الأولية والسنوية في الوسائل المُحدّدة وعلى الموقع الإلكتروني لمدير المحفظة ليطلّع عليها الجمهور.
- يمكن تلخيص أهمّ مميزات الإستثمار في محفظة المبارك للأسهم السعودية النقيّة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (16): أهم مميزات الإستثمار في محفظة المبارك للأسهم السعودية النقيّة

صافي سعر الوحدة	184.0409	نوع الصندوق	مفتوح
عملة الصندوق	ريال سعودي	تاريخ التقييم	2023/01/22
الحد الأدنى للاشتراك	7500 ريال سعودي	تاريخ الابتداء	2005/10/25
مستوى المخاطرة	مرتفعة	رسوم الاشتراك	2%
أيام التقييم	الأحد والأربعاء	أيام الإعلانات	الاثنين والخميس
الأتعاب الإدارية%	1.75%	الحد الأدنى للاسترداد	6000 ريال سعودي

حيث أن: صافي سعر الوحدة = (إجمالي الأصول - إجمالي الالتزامات) / إجمالي وحدات المحفظة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات الواردة أعلاه و <https://www.saudiexchange.sa/>

رابعاً: سياسة إدارة مخاطر الإستثمار في المحفظة

تتعرض المحفظة كغيرها من المحافظ الإستثمارية إلى جُملةٍ من المخاطر نذكر منها: مخاطر السوق، مخاطر الائتمان، المخاطر السياسية، مخاطر الإلتزام بالمعايير الشرعية للصندوق، المخاطر القانونية، مخاطر تركّز الإستثمارات، مخاطر انخفاض التصنيف الائتماني، مخاطر تقلّبات أسعار الفائدة، مخاطر تضارب

المصالح، مخاطر السيولة، المخاطر التشغيلية، مخاطر الكوارث الطبيعية،¹؛ هذا وتخضع العمليات المالية الخاصة بالمحفظة للمخاطر الرئيسية التي يسعى مُدراءها إلى إدارتها بمختلف الوسائل كما يلي²:

أ. مخاطر الائتمان

نقصد بها تلك المخاطر الناتجة عن إخفاق طرفٍ ما في الوفاء بالتزاماته التعاقدية مما يؤدي لتحميل الطرف الآخر خسائر مالية، ويسعى مدير المحفظة إلى مراقبة مخاطر الائتمان من خلال مراقبة التعرضات لمخاطر الائتمان والتعامل فقط مع الجهات ذات الملاءة الائتمانية التي تكون مخاطرها منخفضة، والحد من المعاملات مع الأطراف الأخرى مع التقييم المستمر لملاءتها الائتمانية، من جهةٍ أخرى تحتفظ المحفظة بأرصدها البنكية في حسابات لدى مؤسساتٍ مالية ذات تصنيفٍ ائتماني جيد.

بما أنّ المطلوبات المالية الرئيسية الخاصة بالمحفظة تتمثل في أتعاب الإدارة المستحقة، وموجوداتها المالية تكون على شكلٍ نقدية وشبه نقدية وموجوداتٍ مُدرجةٍ بالقيمة العادلة من خلال الريح أو الخسارة وتوزيعات الأرباح المدينة التي تُعتبر جزءاً من أنشطتها العادية ومُحصلةً مباشرةً منها؛ يبين الجدول التالي الحد الأقصى لتعرض المحفظة لمخاطر الائتمان المُتعلّقة ببنود قائمة المركز المالي كما في 31 ديسمبر 2020 و 31 ديسمبر 2021.

الجدول رقم (17): الحد الأقصى لتعرض محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية لمخاطر الائتمان

2020	2021	
-	90600	توزيعات أرباح مدينة
13825902	14811137	نقدية وشبه نقدية
13825902	14901737	المجموع

المصدر: محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية، القوائم المالية وتقرير المراجع المستقل، ص 19.

لقد قامت الإدارة بإجراء تقييم وفقاً لمتطلبات المعيار الدولي للتقرير المالي (9)، وبناءً عليه وُجد أنه لا داعي لإثبات مخصص خسائر الائتمان المُتوقّعة كونها ضئيلة جداً.

ب. مخاطر السيولة

تتمثل مخاطر السيولة في الصعوبات التي تواجهها المحفظة في توفير الأموال للوفاء بالتعهدات المُتعلّقة بالمطلوبات المالية، وتنشأ أساساً عن عدم القدرة على بيع أصلٍ مالي ما بسرعة وبمبلغٍ يُقارب القيمة العادلة له؛ وبما أنّ شروط وأحكام المحفظة تنصُّ على إسترداد الوحدات مرتين أسبوعياً فإنّ نشوء مخاطر للسيولة أمرٌ واردٌ الحدوث وعليه يقوم مدير المحفظة بمراقبة متطلبات السيولة بصورةٍ منتظمة والتأكد من توفر الأموال الكافية للوفاء بالتزامات عند نشوئها.

¹ محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية، شروط وأحكام محفظة الاستثمار، ص 9، 10.

² محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية، القوائم المالية وتقرير المراجع المستقل، 2022، ص 19-21.

ت. مخاطر السوق

تتّحصر مخاطر السوق المتعلّقة بالمحفظة على مخاطر أسعار الأسهم فقط؛ وتتعلّق مخاطر أسعار الأسهم بالتغيّرات غير الإيجابية في القيمة العادلة لإستثمارات الأسهم نتيجة التغيّرات في قيمة الأسهم الفردية. ينشأ هذا النوع من المخاطر من إستثمارات المحفظة في الأسهم وما ينجّر عنه من عدم التأكد من الأسعار المُستقبلية، ويقوم مجلس الإدارة بإدارة هذه المخاطر من خلال تنويع محفظة الإستثمار الخاصّة بالمحفظة في ضوء تركّز الصناعة.

يبين الجدول أدناه الأثر على الرّبح أو الخسارة عن النّقص أو الزيادة المُحتملة بصورة معقولة في قيمة الأسعار السوقية لكلّ سهم على حدا بواقع 5% بتاريخ إعداد القوائم الماليّة، على أن تتمّ التقديرات على أساس كلّ إستثمار على حدا مع افتراض بقاء كافّة المُتغيّرات الأخرى خاصّة أسعار العملات والعملات الأجنبيّة ثابتة.

الجدول رقم (18): تحليل الحساسية للأسهم لمحفظة المبارك للأسهم السعودية النقية

2020	2021	الأثر على الربح والخسارة
8890153 %5+	12177971 %5+	صافي الحركة في الأرباح (الخسائر) غير المحققة عن الموجودات المالية بالقيمة العادلة من خلال الربح والخسارة
(8890153) %5-	(12177971) %5-	

المصدر: محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية، القوائم المالية وتقرير المراجع المستقل، 2022، ص20.

بالنسبة لتركّز مخاطر أسعار الأسهم حسب التوزيع الجغرافي وُجد أنّها تتركّز في المملكة العربية السعودية لعامي 2020 و 2021 وهذا وفقاً لمكان الإدراج الأولى للأطراف الأخرى.

ث. الأثر الناتج عن كوفيد - 19

بعد إعلان منظمة الصحة العالمية تفشّي فيروس كورونا (كوفيد-19) كوباء عالمي، واستجابةً للانتشار السريع للفيروس وما تبعه من اضطراب الأنشطة الإقتصادية والاجتماعية، قام مدير المحفظة باتخاذ العديد من الإجراءات الاحترازية بما في ذلك تفعيل العمل عن بُعد لضمان سلامة الموظفين وأسرهم، وقد تأثرت النتائج التشغيلية والمالية الخاصّة بالمحفظة كما تُظهره القوائم المالية بتاريخ 31 ديسمبر 2021، وبصورة رئيسية نتيجة انخفاض القيمة العادلة لإستثمارات المحفظة تماشياً مع انخفاض أسعار الوحدات وقد تُؤثّر هذا التغيّرات على النتائج والتدفقات النقدية والوضع المالي مستقبلاً أيضاً.

خامساً: تقييم أداء المحفظة

من أجل تقييم أداء المحفظة نستعرض العوائد السنويّة المُحققة خلال العشر سنوات الأخيرة إضافة إلى العائد التراكمي في الجدولين التاليين.

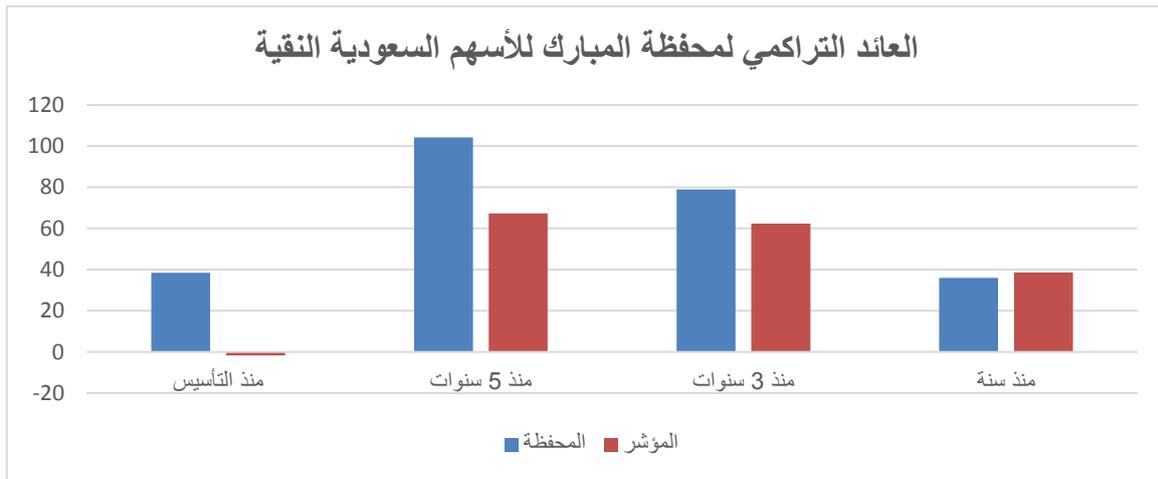
الجدول رقم (19): العائد التراكمي لمحفظه المبارك للأسهم السعودية النقية

منذ التأسيس	منذ 5 سنوات	منذ 3 سنوات	منذ سنة واحدة	
38.52	104.24	78.98	36.06	معدل العائد للمحفظة
1.70-	67.31	62.32	38.66	المؤشر

المصدر: محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية، التقرير السنوي. 2021، ص2.

كما يوضحه الشكل البياني الموالي.

الشكل رقم (28): العائد التراكمي لمحفظه المبارك للأسهم السعودية النقية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات الواردة في الجدول أعلاه.

نلاحظ من خلال الجدول والشكل أنّ العائد التراكمي للمحفظة منذ تأسيسها قدر بـ 38.52% حيث بلغ هذا الأخير 104.24% في آخر 5 سنوات وفي آخر 3 سنوات فاق نسبة 78.98% أمّا في السنة الأخيرة فقد حقّق نسبة 36.06%، ويظهر الجدول المؤالي العائدات السنوية للمحفظة.

الجدول رقم (20): أداء محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية خلال الفترة 2010-2021م

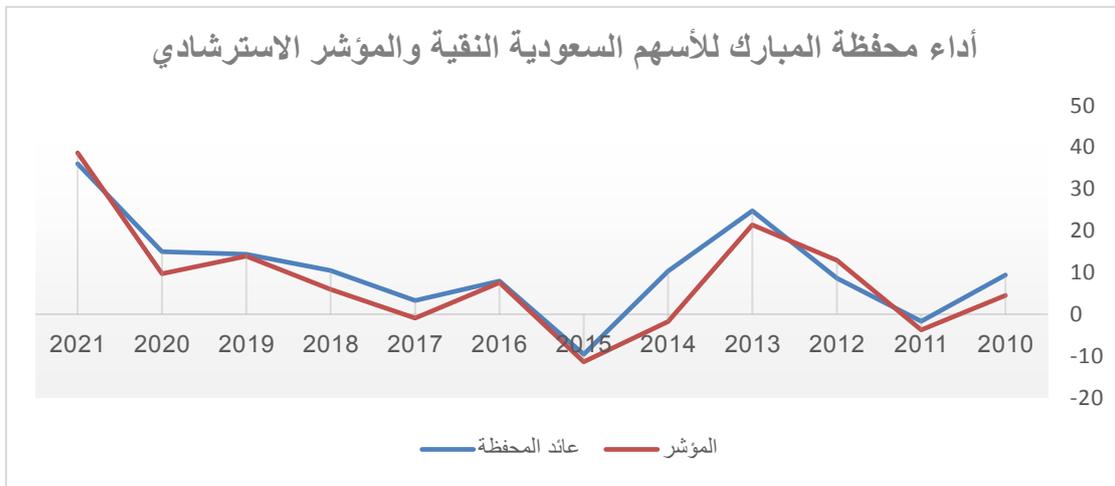
السنة	أداء المحفظة	المؤشر
2010	% 9.40	% 4.48
2011	% 1.68-	% 3.76-
2012	% 8.61	% 12.92
2013	% 24.76	% 21.45
2014	% 10.33	% 1.80-
2015	% 9.61-	% 11.41-
2016	% 7.94	% 7.60
2017	% 3.26	% 0.94-
2018	% 10.51	% 5.93

2019	14.37 %	13.95 %
2020	15.01 %	9.71 %
2021	36.06 %	38.66 %

المصدر: محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية، التقرير السنوي. 2021، ص2، 7.

نلاحظ من بيانات الجدول أعلاه أنّ أداء المحفظة قد شهدَ تذبذبًا خلال الفترة 2012-2017 حيث سجلتُ أسوأ أداءٍ لها سنة 2015 بتحقيقها لنتيجة (-9.61%) ولكنها شهدت تحسُّنًا مُستمرًا بعد ذلك وحققت أفضل أداءٍ لها على الإطلاق عام 2021م، كما يوضِّحُه المنحنى البياني الموالي.

الشكل رقم (29): أداء محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية خلال الفترة 2010-2021م



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات الواردة في الجدول أعلاه.

الفرع الثاني: محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع

محفظة الراجحي للمُضاربة بالبضائع ريال سعودي هي محفظة استثمار مفتوحة تهدف إلى تحقيق نموٍّ مستمرٍ في رأس المال من خلال توفير قدرٍ معقولٍ من العائد والسيولة المُتحقَّقة من استثمارات تجارية قصيرة الأجل تُقيَّم بالريال السعودي وتُنفَّذ وفق المعايير الشرعية المُقرَّرة من الهيئة الشرعية للراجحي المالية.

مدير المحفظة هو شركة الراجحي المالية، تعمل تحت رخصة هيئة السوق المالية رقم 07068/37، أمين الحفظ هو شركة البلاد للاستثمار، التي تنشط بموجب رخصة هيئة السوق المالية رقم 08100 - 137¹، أما المؤرَّع لها فهي شركة دراية المالية، ومقرُّها بالرياض في المملكة العربية السعودية؛ صدرت شروط وأحكام المحفظة بتاريخ 01 جوان 2000م، وتمَّ الحصول على موافقة هيئة السوق المالي للاستمرار في طرح وحدات المحفظة بتاريخ 07/02/2009م، وقد كان آخر تحديث لها في 15/11/2021م

يتكوَّن مجلس إدارة المحفظة من رئيس (السيد/ أحمد بن عبد الرحمان المحسن) وعضوين غير مُستقلين (السيد/ عبد الله بن خالد المسلم والسيد/أنس بن عبد الله العيسى) وعضوين آخرين مستقلين هما (السيد/ طارق

¹ صندوق الراجحي للتداول بالبضائع، ملخص المعلومات الرئيسية. 2021، ص26.

بن عبد الله الرميم والسيد/ عبد العزيز بن صالح العمير) وحسب ما إطلعنا عليه من سيرهم فهُم جميعاً من الكفاءات العلمية ذات الخبرة العملية الطويلة في مجال العمل المصرفي.

أما هيئة الرقابة الشرعية على المحفظة فتتمثل في الرئيس (الشيخ/ صالح بن منصور الجربوع) وأعضاء (الشيخ الدكتور/ سليمان بن عبد الله اللحيدان، الشيخ الدكتور/ سعد بن تركي الخثلان) وهم حسب ما إطلعنا عليه من سيرهم من أطيب الشيوخ سمعة وأكثرهم خبرة في هذا المجال.

أولاً: أهداف المحفظة

تهدف **محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع** إلى تحقيق زيادة في رأس المال والسيولة عن طريق توظيف الأصول في عمليات متاجرة منخفضة المخاطر، لتحقيق نمو مستمر في رأس المال من خلال توفير قدر معقول من العائد والسيولة المتحققة من استثمارات تجارية قصيرة الأجل تقيّم بالريال السعودي وتنفذ وفق المعايير الشرعية المقررة من الهيئة الشرعية للراجحي المالية، كما تسعى المحفظة لتحقيق نمو مقارب للمؤشر الإرشادي (سعر الفائدة على القروض بمصارف السعودية بالريال لـ 3 شهور SAIBOR 3 MONTHS).

ثانياً: سياسة الاستثمار في المحفظة

تستثمر **محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع** أصولها من خلال صفقات تجارية تتم في البضائع بطريقة موافقة للمعايير الشرعية بأسلوب المضاربة الشرعية، وهي الصفقة التي تعقد لشراء مجموعة متنوعة من السلع يُقصد منها إعادة البيع بسعر أعلى على أساس الدفع المؤجل على مُدد قصيرة ومتوسطة حسب الحاجة وتتنوع استثمارات كما يلي:

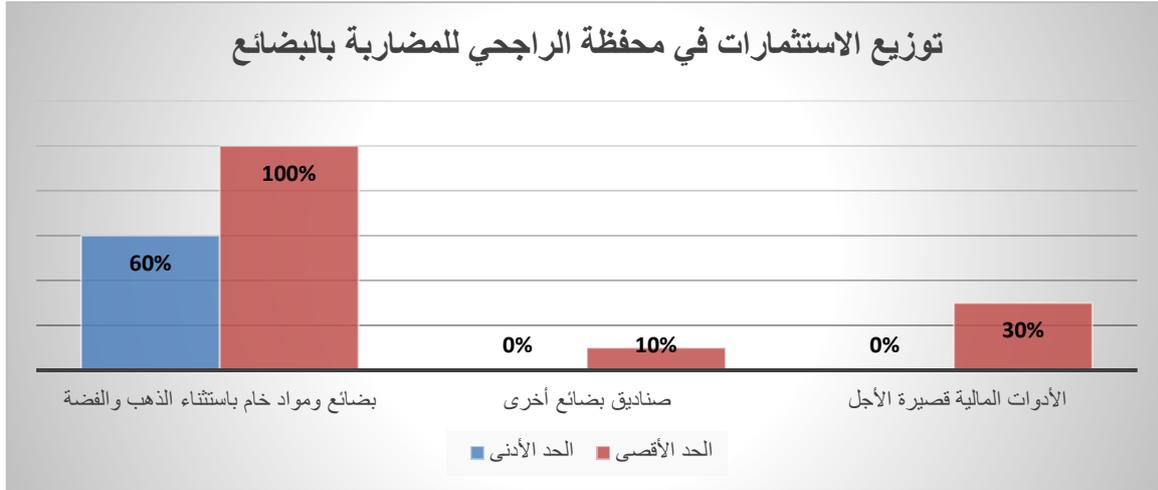
الجدول رقم (21): توزيع الاستثمارات في محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع

نوع الاستثمار	الحد الأدنى	الحد الأقصى
بضائع ومواد خام باستثناء الذهب والفضة	60%	100%
صناديق بضائع أخرى	0%	10%
الأدوات المالية قصيرة الأجل (الصكوك)	0%	30%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: صندوق الراجحي للتداول بالبضائع، ملخص المعلومات الرئيسية. 2021، ص38، 39.

من الجدول أعلاه نلاحظ أنّ المحفظة تستثمر أصولها بحيث تعمل على تحقيق زيادة مستمرة في رأسمال المستثمرين من دون توزيع العوائد والأرباح، حيث يتم إعادة استثمارها مع رأس المال، وهذا بإتباع خطط مدروسة للتعامل في مجموعة متنوعة من الاستثمارات قصيرة ومتوسطة الأجل في أصول مادية (سلع) في الأسواق العالمية من خلال أدوات استثمار إسلامية ملائمة ومُطابقة للضوابط المعتمدة من الهيئة الشرعية لمدير المحفظة إلى جانب هذا يمكن للمحفظة استثمار ما لا يزيد عن 10% من أصولها في صناديق بضائع أخرى مُتوافقة مع الضوابط الشرعية، والاستثمار في الأدوات المالية قصيرة الأجل المتوافقة مع الشريعة الإسلامية كالصكوك مثلاً بما لا يتعدى 30% من صافي أصول المحفظة؛ هذا ما كما يُبينه الشكل البياني الموالي:

الشكل رقم (30): توزيع الإستثمارات في محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات المذكورة أعلاه.

ثالثاً: ضوابط الاستثمار في المحفظة

يتميّز الإستثمار في محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع بجملة من الخصائص أبرزها ما يلي:

- تعتبر المحفظة محفظة إستثمار منخفضة المخاطر، وتبعاً لذلك تُستثمر أصول المحفظة في صفقات تجارية مُنخفضة المخاطر مع أطراف حسنة السمعة وذات ملاءة من الناحية المالية؛
- لا يُوجد ضمانٌ بأنّ الأرباح سوف تتحقّق أو أنه لن يتمّ تكبّد أيّ خسائر كبيرة أو أنّ أداء المحفظة مقارنةً بالمؤشر الاسترشادي سيتكرر أو يُماثل الأداء السابق؛
- يجب أن يأخذ مالكو الوحدات المُحتملين في الاعتبار أنّ الإستثمار في المحفظة لا يُعتبر بمثابة وديعة بنكية حتى وإن كانت تسعى لتوفير السيولة النقدية اللازمة للمستثمرين من خلال آليات المحفظة؛
- يجب على مالكي الوحدات أن يدركوا أنّهم ربما يخسرون جزءاً من أو كامل إستثمارهم، وقد يكون مبلغ الإسترداد أقلّ من السعر الذي اشتركوا به في المحفظة، وقد تتخفّض قيمة الإستثمارات الرئيسية للمحفظة وربما لا يستطع مالكو الوحدات إسترداد المبلغ الذي إستثمروه في المحفظة؛
- المحفظة لا تقوم بالإقتراض لتعزيز إستثماراتها، وتكتفي بإستثمار أصولها وإعادة إستثمار أرباح هذه الأصول فقط.

كما تقوم التعاملات المالية في المحفظة على الضوابط التالية:

- في حال تحقّق الأرباح بعد حسم المصروفات، يُوزّع الرّبح على النحو الآتي: حصة مدير المحفظة 16% من صافي الأرباح (بشرط ألاّ تتجاوز 1% من صافي أصول المحفظة)، وما تبقى يكون للمستثمرين كلٌّ بحسب ما يملك من وحدات؛

ب. في حالة الخسارة فإنَّ مدير المحفظة يُضَيِّع عليه جهده وعمله، ولا يتحمَّل شيئاً من خسارة المال إلا في حال التعدي أو الإهمال أو التفريط، وتكون الخسارة على المُستثمرين بحسب إستثماراتهم؛
 ت. تتحمَّل المحفظة رسوم حفظ تعادل 0.0025% سنوياً من قيمة الأصول في صفقات وأدوات أسواق النقد، كما تتحمَّل المحفظة رسوم حفظ تعادل 0.02% سنوياً من قيمة الأصول للإستثمارات في الصكوك أو أيِّ أوراق مالية أخرى؛

ث. تتحمَّل المحفظة المصاريف اللّازمة والفعليّة لإدارتها، رسوم المراجعة ورسوم الحفظ ورسوم النشر والرسوم الرقابية ومكافآت أعضاء مجلس إدارة المحفظة والرسوم والمصاريف الأخرى؛

ج. عملة المحفظة هي الريال السعودي وهي التي تقوّم بها إستثماراتها ووحداتها، وتقبل اشتراكات المُستثمرين بأيِّ عملة أخرى من العملات العالمية الرئيسية على أساس سعر الصرف السائد في الأسواق في ذلك التاريخ؛

ح. لا تقوم المحفظة بتوزيع أي أرباح أو توزيعات نقدية على المُستثمرين وستقوم بإعادة استثمار الأرباح الموزعة في المحفظة؛

خ. يقوم مدير المحفظة بإتاحة تقارير المُستثمرين في المحفظة والتي تتضمن المعلومات التالية: صافي قيمة أصول المحفظة، عدد وحدات المحفظة والتي يملكها المُستثمر وصافي قيمتها، سجل بالصفقات التي نفذها المُستثمر خلال (15 يوماً) من كل صفقة، بيانٌ سنوي لمالك الوحدات يلخّص صفقاته في وحدات المحفظة على مدار السنة المالية خلال (30 يوماً) من نهاية السنة المالية، ويجب أن يحتوي هذا البيان الأرباح الموزعة وإجمالي مقابل الخدمات والمصاريف والأتعاب المخصومة من مالك الوحدات؛

د. فيما عدا خسارة مالك الوحدات لإستثماره في المحفظة أو جزء منه، لا يكون مالك الوحدات مسؤولاً عن ديون والتزامات المحفظة؛

ذ. يجوز لمدير المحفظة أن يُصدر عدداً غير محدود من الوحدات متساوية القيمة تكون جميعها من فئة واحدة ويكون الاشتراك في المحفظة على شكل وحدات متساوية القيمة؛

ر. تُعتبر هذه المحفظة من المحافظ المفتوحة المدّة وليس هناك يوم مُحدّد لتصفيتها، ومع ذلك، فإنّه لمدير المحفظة الحق في تصفية المحفظة بالكامل، إذا أصبح جلياً أنّ حجم أصول المحفظة لا يُبرّر الإستمرار في إدارتها بطريقة عمليّة وملائمة ومُجدية من الناحية الاقتصادية أو بسبب حدوث بعض التغيّرات في الأنظمة التي تحكم إدارة المحفظة، أو إنخفاض حجم المحفظة دون الحد الأدنى المسموح به لإستمرارها، وذلك بعد إشعار هيئة السوق المالية، وفي حالة تمّ إتخاذ قرار بتصفية المحفظة، فسيقوم مدير المحفظة بإتخاذ الخطوات التالية:

- إرسال إشعار مكتوبٍ بهذه التّصفية إلى هيئة السوق المالية ومالكي الوحدات، على أن يكون ذلك قبل 21 يوماً تقويمياً من تاريخ التصفية؛

- سداد الإلتزامات المُستحقَّة على المحفظة من أصول المحفظة وتوزيع المبالغ المُتبقية على مالكي الوحدات المُسجلين في تاريخ التَّصفية حسب ما يملكه كلُّ مالكٍ وحداتٍ بالمحفظة؛
- يجبُ على مدير المحفظة الإعلان في موقعها الإلكتروني والموقع الإلكتروني للسوق عن إنتهاء مُدَّة المحفظة ومُدَّة تصفيتها.

ويمكن تلخيص أهم مميزات الاستثمار في محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع في الجدول الموالي:

الجدول رقم (22): أهم مميزات الاستثمار في محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع

صافي سعر الوحدة	166.5683	نوع الصندوق	مفتوح
صافي قيمة الأصول	7954425414.12	تاريخ التقييم	2023/01/09
نسبة المصاريف%	0.05	تاريخ الابتداء	2000/06/11
نسبة الرفع المالي%	0	عملة الصندوق	ريال سعودي
أيام التقييم	يومي	أيام الإعلانات	يومي
الأتعاب الإدارية%	16	رسوم الاشتراك	0.0
الحد الأدنى للاشتراك	7500 ريال سعودي	مستوى المخاطرة	منخفضة

Source: <https://www.saudiexchange.sa/>

حيث أن:

صافي سعر الوحدة = (إجمالي الأصول - إجمالي الإلتزامات) / إجمالي وحدات المحفظة

صافي قيمة الأصول = (صافي سعر الوحدة * إجمالي وحدات المحفظة)

نسبة المصاريف% = المصاريف الفعلية خلال الربع المعني (رسوم الإدارة) / متوسط صافي قيمة أصول المحفظة

خلال الربع المعني

إلى جانب ما سبق، تحكُّم المحفظة الضوابط الشرعية الصَّادرة من الهيئة الشرعية لمدير المحفظة وهي تلك الضوابط والنَّسب المالية التي تتبعها الهيئة الشرعية لمدير المحفظة لتتَّصف الشركات والاستثمارات كاستثمارات مُتوافقة مع الضوابط الشرعية ويمكن الإستثمار به، وتشمل ما يأتي¹:

أ. في حال تعامل المحفظة بشراء السلع (المعادن) ثم بيعها بالأجل يلتزم مدير المحفظة بالآتي:

1. أن تكون السلع مملوكة للمحفظة ومُتعيَّنة لها بأرقامها ومكانها وبموجب الوثائق المُعيَّنة لها، قبل البيع على المُشتري؛

2. لا يجوز أن تبيع المحفظة أو تشتري سلعة لا يجوز فيها التأجيل من الذهب والفضة والعملات؛

3. لا يجوز أن تشتري المحفظة من العميل ما قد باعته إياه بالأجل؛

ب. إذا باعت المحفظة السلعة على عميل فلا يجوز لها أن تبيعها وكالة عنه على من اشتريتها المحفظة لنفسها؛

¹ صندوق الراجحي للتداول بالبضائع، ملخص المعلومات الرئيسية. مرجع سابق، ص 29.

ت. لا يجوز تداول وحدات المحفظة إلا بعد بدء نشاطها واستمرار مُزاولتها لهذا النشاط في موجوداتها الاستثمارية؛

ث. لا يجوز تداول وحدات المحفظة بعد توقُّفها عن مُزاولة نشاطها؛

رابعاً: سياسة إدارة مخاطر الاستثمار في المحفظة

يتعرَّض الإستثمار في المحفظة نتيجة استخدامها للأدوات المالية لعوامل المخاطر التي تشمل ولا تنحصر في التالي: مخاطر أسواق السلع، مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة، ومخاطر التشغيل، ويستخدم مدير المحفظة أساليب مختلفة لقياس وإدارة مختلف أنواع المخاطر التي يتعرَّض لها كما سيأتي ذكره¹.

أ. مخاطر الائتمان

إنَّ المحفظة معرضة لمخاطر الائتمان المتعلِّقة بعدم قدرة طرفٍ ما على الوفاء بالتزاماته ممَّا يؤدي لتكبُّد الطرف المُقابل لخسارة مالية، وهذا بشأن النقد وما في حكمه وإيداعات سوق المال وإستثمارات الصكوك، ويسعى مدير المحفظة إلى الحدِّ من مخاطر الائتمان عن طريق مُراقبة التعرُّض لها بانتظام والتعامل فقط مع أطراف أخرى ذات سمعةٍ طيبة، ويوضِّح الجدول التالي الحدَّ الأقصى من التعرُّض لمخاطر الائتمان.

الجدول رقم (23): الحدَّ الأقصى للتعرض لمخاطر الائتمان محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع

31 ديسمبر 2020	31 ديسمبر 2021	
1011542414	2053066207	نقد وما في حكمه
15452000000	16883660392	إستثمارات مقاسة بالتكلفة المطفأة
16463542414	18936726599	

المصدر: محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع - الريال السعودي، تقرير المراجع المستقل. 2022، ص21.

لا يوجد لدى المحفظة أيُّ آلية تصنيف داخلية رسمية، ويتمُّ إدارة والتحكم بمخاطر الائتمان عن طريق مُراقبتها ووضع حدود للتعامل مع أطرافٍ أخرى محدَّدة والتقييم المُستمر للقدرة الائتمانية لها، ويتمُّ الإحتفاظ بالنقد وما في حكمه لدى بنوك ذات تصنيفٍ ائتماني جيِّد. من جهةٍ أخرى فإنَّ إستثمارات المحفظة في إيداعات المُرابحة والصكوك يتمُّ قياسها بالتكلفة المطفأة، وعليه لم يتمَّ تسجيل أيِّ مُخصَّصٍ إنخفاضٍ في القيمة في القوائم المالية.

ب. مخاطر السيولة

تتصُّ شروط وأحكام الصندوق على أنَّ الإكتتاب في الوحدات وإستردادها يكون على مدار الأسبوع وبالتالي تتعرَّض المحفظة لمخاطر السيولة المُتمثلة في صعوبة الحصول على التمويل اللازم للوفاء بطلبات إسترداد مالكي الوحدات في أيِّ وقت. ويراقب مدير المحفظة مُتطلبات السيولة دورياً كما يسعى للتأكُّد من توفُّر التمويل للوفاء بالالتزامات عند نشوئها؛ كما في 31 ديسمبر 2020 و 31 ديسمبر 2021 يُعتبر النقد وما في

¹ محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع - الريال السعودي، تقرير المراجع المستقل. 2022، ص21-23.

حكمه والاستثمارات المقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة الخاصة بالمحفظة قصيرة الأجل بطبيعتها وقابلة للتحقق.

يعرض الجدول أدناه تحليلاً للموجودات والمطلوبات وفقاً للتاريخ المتوقع لإستردادها أو تسويتها.

الجدول رقم (24): تحليل الموجودات والمطلوبات لمحفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع وفقاً لتاريخ التسوية في 31 ديسمبر 2021

الإجمالي	بعد 12 شهرا	خلال 12 شهرا	كما في 31 ديسمبر 2021
2055565353	-	2055565353	نقد وما في حكمه
1201000476	-	1201000476	استثمارات مقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة
16883660392	660664639	16222995753	استثمارات مقاسة بالتكلفة المطفأة
20140226221	660664639	19479561582	إجمالي الموجودات
3804485	-	3804485	لأتعاب إدارة دائنة
254434	-	254434	مصروفات مستحقة
4058919	-	4058919	إجمالي المطلوبات

المصدر: محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع - الريال السعودي، تقرير المراجع المستقل. 2022، ص 19.

الجدول رقم (25): تحليل الموجودات والمطلوبات لمحفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع وفقاً لتاريخ التسوية في 31 ديسمبر 2020

الإجمالي	بعد 12 شهرا	خلال 12 شهرا	كما في 31 ديسمبر 2020
1012147250	-	1012147250	نقد وما في حكمه
1106498884	-	1106498884	استثمارات مقاسة بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة
15528527243	134000000	15394527243	استثمارات مقاسة بالتكلفة المطفأة
17647173377	134000000	17513173377	إجمالي الموجودات
3367704	-	3367704	لأتعاب إدارة دائنة
125346	-	125346	مصروفات مستحقة
3493050	-	3493050	إجمالي المطلوبات

المصدر: محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع - الريال السعودي، تقرير المراجع المستقل. 2022، ص 20.

نلاحظ من الجدولين أعلاه أن إجمالي الموجودات والمطلوبات سنة 2021 يفوق إجمالي الموجودات والمطلوبات لسنة 2020، ومع ذلك تبقى الزيادة في إجمالي الموجودات أكبر بكثير من حجم الزيادة في إجمالي المطلوبات، وهو ما يعكس قدرة وكفاءة إدارة محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

ت. مخاطر السوق

تتمثل في مخاطر التأثير المحتمل للتغيرات في أسعار السوق مثل مخاطر العملات الأجنبية ومخاطر معدلات العمولة الخاصة ومخاطر أسعار الأسهم على إيرادات المحفظة أو القيمة العادلة لمليته في الأدوات المالية، تتم إدارة مخاطر السوق من قبل مدير الإستثمار في المحفظة وفقاً للسياسات والإجراءات المحددة حيث يقوم بالمراقبة الدورية والمنظمة لمراكز السوق الخاصة بالمحفظة.

مخاطر أسعار العمولة الخاصة: تمثل المخاطر الناجمة عن تذبذب الأدوات المالية بسبب التغيرات في معدلات العملات الخاصة السائدة في السوق، وتتعرض المحفظة لمخاطر معدلات العملات الخاصة بشأن إيداعات المراجعة والإستثمارات في الصكوك، والجدول التالي يظهر تحليل الإستثمارات على أساس نوع سعر العمولة على الصكوك وإيداعات سوق النقد.

الجدول رقم (26): تحليل إستثمارات محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع على أساس نوع سعر

العمولة

31 ديسمبر 2021	التكلفة بالريال السعودي	القيمة العادلة بالريال السعودي
سعر ثابت	18678664639	18674782240
سعر متغير	181000000	185378415

المصدر: محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع - الريال السعودي، تقرير المراجع المستقل. 2022، ص22.

كما يعرض الجدول أدناه حساسية ربح وخسارة المحفظة للسنة على التغيرات المحتملة المعقولة في معدلات الفائدة مع بقاء المتغيرات الأخرى ثابتة.

الجدول رقم (27): حساسية ربح وخسارة محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع

التغير في معدل الربح	31 ديسمبر 2021	31 ديسمبر 2020
زيادة بنسبة 1%	188596646	154520000
نقص بنسبة 1%	(188596646)	(154520000)

المصدر: محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع - الريال السعودي، تقرير المراجع المستقل. 2022، ص23.

ث. مخاطر التشغيل

هي مخاطر الخسارة المباشرة وغير المباشرة الناتجة عن مجموعة متنوعة من الأسباب المرتبطة بالإجراءات والتكنولوجيا والبنية التحتية التي تؤثر على أنشطة المحفظة سواءً داخلياً أو خارجياً لدى مقدم الخدمة للمحفظة ومن العوامل الخارجية غير مخاطر الائتمان والسوق والسيولة مثل تلك الناتجة عن المتطلبات القانونية والتنظيمية والمعايير المتعارف عليها لسلوك إدارة الإستثمار.

يهدف مدير المحفظة إلى إدارة المخاطر التشغيلية لكي يحقق التوازن بين الحد من الخسائر والأضرار المالية التي تلحق بسُمعة المحفظة وبين تحقيق هدفها الإستثماري المتمثل في تحقيق عوائد لمالكي الوحدات؛

ويتم إدارة مخاطر التشغيل أو مخاطر العمليات عن طريق إعداد معايير عامة تشمل الضوابط والإجراءات لدى مقدمي الخدمة وإنشاء مستويات خدمة مع مقدمي الخدمة في مختلف المجالات كتوثيق الضوابط والإجراءات الرقابية، الإمتثال للمتطلبات التنظيمية والقانونية، وضع خطط الطوارئ، التطوير المهني، المعايير الأخلاقية ومعايير الأعمال، تقليل المخاطر بما في ذلك التأمين.

خامسا: تقييم أداء المحفظة

يوضح الجدول أدناه العوائد التراكمية لمحفظة الراجحي والمؤشر الاسترشادي.

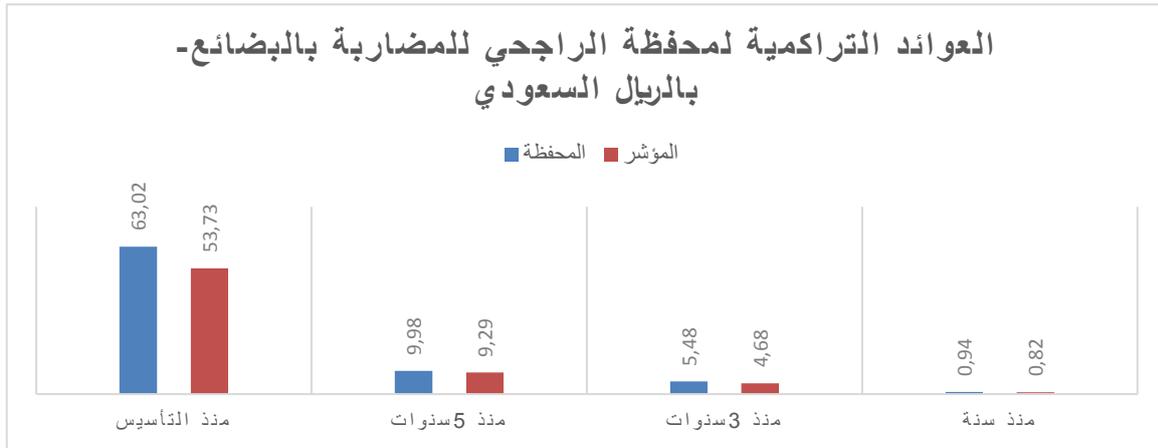
الجدول رقم (28): العوائد التراكمية لمحفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع - بالريال السعودي

المدة	منذ التأسيس	منذ سنة	آخر 3 سنوات	آخر 5 سنوات
المحفظة	63.02	0.94	5.48	9.98
SIBOR	53.73	0.82	4.68	9.29

المصدر: محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع - الريال السعودي، التقرير السنوي. 2021، ص4.

يمثل الشكل البياني الموالي العوائد التراكمية للمحفظة والمؤشر.

الشكل رقم (31): العوائد التراكمية لمحفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع - بالريال السعودي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المذكورة أعلاه

الجدول الموالي يبين معدل عائد محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع مقارنة بالمؤشر الإرشادي للسنوات من 2010م إلى 2021م.

الجدول رقم (29): أداء محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع مقارنة بالمؤشر الإرشادي خلال الفترة

2010م - 2021م

السنة	عائد المحفظة	عائد المؤشر الإرشادي
2010	1.26	0.56
2011	1.1	0.51

0.69	1.38	2012
0.72	1.22	2013
0.69	1.06	2014
0.92	1.01	2015
2.11	2.47	2016
1.82	1.89	2017
2.53	2.33	2018
2.64	2.8	2019
1.17	1.65	2020
0.82	0.94	2021

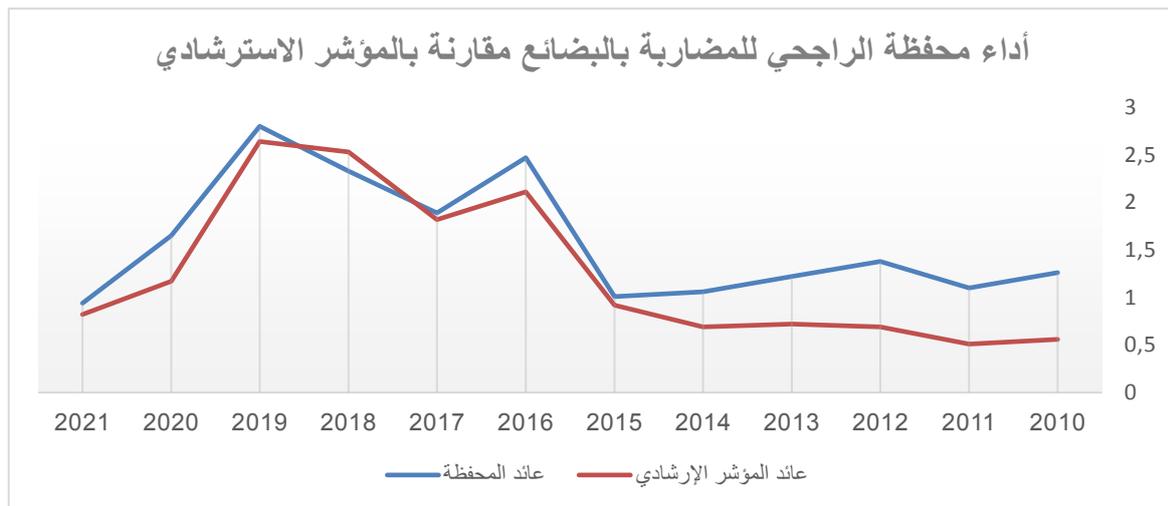
المصدر: - محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع- الريال السعودي، ملخص المعلومات الرئيسية. 2022.

- محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع- الريال السعودي، التقرير السنوي. 2021، ص4.

نلاحظ من الجدول أعلاه أنَّ معدلات عوائد المحفظة دائماً إيجابية وهي أعلى من عائد المؤشر الإرشادي باستثناء عام 2018م أين سجَّلت المحفظة عائداً قُدِّرَ بـ 2.33% متراجعة عن عائد المؤشر بـ 0.20%، وحققت المحفظة أفضل عوائدها سنة 2016 حيث سجلت عائداً يُقدر بـ 2.47% مقارنة بـ 2.11% للمؤشر الإرشادي، وقد شهدت المحفظة أكبر فارق إيجابي بين عائدها وعائد المؤشر سنة 2010م أين سجلت المحفظة عائد 1.26% مقابل 0.56% للمؤشر الإرشادي بفارق 0.70%، والشكل البياني الموالي يوضِّح ذلك أكثر.

الشكل رقم (32): أداء محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع مقارنة بالمؤشر الاسترشادي خلال الفترة

2010م - 2021م



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات الواردة في الجدول أعلاه.

الفرع الثالث: مقارنة بين محفظة المبارك ومحفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع - بالريال السعودي من حيث الأداء

بما أنَّ المستثمرين يلجؤون عادة إلى أسلوبين أساسيين لتقييم أداء المحفظة الاستثمارية، فإذا كان المُبتدئون منهم يعتمدون الأسلوب البسيط المبني على معدل العائد المحقق فقط، نجد أنَّ المستثمرين ذوي الخبرة يلجؤون لإستخدام الأسلوب المزدوج الذي يجمع بين العائد والمخاطرة في تقييم أداء المحفظة، وهو ما سنتطرق إليه في هذا الفرع.

أولاً: تقييم أداء محافظ النمو الاستثمارية باستخدام الأسلوب البسيط

الجدول الموالي يظهر أداء المحافظ قيد الدراسة باستخدام الأسلوب البسيط المُعتمد على معدل العائد المحقق فقط بغضَّ النَّظر عن التكاليف التي يتحمَّلها المُستثمر.

الجدول رقم (30): محافظ النمو الاستثمارية والعائد المتوسط لها

العائد المتوسط	المحفظة الاستثمارية
10.7466	محفظة المبارك
1.5925	محفظة الراجحي
0.0587	مؤشر TASI

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المذكورة أنفاً.

من خلال الجدول، نجد أنَّ محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية هي الأفضل كونها الأعلى عائداً بـ 10.7466 تليها في المركز الثاني محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع - بالريال السعودي بعائد قدر بـ 1.5925، وكلتاها تتفوقان على مؤشر TASI الذي حقق عائداً قدر بـ 0.0587.

ثانياً: تقييم أداء محافظ النمو الاستثمارية باستخدام الأسلوب المزدوج

يُظهر الجدول الموالي مختلف مؤشرات مقاييس الأداء المحسوبة على بيانات المحفظتين.

الجدول رقم (31): مؤشرات الأداء لمحافظ النمو الاستثمارية محل الدراسة

محفظة الراجحي	محفظة المبارك	المحفظة الاستثمارية
-0.00085	0.8907	المخاطرة β
0.004045	0.013707	2δ
3.936959	7.840228	شارب ST
-18.7353	0.120653	ترينور RT
0.022385	-6.66185	جونسون α

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المذكورة أنفاً.

يتضح لنا من خلال الجدول أعلاه أنَّ أفضل محفظة استثمارية بناءً على مؤشر شارب هي محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية بأعلى عائد هو 7.840228 متبوعاً بمحفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع -

بالريال السعودي في المرتبة الثانية وبعائد يساوي 3.936959، كما أنّ أعلى عائد على الإستثمار بإستخدام أسلوب ترينور قد حققته محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية بمعدل 0.120653 ثم تليها محفظة الراجحي بمعدل يقدر بـ 18.7353-

لقد كان أعلى عائد على الإستثمار بإستخدام مقياس جونسون/ ألفا الذي يقيس فُدرة مدير المحفظة قد حققته محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع- بالريال السعودي بمعدل 0.022385 مقابل معدل -6.66185- لمحفظة المبارك للأسهم السعودية النقية، وهذا قد يكون راجعاً لإنخفاض مستوى المخاطرة الذي بلغ -0.00085- في محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع- بالريال السعودي مقابل 0.8907 في محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية.

المطلب الثاني: المحافظ المختلطة محل الدراسة

نتناول في هذا المطلب اثنين من المحافظ المختلطة في المملكة العربية السعودية، الأولى هي محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي وتمّ اختيارها بناءً على أعلى حجم العائد، والثانية هي محفظة الرياض للمتاجرة المتنوع بالريال التي أختيرت إستناداً إلى حجم تداولها من بين المحافظ النشطة في المملكة والمُتوافقة مع الضوابط الشرعية وهذا في ظلّ توفر المعلومات المالية عنهما.

الفرع الأول: إدارة محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي

محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي هي محفظة أسواق نقد مفتوحة المُدة تستثمر في النقد السعودية والخليجية ومتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، أُسست وتُدار من طرف شركة الأول كابيتال، وهي شركة مساهمة مغلقة سعودية بموجب السجل التجاري رقم (4030170788) والترخيص الصادر عن هيئة السوق المالية رقم 38-14178، تمّت موافقة هيئة السوق المالية على تأسيس وطرح محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي بتاريخ 2009/03/09م، التي تخضع لأحكام لائحة صناديق الإستثمار المُعدّلة الصادرة عن هيئة السوق المالية بموجب القرار رقم 1-16-2016 بتاريخ 2016/5/23، أمين الحفظ هي شركة نمو المالية.¹

أولاً: أهداف محفظة الإستثمار

تتمثل أهداف المحفظة في تنمية رأس المال من خلال تحقيق عوائد تزيد عن المؤشر المقارن أو الاسترشادي (وهو سايبور شهر) مع السّعي للحفاظ على رأس المال بالمحفظة، والإبقاء على مستوى مخاطر مُنخفض، وذلك من خلال تنويع محفظة الإستثمارات مُنخفضة المخاطر وعالية السيولة بالريال السعودي.

ثانياً: سياسة الإستثمار

يشمل مجال إستثمار المحفظة عمليات المرابحة في صفقات السلع من خلال جهات خاضعة لتنظيم مؤسسة النقد وهيئة رقابية مُماثلة للمؤسسة خارج المملكة أو من خلال صناديق أسواق النقد والمتاجرة المُرخصة

¹ محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي، الشروط والأحكام. 2021، ص3.

من قبل هيئة السوق المالية أو جهة تشريعية مماثلة خارج المملكة بالإضافة إلى الإستثمار في أدوات الدين (وهي الصكوك) الحكومية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، صناديق أسواق النقد والمرابحة وصناديق المتاجرة بالسلع لدى الشركات المالية المرخصة من هيئة السوق المالية أو هيئة رقابية مماثلة خارج المملكة، وهذا إسترشادا بأحكام المادة 48 من لائحة صناديق الإستثمار التي تبين كيف تقوم المحفظة بإستثمار أصولها¹.

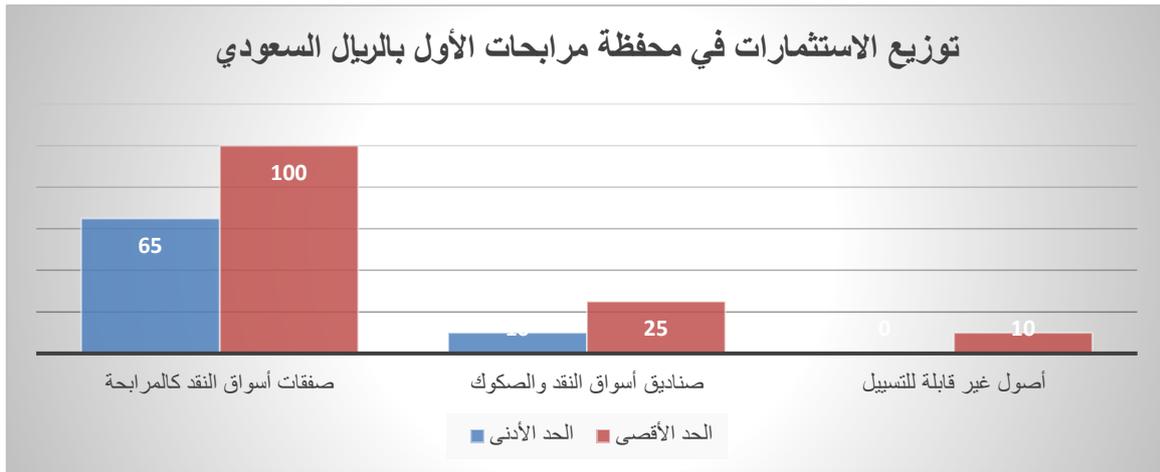
الجدول رقم (32): توزيع الاستثمارات في محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي

نوع الاستثمار	الحد الأدنى	الحد الأقصى
صفقات أسواق النقد كالمرابحة	65%	100%
صناديق أسواق النقد والصكوك	10%	25%
أصول غير قابلة للتسييل	0%	10%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات الواردة أعلاه.

يجوز لمدير المحفظة الإستثمار بما لا يتجاوز 25% من قيمة أصول المحفظة في الصكوك والصناديق المتوافقة مع المعايير الشرعية، وبإستثناء ذلك يُمكن للمحفظة الإستثمار في صفقات المرابحة والمحافظ المشابهة بدون أي قيود على نسب الإستثمار، كما يجوز إستثمار جزء من الأصول في الدول التي تتمتع بمناخ إستثماري آمن (الدول الخليجية) بما لا يتجاوز 25% من قيمة أصول المحفظة، ويجب ألا تتجاوز نسبة الإستثمار في أصول غير قابلة للتسييل 10% من صافي قيمة المحفظة ويحتفظ بنسبة 10% من أصولها على شكل إستثمارات عالية السيولة بأجال إستحقاق لا تتجاوز 7 أيام².

الشكل رقم (33): توزيع الاستثمارات في محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات الواردة أعلاه.

¹ محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي، الشروط والأحكام. مرجع سابق، ص 8، 9.

² محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي، الشروط والأحكام. مرجع سابق، ص 28.

ثالثاً: مميزات المحفظة

تتميز المحفظة بالخصائص التالية¹:

- أ. رأس مال المحفظة المُستهدف مفتوح بينما الحد الأدنى للتشغيل يُقدَّر بـ 10000000 ريال سعودي؛
- ب. هي محفظة مفتوحة المُدة تهدف للإستثمار في الأجل القصير والمتوسط؛
- ت. ينطوي الإستثمار في المحفظة عموماً على مخاطر منخفضة، نظراً لكونها تستهدف الإستثمار في أدوات سوق النقد قصيرة الأجل والتي تتسم بانخفاض مخاطر الإستثمار فيها؛
- ث. كان سعر الوحدة الواحدة عند الطرح 10 ريال سعودي؛
- ج. يُعتبر الحد الأدنى للإشتراك في المحفظة هو 500 وحدة أو 5000 ريال سعودي؛
- ح. يجوز تقديم طلبات الإسترداد يومياً قبل الواحدة ظهراً، وبدون أي رسوم إضافية؛
- خ. لا توجد رسوم على الإشتراك بينما تقدر رسوم الإدارة بـ 0.5% سنوياً وتُدفع من قيمة صافي أصول المحفظة، أمّا رسوم أمانة الحفظ فتقدر بـ 0.035% سنوياً تُدفع من قيمة صافي أصول المحفظة وبعدها أقصى 80000 ريال سعودي؛

كما تتميز بما يلي:

- ط. تقوم المحفظة بتوفير السيولة المطلوبة بشكل متواصل لمواجهة طلبات الإسترداد المُحتملة؛
- ظ. إعادة إستثمار الأرباح المُحققة من إستثمارات المحفظة حسب إستراتيجية الإستثمار؛
- ع. الإستثمار في المحفظة لا يعدُّ إيداعاً لدى أي بنك، ولا يُوجد ضمان أنّ الأداء الحالي للمحفظة سيُماثل أداءها السابق؛
- غ. لن تقوم المحفظة بتوزيع أيّة أرباح على المُستثمرين وستقوم بإعادة إستثمار الأرباح المُحصلة في المحفظة ممّا ينعكس على سعر الوحدات؛
- ف. لا تلجأ المحفظة للإقتراض إلا في حالة الضرورة الفُصوى التي يُقرها مجلس إدارة المحفظة، وفي هذه الحالة يتم الحصول على تمويل إسلامي بما لا يتجاوز 10% من قيمة أصول المحفظة.

يمكن تلخيص أهم مميزات الإستثمار في محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي في الجدول الموالي:

الجدول رقم (33): أهم مميزات الاستثمار في محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي

صافي سعر الوحدة	12.7852	نوع الصندوق	مفتوح
صافي قيمة الأصول	12785200.00	تاريخ التقييم	2023/01/09
عملة الصندوق	ريال سعودي	تاريخ الابتداء	2009/03/09
الأتعاب الإدارية%	0.5%	رسوم الإشتراك	0.0%

¹ محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي، الشروط والأحكام. مرجع سابق، ص 7.

الحد الأدنى للاشتراك	5000 ريال سعودي	مستوى المخاطرة	منخفضة
----------------------	-----------------	----------------	--------

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات الواردة أعلاه و <https://www.saudiexchange.sa/>
حيث أن:

صافي سعر الوحدة = (إجمالي الأصول - إجمالي الالتزامات) / إجمالي وحدات المحفظة
صافي قيمة الأصول = (صافي سعر الوحدة * إجمالي وحدات المحفظة (1000000 وحدة))

رابعاً: سياسة إدارة مخاطر الاستثمار في المحفظة

يواجه الاستثمار في المحفظة جُملة من المخاطر المختلفة نذكر منها المخاطر الاقتصادية، مخاطر مجال الاستثمار، مخاطر التوقف عن السداد، مخاطر الصكوك، مخاطر تقلبات سعر الفائدة المحلي، مخاطر الإدارة، مخاطر التقنية، مخاطر تغير سعر صرف العملات، المخاطر المرتبطة بفرض الضرائب¹. يتم إدارة هذه المخاطر من خلال آلية متواصلة تتكوّن من تحديد المخاطر ثم تقييمها ثم متابعتها وفقاً للقيود والضوابط المعتمدة وهي عملية ضرورية بالنسبة لقدرة المحفظة على تحقيق الأرباح.

فيما يلي كيفية إدارة المحفظة للمخاطر الأساسية: مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة ومخاطر أسعار السوق².

أ. مخاطر الائتمان

مخاطر الائتمان هي عدم قدرة طرف على الوفاء بالتزاماته إتجاه الأطراف الأخرى ممّا يُسبّب خسائر مالية لها. تتعرّض المحفظة لمخاطر الائتمان على أرصدها البنكية والمبالغ المُستحقّة من الأطراف ذات العلاقة، ويعمل المدير على الحدّ من هذه المخاطر عن طريق مراقبتها باستمرار والحدّ من التعامل مع الجهات ذات المخاطر العالية والقيام بتقييم دوريّ لملاءة الجهات التي يتمّ التعامل معها، وقد كان إجمالي الحدّ الأقصى للتعرّض لمخاطر الائتمان في المحفظة هي القيمة الدفترية كما يوضّحه الجدول الموالي.

الجدول رقم (34): الحدّ الأقصى لتعرّض محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي لمخاطر الائتمان

31 ديسمبر 2020	31 ديسمبر 2021	
42315845	7939483	استثمارات بالتكلفة المطفأة
77456606	38244561	استثمارات بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة
21380721	4068995	النقد وأرصدة لدى البنوك
131162172	50253039	المجموع

المصدر: محفظة مرابحات الأول، القوائم المالية وتقرير المراجع المستقل. 2021، ص29.

¹ محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي، الشروط والأحكام. 2021، ص51.

² محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي، القوائم المالية وتقرير المراجع المستقل. 2022، ص29-32.

تسعى المحفظة إلى إدارة تعرُّضها للمخاطر الائتمانية من خلال تنويع أنشطتها الإستثمارية لضمان عدم تركُّز المخاطر والموجودة جميعاً في صناديق تعمل داخل المملكة العربية السعودية، وتُعتبر القيمة الدفترية هي الحدَّ الأقصى للتعرُّض لمخاطر الائتمان للإستثمارات المُصنفة كمتاحة للبيع والقيمة العادلة من خلال الربح والخسارة، ولم تُسجَّل المحفظة أيَّ مُخصَّصٍ للإنخفاض في القيمة لأنَّ إدارتها تعتقد أنَّها قابلة للإسترداد بالكامل؛ كما تحتفظ المحفظة بالنقد والنقد المُعادل لدى بنوك ذات سمعة جيِّدة في المملكة العربية السعودية وذات تصنيف إئتماني عالي (من BBB+ إلى A-) لذا فالمخاطر الائتمانية المُتعلقة بهذه الأرصدة في حدِّها الأدنى.

ب. مخاطر السيولة

نقصد بها مخاطر مُواجهة المحفظة صعوبة في توفير الأموال لمقابلة الإلتزامات المُتعلقة بالأدوات المالية، والتي قد تنشأ عن عدم قدرة هذه الأخيرة على بيع أصلٍ مالي بسرعة وبمبلغ يقترب من قيمته العادلة. الجدول الموالي يوضِّح المطلوبات المالية غير المُستقاة التي تمثل مصروفاتٍ مُستحقَّة ومطلوبات أخرى بالقيمة الدفترية.

الجدول رقم (35): الحد الأقصى لتعرض محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي لمخاطر السيولة

2020	2021	
201954	218212	المطلوبات المالية غير المُستقاة: مصروفات مستحقة ومطلوبات أخرى (عند الطلب أو أقل من سنة واحدة)
-	-	المطلوبات المالية غير المُستقاة: مصروفات مستحقة ومطلوبات أخرى (أكثر من سنة)
201954	218212	المجموع

المصدر: محفظة مرابحات الأول، القوائم المالية وتقرير المراجع المستقل. 2022، ص30.

بما أنَّ شروط وأحكام المحفظة تنصُّ على أنَّ الإشتراك في الوحدات وإستردادها يكون في كلِّ يوم تعامل لذا فهي معرَّضة لمخاطر السيولة لمقابلة طلبات الإسترداد لحملة الوحدات، وتتمُّ إدارة مخاطر السيولة وذلكَ بمراقبتها بصورة منتظمة لِتُوفَّر الأموال الكافية والتسهيلات البنكيَّة والائتمانية الأخرى لمقابلة أيَّة الإلتزامات مُستقبلية حال نشوئها.

ت. مخاطر السوق

هي مخاطر التذبذب في أداة مالية ما بسبب التغيُّرات في الأسعار السائدة في السوق مثل أسعار صرف العملات الأجنبيَّة ومعدلات الفوائد وأسعار الأسهم ممَّا يُؤثر على دخل المحفظة أو قيمة ما تمتلكه من أدوات مالية، وتهدفُ إدارة مخاطر السوق إلى التعرُّض لمخاطر السوق والسيطرة عليها ضمن الحدود المقبولة مع تعظيم العوائد.

ث. مخاطر العملة

تتشأ مخاطر العملة عند إدراج المعاملات التجارية المستقبلية والموجودات والمطلوبات بعملة تختلف عن عملة المحفظة، وبما أن استثمارات المحفظة مَقومة بعملتها التشغيلية فلا يُوجد مخاطر للعملة.

ج. إدارة رأس المال

تكمُن سياسة إدارة المحفظة في الحفاظ على قاعدة رأس مالٍ كافية من أجل الحفاظ على ثقة المُستثمر والدائن والسوق والمحافظة على التطوير المُستقبلي لأعمالها، وتُراقب إدارة المحفظة العائد على رأس المال المُستخدم ومستوى الأرباح المُوزعة على مالكي الوحدات.

فيما يلي تحليل لنسب صافي الدين المُعدّل للمحفظة إلى رأس المال في نهاية السنة المالية.

الجدول رقم (36): تحليل نسب صافي الدين المعدل لمحفظة مرابحات الأول بالريال السعودي

31 ديسمبر 2020	31 ديسمبر 2021	
201954	218212	إجمالي المطلوبات
(21380721)	(4068995)	نقدية وأرصدة لدى البنوك
(21178767)	(3850783)	صافي الدين المعدل
248962721	112595120	صافي الموجودات العائدة لمالكي الوحدات
8.5%	3.4%	نسبة الدين إلى رأس المال المعدل

المصدر: محفظة مرابحات الأول، القوائم المالية وتقرير المراجع المستقل. 2022، ص31.

ح. تأثير فيروس كوفيد-19

مع إنتشار فيروس كورونا (كوفيد-19) كوباء عالمي وتُسببه في اضطرابات في الأنشطة التجارية والاقتصادية، اعتبرت إدارة المحفظة هذا التفشي حدثاً غير قابلٍ للتعديل في الميزانية العمومية نظراً لأنّ الوضع كان مُتقلبا وسريع التطور، ومع ذلك لم تتوقع أن يُؤثّر على إستمرار المحفظة في العمل كون هذه الأخيرة لديها ما يكفي من السيولة لمواصلة الوفاء بالتزاماتها في المستقبل عند إستحقاقها.

خامسا: أداء المحفظة

يُظهر الجدول الموالي العائد الكلي للمحفظة والمؤشر الإسترشادي.

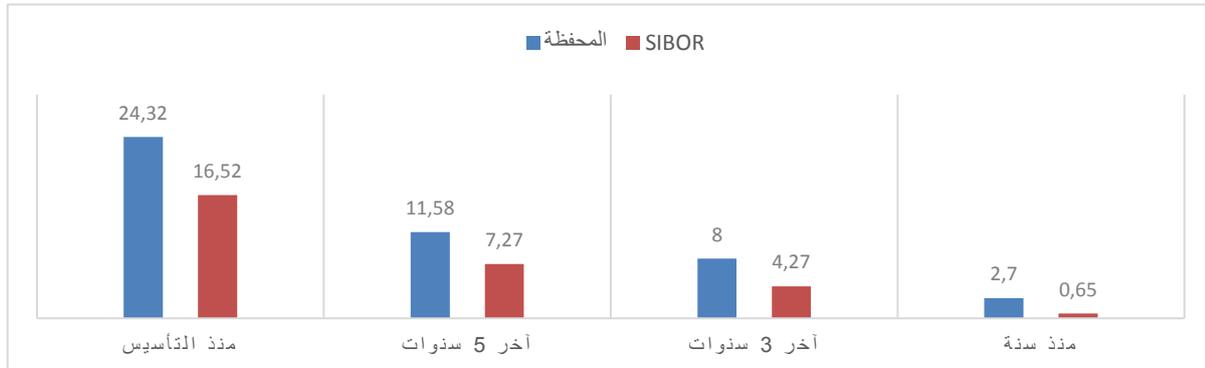
الجدول رقم (37): العائد التراكمي لمحفظة مرابحات الأول بالريال السعودي

المدة	منذ التأسيس	منذ سنة	آخر 3 سنوات	آخر 5 سنوات
المحفظة	24.32	2.70	8.00	11.58
SIBOR	16.52	0.65	4.27	7.27

المصدر: محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي، التقرير السنوي. 2021، ص5.

نلاحظ من خلال الجدول أنَّ العائد التراكمي للمحفظة أعلى من عائد المؤشر الإستراتيجي منذ التأسيس وفي آخر 5 سنوات وفي آخر 3 سنوات أيضاً، كما يبينه الشكل الموالي.

الشكل رقم (34): العائد التراكمي لمحفظة مرابحات الأول بالريال السعودي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات الواردة أعلاه.

يظهر الجدول الموالي العائدات السنوية للمحفظة مقارنة بعوائد المؤشر الإستراتيجي.

الجدول رقم (38): أداء محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي مقارنة بالمؤشر الإستراتيجي خلال

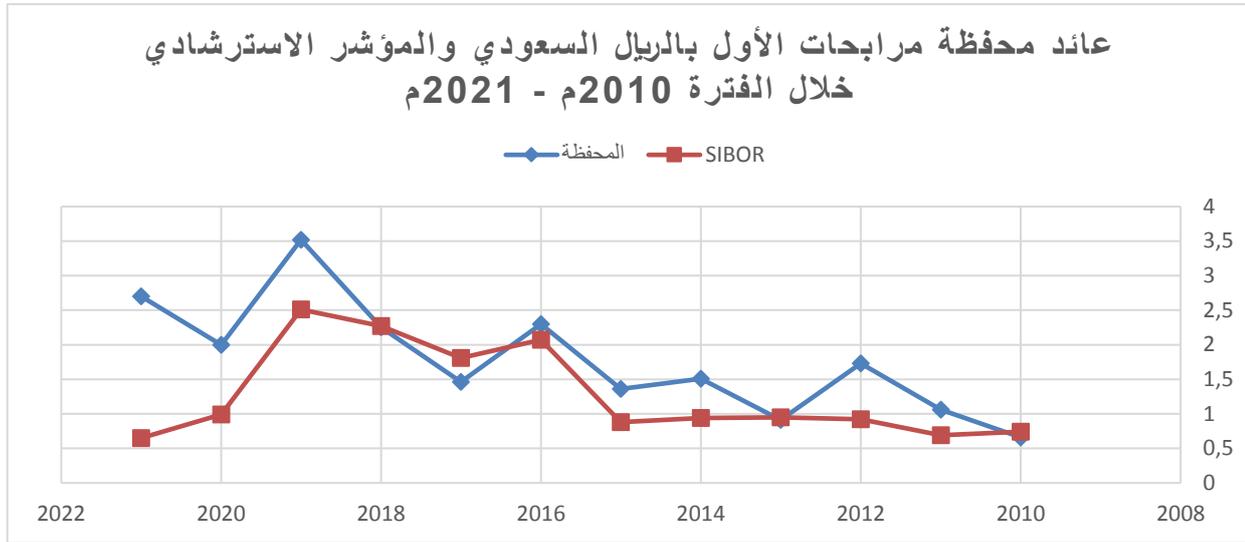
الفترة 2010م - 2021م

SIBOR	المحفظة	السنة
0.74	0.66	2010
0.69	1.06	2011
0.92	1.73	2012
0.95	0.91	2013
0.94	1.51	2014
0.88	1.36	2015
2.07	2.30	2016
1.81	1.46	2017
2.27	2.25	2018
2.51	3.52	2019
0.99	2.00	2020
0.65	2.70	2021

المصدر: محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي، التقرير السنوي. 2021، ص5.

بالاعتماد على معطيات الجدول نرسم المخطط البياني التالي.

الشكل رقم (35): أداء محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي مقارنة بالمؤشر الاسترشادي خلال الفترة 2010م - 2021م



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول أعلاه.

نلاحظ من الجدول والشكل البياني أعلاه أنّ عائد المحفظة خلال الفترة من 2010 إلى 2021 كان مُوجبا دائما وفي أغلب السنوات فاقَ مُستواه قيمة عائد المؤشر الاسترشادي، وحَقَّقت المحفظة أدنى عائدٍ سنة 2010 بعائد قدره 0.66، وكانت أعلى قيمة للعائد سنة 2019 بقيمة 3.52% مُتجاوزا معدل العائد الاسترشادي بفارق 0.99%.

الفرع الثاني: إدارة محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال

محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال هي محفظة أدوات دين عام مفتوحة تستثمر في أدوات الدين المتوافقة مع الضوابط الشرعية، تمَّ اعتماد محفظة الريال للمتاجرة المتنوعة بالريال على أنّها محفظة استثمار متوافقة مع المعايير الشرعية المُجازة من قبل الهيئة الشرعيّة للرياض المالية، بدأت نشاطها في 24 ماي 1999م، حيث وافقت هيئة السوق المالية على تأسيسها والإستمرار في طرح وحداتها التي تُمثل حصصاً مُشاعة من أصول المحفظة بتاريخ 2008/12/20م، ثمَّ صدرت شروط وأحكام المحفظة بتاريخ 01 أبريل 2009م، تتخذ من الريال السعودي عملة لها تُقوّم بها إستثماراتها¹، وأمين الحفظ للمحفظة هو شركة إنتش إس بي سي السعودية.

مدير المحفظة هو شركة الرياض المالية هي شركة مساهمة مقفلة برأسمال مدفوع 500 مليون ريال سعودي تعمل بموجب ترخيص من هيئة السوق المالية رقم (07070 - 37) بتاريخ 8 يناير 2008 م، وسجل تجاري رقم 1010239234 بالرياض المملكة العربية السعودية، ويتألف مجلس إدارة المحفظة من خمسة أعضاء منهم رئيس (أ. عادل إبراهيم العتيق)، وعضوان مستقلان (أ. عبد الوهاب سعيد أبو داهش، أ. سظام عبد الله السويلم)، وثلاثة أعضاء غير مستقلين (أ. فراح سعد القباني، أ. هيثم عبد الكريم الكويليت، أ. أمل محمد

¹ محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال، مذكرة معلومات الصندوق. 2021، ص 1.

الأحمد)، تبدأ مدة عضوية المجلس من تاريخ موافقة هيئة السوق المالية على تأسيس المحفظة ويستمر لمدة سنة واحدة قابلة للتجديد لمدة مماثلة.

تتكون الهيئة الشرعية للمحفظة من الأعضاء التالية أسماءهم: شيخ/ عبد الله بن سليمان بن منيع، شيخ/ د. عبد الله بن محمد المطلق، شيخ/ د. محمد بن علي القري. وتتمثل مسؤوليات الهيئة الشرعية في وضع الضوابط الشرعية للاستثمار والمراجعة الدورية لها على أن يتحمل مدير المحفظة جميع مصاريفها.

إضافة إلى نشاط إدارة الصناديق والمحافظ الاستثمارية فإن الرياض المالية تُقدّم خدمات استثمارية مُرخصة والتي تشمل التعامل بصفة أصيل ووكيل ومنعهد بالتغطية والترتيب وتقديم المشورة وحفظ الأوراق المالية.

أولاً: أهداف محفظة الاستثمار

محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال هي محفظة أدوات دين عام مفتوح تستثمر في أدوات الدين المتوافقة مع الضوابط الشرعية المُقرّة من قبل الهيئة الشرعية، وتهدف إلى تحقيق التوازن بين المحافظة على رأس المال وتحقيق عائد مناسبٍ عليه، حيث يقوم مدير المحفظة بقياس أداءه مقارنة بأداء المؤشر الإرشادي والذي هو عبارة عن سعر تكلفة التمويل بين البنوك بالريال السعودي لمدة 3 شهور الذي يتم الإفصاح عنه بشكل دوري ضمن البيانات المُعلّنة عن أداء المحفظة¹.

ثانياً: سياسة الاستثمار في المحفظة

يقوم مدير المحفظة وهو شركة الرياض المالية بتوزيع الأصول في المحفظة على أدوات أسواق النقد وأدوات الدين معاً آخذاً بعين الاعتبار الأوزان النسبية لأصول المحفظة ومُتطلبات العائد ومستويات المخاطرة المُرتبطة بالأوراق المالية المُستثمر فيها واتجاه السوق والأوضاع الإقتصادية والسياسية ومدى مُلاءمتها لأغراض المحفظة، ومن ثمّ يقومُ بتكوين خليط مثالي لأصول المحفظة بهدف تقليل المخاطر، وذلك كما يلي:

الجدول رقم (39): توزيع الاستثمارات في محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال

الحد الأقصى	الحد الأدنى	فئة الأصول
80%	40%	أدوات الدين متوسطة وطويلة الأجل
50%	20%	أدوات أسواق النقد
25%	0%	وحدات الصناديق الاستثمارية
10%	0%	أدوات الدين دون التصنيف الائتماني الاستثماري

المصدر: محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال، مذكرة معلومات الصندوق. 2021، ص3.

¹ محفظة الرياض للمتاجرة المتنوع بالريال، مذكرة معلومات الصندوق. 2021، ص4.

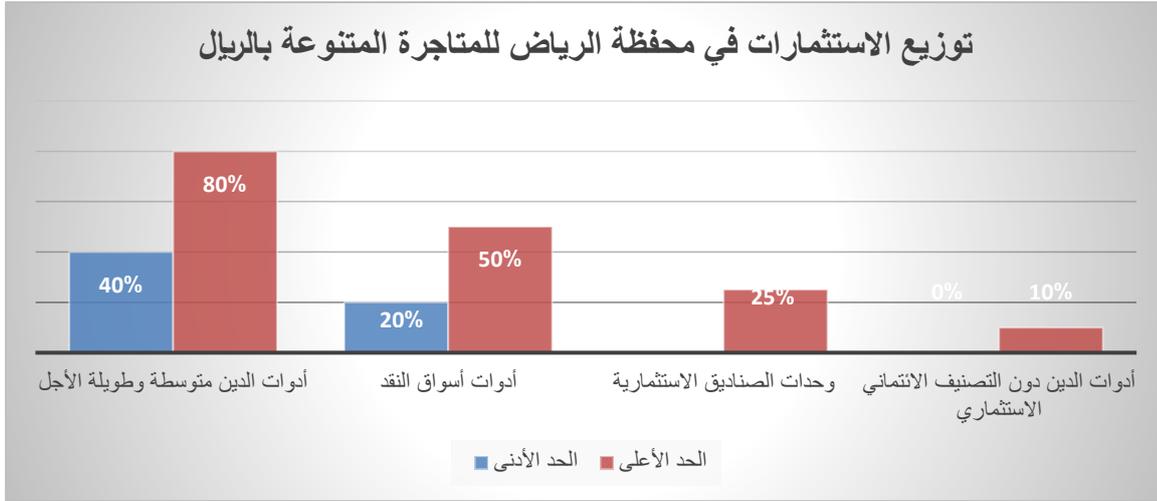
لتحقيق أهدافها يمكن للمحفظة أن تستثمر في الآتي¹:

- أ. الإستثمار في أدوات النقد وأدوات الدين المشروعة، المُصدرة والمُرخصة في المملكة العربية السعودية أو خارجها، على ألا يتجاوز نسبة 25% من صافي قيمة أصول المحفظة؛
- ب. الإستثمار في أدوات أسواق النقد وأدوات الدين ذات التصنيف الائتماني (BBB+) حسب تصنيف ستاندرد آند بورز أو ما يُعادلها، وفي حالة عدم توفر تصنيف ائتماني يقوم مدير المحفظة بدراسة وتحليل وتقييم هذه الأدوات ومُصدرها قبل إتخاذ القرار الإستثماري؛
- ت. الإستثمار في الأدوات المالية قصيرة ومتوسطة الأجل مثل الوكالة والمضاربة والمشاركة واتفاقيات المُبادلة واتفاقيات إعادة الشراء وإعادة الشراء المُعكس والمُنتجات المُهيكلية والأوراق المالية المدعومة بأصول وأية أدوات أخرى تُوافق عليها الهيئة الشرعية؛
- ث. الإستثمار في الأدوات المالية بما فيها تلك التي يُصدرها مدير المحفظة (الرياض المالية) أو بنك الرياض وبما لا يتنافى مع مُتطلبات لائحة صناديق الإستثمار والإستراتيجيات والقيود الإستثمارية للمحفظة؛
- ج. الإستثمار في وحدات صناديق الإستثمار والتي تقوم بشكل رئيسي بالإستثمار في المجالات الإستثمارية المذكورة أعلاه، وبما لا يتنافى مع مُتطلبات لائحة صناديق الإستثمار؛
- ح. يجوز للمحفظة أن تحصل على أي تمويل لحسابها بشرط ألا تزيد على 10% من صافي أصول المحفظة، ويكون مُقدماً من البنوك بشكل مؤقت مُتوافقاً مع الضوابط الشرعية، ولا يجوز رهن أصولها أو إعطاء الدائنين حق إسترداد ديونهم، ما لم يكن ذلك ضرورياً لعملية الإقتراض المسموح له به.

الشكل الموالي يلخص أهم إستثمارات المحفظة.

¹ محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال، مذكرة معلومات الصندوق. 2021، ص3.

الشكل رقم (36): توزيع الاستثمارات في محافظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول أعلاه.

ثالثاً: مميزات المحفظة

يتميز الإستثمار في المحفظة بالخصائص التالية¹:

- أ. تُناسب هذه المحفظة المُستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق التوازن بين المحافظة على رأس المال وتحقيق عائدٍ مناسبٍ عليه، إضافةً إلى توفير سيولة في ظلّ مخاطر مُنخفضة إلى متوسطة؛
- ب. تعمل المحفظة على إعادة إستثمار الأرباح في المحفظة؛
- ت. يتحمّل مالكو الوحدات المسؤولية عن أيّة خسارة مالية قد تترتّب على الإستثمار في المحفظة؛
- ث. الإستثمار في المحفظة لا يعدّ إيداعاً لدى أيّ بنكٍ محلي، والأداء السابق للمحفظة ليس مؤشراً على أدائه مستقبلاً؛
- ج. يمكن للمحفظة في بعض الحالات الإستثنائية التي لا تتواجد فيها فرصٌ للإستثمار في أدوات الدين متوسطة وطويلة الأجل أن تستثمر كافةً أصولها في أدوات أسواق النقد وذلك بشكل مؤقت، كعدم وجود كمية إصدارات كافية أو عدم وجود إصدارات ذات تصنيف ائتماني مُلائم أو عدم وجود إصدارات ذات عوائد مُناسبة؛
- ح. يحقُّ لمالكي الحصص الحصول على شروط وأحكام المحفظة ومُذكرة المعلومات وملخص المعلومات الرئيسية، وكذا التقارير والقوائم المالية والإفصاحات اللازمة إلى جانب حضور اجتماعات مالكي الوحدات والتصويت في إتخاذ القرارات حسب لائحة صناديق الإستثمار؛
- خ. يقع على عاتق مالكي الوحدات الإطلاع على الشروط والأحكام الخاصة بالمحفظة وفهم وقبول المخاطر المُتعلقة بالمحفظة وإدراك درجة مُلاءمتها لهم، على أن يكون مالكُ الوحدات الإستثمارية مسؤولاً عن ديون والتزامات المحفظة بمقدار حصّته فيه؛

¹ محافظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال، مُذكرة معلومات الصندوق. مرجع سابق، ص 5-7.

د. يحقُّ لمدير المحفظة إنهاء المحفظة إذا رأى أنَّ قيمة أصول المحفظة لا تكفي لتبرير استمرار تشغيل المحفظة، أو انخفاض قيمة صافي أصول المحفظة بشكلٍ دائمٍ لأقلَّ من 10 ملايين ريال سعودي أو أيِّ ظروفٍ أخرى بموجب أحكام لائحة صناديق الإستثمار؛

ذ. في حالة قرار التصفية يقوم مدير المحفظة بتسديد ما عليه من مطلوباتٍ ومن ثمَّ توزيع ما تبقى من أصول المحفظة على المُستثمرين خلال شهرين من تاريخ إشعاره لهيئة السوق المالية بقرار إنهاء المحفظة، كلُّ مستثمر بنسبة ما يملكه من وحدات إلى إجمالي الوحدات؛

ر. يُقرُّ مدير المحفظة بوجود آليَّة داخلية لتقييم المخاطر وذلك مرَّة واحدة سنويًا على الأقلَّ وذلك بالتعاون مع إدارة المخاطر في شركة الرياض المالية بما فيه مصلحة لسير عمل المحفظة ومصلحة مالكي الوحدات؛

ز. تقدَّر رسوم الإدارة بـ 0.50% سنويًا من قيمة صافي أصول المحفظة ورسوم السوق الماليَّة السعودية (تداول) بـ 5000 ريال سنويًا، ولا تتقاضى المحفظة رسومًا على الإشتراك فيها؛

س. تزويدُ مالكي الوحدات الإستثمارية بصفةٍ دوريةٍ كلَّ ثلاثة أشهر من خلال البريد بصافي قيمة أصول المحفظة وعددِ وحدات المحفظة التي يملكها مالك الوحدات وصافي قيمتها إضافةً إلى سجِّل بصفقاته مع بيان ما صُرف لها من أرباح.

هذا وتستثمر المحفظة كافةً أصولها وفقًا للضوابط الشرعية للإستثمار التي قرَّرتها الهيئة الشرعية في الرياض المالية التالي بيانها:

أ. يجب أن يقتصر الإستثمار على الشركات ذات الأغراض المباحة مثل إنتاج السلع والخدمات النافعة والتجارة والصناعة وما إلى ذلك، ولا يجوز الإستثمار في الشركات التي يكون مجال نشاطها الرئيسي محرمًا ك: ممارسة الأنشطة المالية التي لا تتوافق مع المعايير الشرعية كالبُوك التي تتعامل بالفائدة الربوية وشركات التأمين التقليدية، إنتاج وتوزيع الخمور والدُّخان ولحوم الخنزير ومُشقاتها أو اللحوم غير المذبوحة على الطريقة الشرعية، إنتاج ونشر الأفلام والكتب والمجلات والقنوات الفضائية الإباحية، المطاعم والفنادق التي تُقدم خدمات مُحرمَّة وأماكن اللهو المُحرَّم؛

ب. لا يجوز الإستثمار في أسهم الشركات التي تزيد فيها نسبة المديونية الربوية (قروض وتسهيلات مدفوعة بفائدة) عن 33% من متوسط القيمة السوقية للشركة؛

ت. لا يجوز الإستثمار في أسهم الشركات التي تزيد نسبة السيولة النقدية (النقود والحسابات المدينة) فيها عن 45% من متوسط القيمة السوقية للشركة؛

ث. لا يجوز الإستثمار في أسهم الشركات التي تزيد فيها نسبة الإستثمار الربوي (الودائع والسندات بفائدة مدفوعة عن 33% من متوسط القيمة السوقية للشركة؛

ج. لا يجوز الإستثمار في أسهم الشركات التي تزيد فيها نسبة الدَّخْل المُحرَّم (من مصادر غير متوافقة مع أحكام الشريعة) عن 5% من إجمالي دخل الشركة؛

- ح. يجوز للمحفظة الإستثمار في عمليات المرابحة والصُّكوك والشهادات الماليّة وصناديق الإستثمار أو أيّ أدوات أخرى تتوافق مع الضوابط الشرعية؛
- خ. لا يجوز تأجير الأصول العقارية إلا لأنشطة ذات غرضٍ مُباح؛
- د. يجوز تعامل المحفظة بصيغ التمويل المُتوافقة مع الضوابط الشرعية فقط، ولا يجوز تداول الأسهم من خلال الأدوات الإستثمارية التالية، إلا بعد موافقة الهيئة الشرعية: الصور الجائزة من المشتقات المالية، الصور الجائزة من البيع على المكشوف، الصور الجائزة من إقراض الأسهم المملوكة للمحفظة؛
- ذ. تتم دراسة توافق الشركات المساهمة مع الضوابط الشرعية بشكلٍ دوري، وفي حال عدم مُوافقة إحدى الشركات المملوكة في المحفظة مع الضوابط الشرعية وعدم وجودها كإحدى شركات مؤشر المحفظة، فسيتم بيعها في مدة لا تتجاوز 90 يوماً من تاريخ المُراجعة، كما تتم عملية تطهير المحفظة من الدَّخْل المُحرَّم الذي إستلمته المحفظة، حيث يقوم مدير المحفظة بتحديد نسبة الدخْل المُحرَّم من الأرباح المُوزَّعة للشركات المساهمة المُستثمر فيها وإيداعها في حساب خاص يتمّ الصرف من خلاله على الأعمال الخيريّة.

يمكن تلخيص أهم مميزات الإستثمار في محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال في الجدول التالي:

الجدول رقم (40): أهم مميزات الاستثمار في محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال

مفتوح	نوع الصندوق	1756.6921	صافي سعر الوحدة
2023/01/09	تاريخ التقييم	11458242093.76	صافي قيمة الأصول
1999/05/24	تاريخ الابتداء	0.106	نسبة المصاريف%
ريال سعودي	عملة الصندوق	0	نسبة الرفع المالي%
من الاثنين إلى الخميس	أيام الإعلانات	من الأحد إلى الأربعاء	أيام التقييم
0.0	رسوم الاشتراك	0.5	الأتعاب الإدارية%
منخفضة	مستوى المخاطرة	5000 ريال سعودي	الحد الأدنى للاشتراك

Source: <https://www.saudiexchange.sa/>

رابعاً: سياسة إدارة مخاطر الإستثمار في المحفظة

إنّ مدير المحفظة مُسؤول عن تحديد المخاطر المُحتملة والرقابة عليها، وتنفيذها على الحدود التي يضعها مجلس إدارة المحفظة حسب الشروط والأحكام التي تُوثَّق وتُحدِّد أؤسراتيجياتها التجاريّة العامة، وتحمّلها للمخاطر، وفلسفتها العامة لإدارة هاتِهِ المخاطر من أجل إعادة توازن المحفظة.

إنّ طبيعة أنشطة المحفظة تُعرِّضها لمجموعة متنوّعة من المخاطر أهمها: مخاطر السوق، مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة، والمخاطر التشغيلية؛ وعليه تُستخدم إدارة المحفظة أساليب مختلفة لقياس وإدارة مختلف هاتِهِ المخاطر وهذا كما يلي:

أ. مخاطر السوق

تتمثل في مخاطر السعر، ونعني بها مخاطر تذبذب قيمة الأداة المالية في المحفظة نتيجة للتغيرات في أسعار السوق الناتجة عن عوامل غير العملات الأجنبية وحركات معدل الفائدة؛ وتتشأ في المقام الأول من عدم التأكد من الأسعار المستقبلية للأدوات المالية الموجودة في المحفظة، وتنويع هذه الأخيرة ومراقبة مدير المحفظة لحركة أسعار استثماراتها عن كثب.

ب. مخاطر الائتمان

هي تلك المخاطر المتمثلة في عدم قدرة طرف ما على الوفاء بالتزاماته مما يسبب خسائر مالية للطرف الآخر، وتتعرض المحفظة بسبب طبيعة استثماراتها إلى مخاطر ائتمانية في النقدية وشبه النقدية والذمم المدينة، ويتم إيداع أرصدة البنوك في بنك الرياض والذي يُعتبر ذا تصنيف ائتماني جيد، ويوضح الجدول الموالي الحد الأقصى للتعرض لمخاطر الائتمان لمكونات المركز المالي.

الجدول رقم (41): الحد الأقصى للتعرض لمخاطر الائتمان لمحفظة الرياض للمتاجرة بالريال

31 ديسمبر 2021	31 ديسمبر 2020	
933350759	208079897	أرصدة نقدية
27972847220	13747287113	استثمارات مدرجة بالتكلفة المطفأة
192724332	89307125	دخل عمولات خاصة مستحقة
11500456	-	توزيعات أرباح مستحقة

المصدر: محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال، تقرير المراجع المستقل. 2022، ص 17.

هذا ويتم قياس انخفاض قيمة الموجودات المالية على النقد وما يعادله، والاستثمارات المدرجة بالتكلفة المطفأة والدخل المستحق على أساس الخسارة المتوقعة لمدة 12 شهرا، ويعتبر مدير المحفظة أن هذه التعرضات تنطوي على مخاطر ائتمانية منخفضة بناءً على التصنيفات الائتمانية الخارجية للأطراف المقابلة.

ت. مخاطر السيولة

تتمثل في تعرض الصندوق لصعوبات في الحصول على التمويل اللازم للوفاء بالتزامات مرتبطة بمطلوبات مالية، وبما أن لائحة شروط وأحكام المحفظة تنص على أن الإكتتاب في الوحدات وإستردادها يكون كل يوم عمل، فإن المحفظة تتعرض لمخاطر السيولة الخاصة بإسترداد أموال حملة الأسهم، وتتألف الخصوم المالية للمحفظة أساساً من الذمم المالية المتوقعة تسويتها خلال شهر واحد من تاريخ قائمة المركز المالي. وعليه يقوم مدير المحفظة بمراقبة متطلبات السيولة من خلال التأكد من توفر أموال كافية للوفاء بأي التزامات عند نشوئها، إما من خلال الإشتراكات الجديدة أو تصفية محفظة الإستثمار أو عن طريق أخذ قروض قصيرة الأجل من مدير المحفظة.

يلخص الجدول أدناه قائمة إستحقاق الموجودات والمطلوبات الهامة في المحفظة بناءً على آجال الإستحقاق المتوقعة.

الجدول رقم (42): الحد الأقصى للتعرض لمخاطر السيولة في 31 ديسمبر 2020

الإجمالي	أكثر من سنة	أقل من سنة	
208079897	-	208079897	رصيد النقدية
99931999	-	99931999	استثمارات مدرجة بالقيمة العادلة من خلال الربح والخسارة
13737287113	2386650713	11360636400	استثمارات مدرجة بالتكلفة المطفأة
89307125	-	89307125	دخل عمولات خاصة مستحقة
14144606134	2386650713	11757955321	إجمالي الموجودات
15839016	-	15839016	أتعاب إدارة مستحقة
2398070	-	2398070	مصاريق مستحقة
36096953	-	36096953	استردادات مستحقة
54334039	-	54334039	إجمالي المطلوبات

المصدر: محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال، تقرير المراجع المستقل، 2022، ص18.

الجدول رقم (43): الحد الأقصى للتعرض لمخاطر السيولة في 31 ديسمبر 2021

الإجمالي	أكثر من سنة	أقل من سنة	
933350759	-	933350759	رصيد النقدية
1359554846	-	1359554846	استثمارات مدرجة بالقيمة العادلة من خلال الربح والخسارة
27972847220	9653000000	18319847220	استثمارات مدرجة بالتكلفة المطفأة
192724332	-	192724332	دخل عمولات خاصة مستحقة
11500456	-	11500456	توزيعات أرباح مستحقة
30469977613	9653000000	20816977613	إجمالي الموجودات
12116244	-	12116244	أتعاب إدارة مستحقة
1979516	-	1979516	مصاريق مستحقة
6393127	-	6393127	استردادات مستحقة
20488887	-	20488887	إجمالي المطلوبات

المصدر: محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال، تقرير المراجع المستقل، 2022، ص18.

يظهر جليا من الجدولين (42) و(43) أن إجمالي المطلوبات نسبتة ضئيلة جداً إلى إجمالي الموجودات، وهو ما يعكس انخفاض مخاطر السيولة الخاصة بالمحفظة وقُدرة المدير على إدارتها.

ث. المخاطر التشغيلية

هي مخاطر الخسارة المباشرة أو غير المباشرة الناتجة عن مجموعة متنوعة من الأسباب المرتبطة بالعمليات والتكنولوجيا والبنية التحتية التي تدعم أنشطة المحفظة سواءً داخليا أو خارجيا، ويتمثل هدف مدير

المحفظة في إدارة المخاطر التشغيلية هو تحقيق التوازن بين الحد من الخسائر المالية والأضرار التي لحقت بسمعتها في تحقيق هدفها الإستثماري أي توليد عوائد لحاملي الوحدات.

ج. مخاطر أسعار العملات الخاصة

تُمثل تلك المخاطر الناتجة عن تذبذب قيمة الأدوات المالية نتيجة التغيرات في أسعار العملات الخاصة السائدة في السوق، حيث تخضع المحفظة لمخاطر أسعار العملات ومخاطر مستقبلية بشأن موجوداتها المرتبطة بعمولة خاصة بما في ذلك الإستثمارات المقاسة بالتكلفة المُطفاة.

يوضّح الجدول الموالي الأثر الناتج على ربح أو خسارة المحفظة نتيجة للتغيرات المُحتملة المعقولة في أسعار العملات مع بقاء كافة المُتغيّرات الأخرى ثابتة.

الجدول رقم (44): تحليل الحساسية إتحاه تغيّر أسعار العملات الخاصة لمحفظة الرياض للمتاجرة

المتنوعة بالريال

الأثر على الربح أو الخسارة		
التغير في معدل العمولة	31 ديسمبر 2020	31 ديسمبر 2021
زيادة بواقع 1%	137472871	279728472
نقص بواقع 1%	(137472871)	(279728472)

المصدر: محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال، تقرير المراجع المستقل، 2022، ص19.

خامسا: أداء محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال

يظهر الجدول الموالي العائد التراكمي للمحفظة.

الجدول رقم (45): العائد التراكمي لمحفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال

المدة	منذ سنة	منذ 3 سنوات	منذ 5 سنوات	منذ التأسيس
العائد الكلي لمحفظة الرياض للمتاجرة بالريال	1.26	6.72	11.23	71.54

المصدر: محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال، التقرير السنوي، 2021، ص10.

نلاحظ من خلال الجدول أنّ العائد التراكمي للمحفظة دائما موجب، ويُظهر الجدول الموالي العائدات السنوية للمحفظة مقارنة بعوائد المؤشر الإسترشادي خلال السنوات السابقة.

الجدول رقم (46): عوائد محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال مقارنة بالمؤشر الإسترشادي من

2010م إلى 2021م

السنة	عائد المحفظة	عائد المؤشر الإرشادي
2010	%0.63	%0.21
2011	%0.60	%0.24

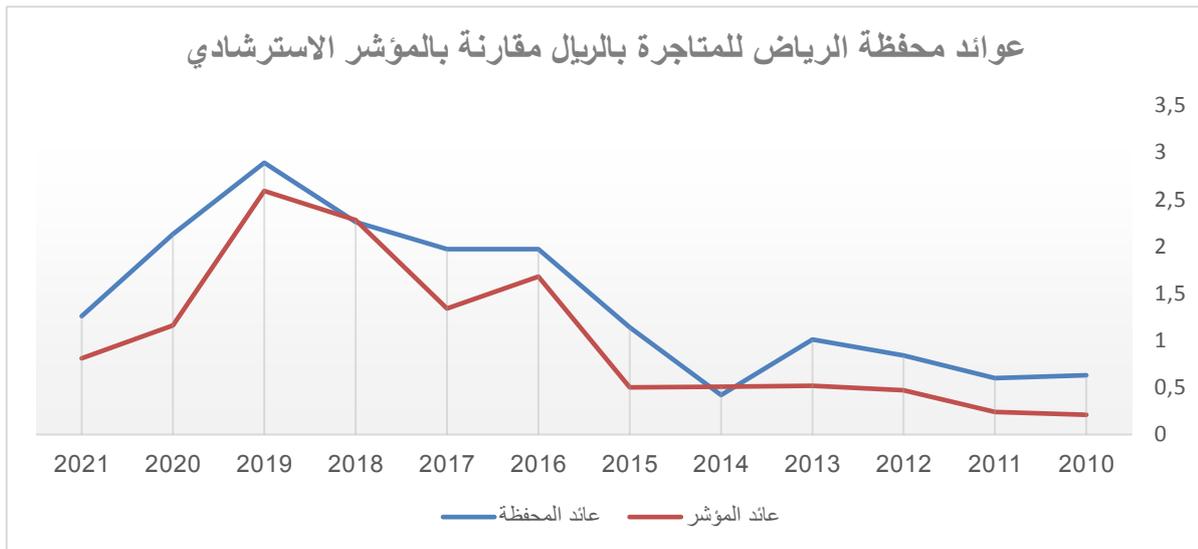
2012	0.84%	0.47%
2013	1.01%	0.52%
2014	0.42%	0.51%
2015	1.14%	0.50%
2016	1.97%	1.68%
2017	1.97%	1.34%
2018	2.26%	2.28%
2019	2.89%	2.59%
2020	2.13%	1.16%
2021	1.26%	0.81%

المصدر: محافظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال، التقرير السنوي. 2021، ص10.

الشكل الموالي يجعل المقارنة أكثر وضوحاً.

الشكل رقم (37): عوائد محافظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال مقارنة بالمؤشر الاسترشادي من

2010م إلى 2021م



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معطيات الجدول أعلاه.

نلاحظ من الشكل البياني أعلاه أنّ معدلات عوائد المحافظة دائماً إيجابية وهي أعلى من عائد المؤشر الإرشادي باستثناء عام 2018م أين سجلت المحافظة عائداً قدر بـ 2.26% مُتراجعة عن عائد المؤشر بـ 0.02% وعام 2014م الذي سجلت به عائد 0.42% مقابل 0.51% للمؤشر الاسترشادي، وسجلت المحافظة أفضل عوائد لها خلال الخمس سنوات الأخيرة حيث سجلت عائداً يقدر بـ 2.89% مقارنة بـ 2.56% للمؤشر الإرشادي، وقد سجلت المحافظة أكبر فارقٍ إيجابي بين عائدها وعائد المؤشر سنة 2017م أين سجلت المحافظة عائد 1.97% مقابل 1.34% للمؤشر الإرشادي بفارق 0.63%.

الفرع الثالث: مقارنة بين محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي ومحفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال من حيث الأداء

سننظر في هذا الفرع إلى المقارنة بين أداء محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي ومحفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال من حيث الأداء وهذا باستخدام الأسلوب البسيط أولاً والأسلوب المزدوج ثانياً.

أولاً: تقييم أداء محافظ النمو والدخل الاستثمارية باستخدام الأسلوب البسيط

يتضح من خلال الجدول أدناه وباستخدام الأسلوب البسيط المُعتمد على معدل العائد المحقق فقط بغض النظر عن التكاليف التي يتحملها المستثمر، نجد أن محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي هي الأفضل كونها الأعلى عائداً بـ 1.788333 تليها في المركز الثاني محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال بعائد قدر بـ 1.426667، وكتاهما تتفوقان على مؤشر TASI الذي حقق عائداً قدر بـ 0.0587.

الجدول رقم (47): محافظ النمو والدخل الاستثمارية والعائد المتوسط لها

العائد المتوسط	المحفظة الاستثمارية
1.788333	محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي
1.426667	محفظة الرياض
0.0587	مؤشر TASI

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المذكورة سابقاً.

ثانياً: تقييم أداء محافظ النمو والدخل الاستثمارية باستخدام الأسلوب المزدوج

يُظهر الجدول الموالي مُختلف مؤشرات مقاييس الأداء المحسوبة على بيانات المحافظتين.

الجدول رقم (48): مؤشرات الأداء لمحافظ النمو والدخل الاستثمارية محل الدراسة

محفظة الرياض	محفظة مرابحات الأول	المحفظة الاستثمارية
0.003917	0.014581	المخاطرة β
0.007522	0.006634	2δ
1.896659	2.695708	شارب ST
3.642244	1.226482	ترينور RT
-0.0155	-0.09293	جونسون α

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المذكورة أعلاه.

يظهر من خلال الجدول أعلاه أن أفضل محفظة استثمارية بناءً على مؤشر شارب هي محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي بأعلى عائد هو 2.695708 متبوعاً بمحفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال في المرتبة الثانية وبعائد يساوي 1.896659، غير أن الملاحظ أن أعلى عائد على الاستثمار باستخدام أسلوب ترينور قد حققته محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال بمعدل 3.642244 ثم تليها محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي بمعدل يقدر بـ 1.226482.

لقد كان أعلى عائدٍ على الإستثمار بإستخدام مقياس جونسون/ ألفا الذي يقيس قدرة مدير المحفظة قد حققته محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال بمعدّل -0.0155 مقابل معدّل -0.09293 لمحفظة مرابحات بالريال السعودي. وهو ما يؤيده ارتفاع مستوى المخاطرة الذي بلغ 0.014581 في المحفظة الأولى مقارنة بـ 0.003917 في المحفظة الثانية.

المطلب الثالث: محافظ الدخل محل الدراسة

نتناول في هذا المطلب اثنين من محافظ الدخل في المملكة العربية السعودية، الأولى هي محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي وتمّ اختيارها بناءً على أعلى حجم العائد، والثانية هي محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي التي أُختيرت إستناداً إلى حجم تداولها من بين المحافظ النشطة في المملكة والمتوافقة مع الضوابط الشرعية وهذا في ظلّ توفر المعلومات المالية عنهما.

الفرع الأول: إدارة محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي

تمّ اعتماد محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي على أنّها برنامج إستثمار جماعي مفتوح للمشاركة يُمثل علاقةً تعاقدية على سبيل الوكالة بين مدير المحفظة والمستثمرين فيها أيّ أنّها محفظة إستثمار متوافقة مع المعايير الشرعية من قبل لجنة الرقابة الشرعية المعنية، وقد وافقت الهيئة على تأسيس المحفظة وطرح وحداتها في 2007/05/19 وإصدار شروط وأحكام المحفظة بنفس التاريخ ثمّ جرى آخر تحديث لها بتاريخ 2022/02/08. يُشرف على إدارة المحفظة شركة يقين كابيتال، وهي شركة مُرخّصة من مجلس هيئة السوق المالية بمُوجب ترخيص رقم 37-06020 بتاريخ 1427/04/29 هـ للقيام بخدمات التعامل بصفة أصيل ووكيل والتعهد بالتغطية، وإدارة الصناديق الإستثمارية والمحافظ الخاصة، أما أمين الحفظ فهو شركة البلاد المالية.

أولاً: أهداف الإستثمار

تهدف المحفظة إلى تحقيق دخلٍ جاري مع توفير السيولة والمحافظ على رأس المال عن طريق الإستثمار في صفقات المرابحة، وتقوم المحفظة بالإستثمار في أدوات مالية مُنخفضة المخاطر متوافقة مع الضوابط الشرعية الإسلامية بهدف تحقيق أرباح منافسة لأدوات أسواق المال التقليدية عند مستويات دنياً من المخاطر وتحقيق درجة عالية من المحافظة على رأس المال مع توفير السيولة ونقادي أيّ مخاطر مُحتملة تتعلّق بسعر الصّرف كما يتمّ إستثمار كافة الأرباح المُحققة في نفس المحفظة ممّا يزيد من قيمة وحداته¹.

ثانياً: سياسة الإستثمار في المحفظة

تمنح محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي المُستثمر الفرصة للإستثمار في أسواق المال لتحقيق دخلٍ جاري ونموّ مُستقر مع أقصى درجات الحماية لرأس المال مقارنةً بالإستثمارات الأخرى ولتحقيق أهداف المحفظة

¹ محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي، شروط وأحكام المحفظة. 2022، ص 13.

فإنَّ المدير سوف يُوظَّف أموال المحفظة بالإستثمار في صفقات المُرَاحات المُتوافقة مع الضوابط الشرعية الإسلامية¹، وتتوزَّع أصول المحفظة كما يلي:

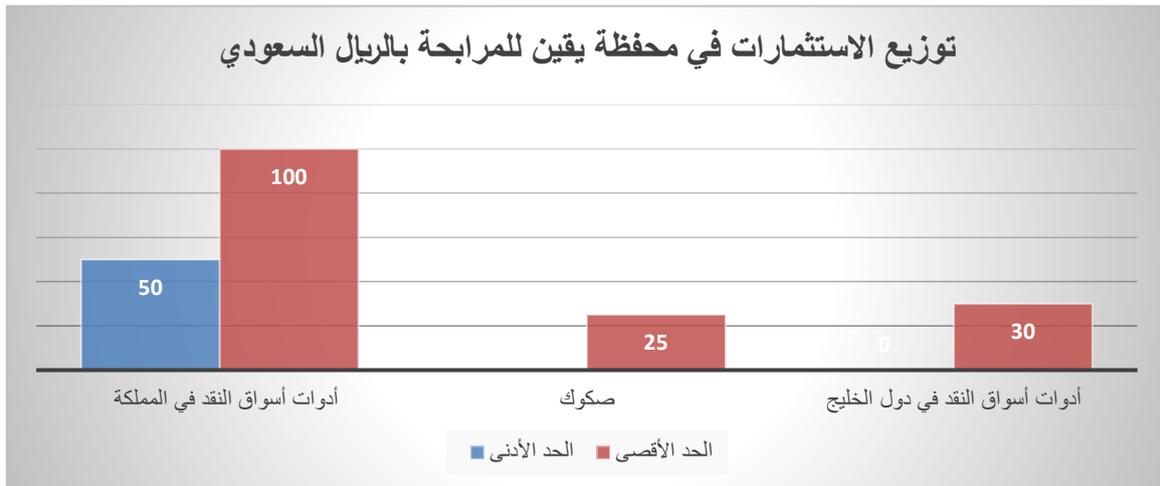
الجدول رقم (49): توزيع الإستثمارات في محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي

الحد الأعلى	الحد الأدنى	فئات الأصول
100	50	أدوات أسواق النقد وصناديق أسواق النقد كالدائع والمرابحات والإجارة في المملكة العربية السعودية
25	0	صكوك مصدرة في المملكة العربية السعودية
30	0	أدوات أسواق النقد كالدائع والمرابحات والإجارة في دول الخليج باستثناء قطر

المصدر: محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي، شروط وأحكام المحفظة. 2022، ص 13.

تتركز إستثمارات مدير المحفظة في أدوات أسواق النقد كالدائع وعقود المرابحات والإجارة في المملكة العربية السعودية وذلك بنسبة 50% إلى 100% من صافي أصول المحفظة وتكون العملة حسب الجهة المُصدرة، وقد تستثمر المحفظة ما قد تصلُ نسبتهُ إلى 25% من صافي أصولها في الصكوك في أسواق المملكة العربية السعودية وذلك حسب الفرص المُتاحة، تستثمر ما قد تصلُ نسبتهُ إلى 30% من صافي قيمة أصولها في أدوات أسواق النقد كالدائع وعقود المرابحات والإجارة في دول الخليج باستثناء دولة قطر، والشكل البياني المُوالي يبين ذلك.

الشكل رقم (38): توزيع الإستثمارات في محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعطيات الواردة أعلاه.

¹ محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي، شروط وأحكام المحفظة. مرجع سابق، ص 3.

ثالثاً: مميزات الإستثمار في المحفظة

يتميّز الإستثمار في المحفظة بالخصائص التالية¹:

- أ. محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي هي محفظة إستثمارية عامة مفتوحة، ليس هناك مُدَّة مُحدَّدة لعملها ولا تاريخٌ لإستحقاقها؛
- ب. المحفظة مُوجَّهة للمستثمرين الذين يَسعون لتحقيق دخلٍ جاري ونموٍّ مُستقر مع أقصى درجات الحماية لرأس المال؛
- ت. عملة المحفظة هي الريال السعودي، وفي حالة الدفع للوحدات بعملةٍ أخرى فإنَّ مدير المحفظة يقوم بالتحويل وفقاً لأسعار الصرف الجارية؛
- ث. وحدات الإستثمار في المحفظة كُلُّها من فئة واحدة متساوية القيمة، الحقوق والواجبات؛
- ج. تبلغ رسوم إدارة المحفظة 0.50% سنوياً من صافي قيمة الأصول، ولا يُوجد رسومٌ على الإشتراك أو الإستراداد بما فيها الإستراداد المبكر؛
- ح. يتمُّ إعادة إستثمار كافَّة الأرباح المُحققة في نفس المحفظة ولا يتمُّ توزيعها على شكل حصصٍ في الأرباح على وحدات الإستثمار ممَّا يزيد من قيمة وحداتها؛
- خ. يجوز لمدير المحفظة الإقتراض على ألاَّ يتجاوز حجم القرض نسبة 10% من صافي أصول المحفظة ولا تتجاوز مدة القرض سنة واحدة؛
- د. يتمُّ إتخاذ العائد على الودائع بالريال السعودي لثلاثة أشهر: وهو سعر يُحدَّد بواسطة متوسط العائد على عروض البنوك السعودية على الريال السعودي لـ 3 أشهر كمؤشر إرشادي لمقارنة أداء المحفظة؛
- ذ. يجوز أن يقوم مدير المحفظة في أيِّ وقت بإستثمار المبالغ النقدية لدى محافظٍ أخرى وذلك بناءً على أداء وحجم الإستثمار في المحفظة والمصاريف، على ألاَّ تزيد عن 20% من صافي قيمة أصول المحفظة المُستثمر بها؛
- ر. لا يمكنُ للمحفظة أن تستثمر في أسواق المُشتقات المالية بأيِّ حال من الأحوال؛
- ز. تُقوِّم الأوراق المالية المُدرجة في السوق المالية بسعرٍ آخر صفقة تمَّت في ذلك السوق، وتُقيِّم الودائع بناءً على القيمة الإسمية بالإضافة إلى الأرباح المُتراكمة، أمَّا السندات والصكوك غير المُدرجة فتُستخدم القيمة الدفترية بالإضافة إلى الأرباح المُتراكمة؛
- س. يتمُّ نشرُ المعلومات المُتعلقة بالتقارير السنوية والنِّصف سنوية والقوائم المالية الأولية والسنوية في الوسائل المُحدَّدة وعلى الموقع الإلكتروني لمدير المحفظة وموقع السوق ليطلَّع عليها الجمهور وكذلك عند الطُّلب؛

¹ محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي، شروط وأحكام المحفظة، مرجع سابق، ص 4-7، 14.

ش. بما أن إستثمارات الصندوق تخضع للعديد من المخاطر فإن مدير الصندوق يتخذ الاحتياطات التالية لتخفيفها: الإستثمار فقط مع الأطراف ذاتِ الخطورة المُنخفضة والمركز المالي السليم، الإلتزام بنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية ولائحة صناديق الإستثمار الصادرة عن مجلس هيئة السوق المالية، الإلتزام بالحدود الإستثمارية كما وردت في شروط وأحكام الصندوق، الإلتزام بالحدود الإستثمارية كما وردت في شروط وأحكام الصندوق، والإلتزام بألية اتخاذ القرار الإستثماري والسعي للحصول على أكبر قدرٍ من المعلومات ذات العلاقة بأي إستثمار، متابعة قسم المُطابقة والإلتزام لأنشطة المحفظة وأداء مديرها لواجباته تجاه العميل.

يمكن تلخيص أهم مميزات الإستثمار في محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي في الجدول الموالي:

الجدول رقم (50): أهم مميزات الإستثمار في محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي

مفتوح	نوع الصندوق	1.3376	صافي سعر الوحدة
2023/01/17	تاريخ التقييم	500000000 ريال سعودي	الحد الأدنى للمحفظة
2007/05/19	تاريخ الابتداء	منخفضة	مستوى المخاطرة
ريال سعودي	عملة الصندوق	كل يوم عمل	أيام التقييم
%0.00	رسوم الاشتراك	%0.50	الأتعاب الإدارية%
%0.00	رسوم الاسترداد	لا يوجد	الحد الأدنى للاشتراك

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات الواردة أعلاه و <https://www.saudiexchange.sa/>

حيث أن:

صافي سعر الوحدة= (إجمالي الأصول- إجمالي اللتزامات) / إجمالي وحدات المحفظة

رابعاً: إدارة مخاطر الإستثمار في المحفظة

يتعرّض نشاط المحفظة لمجموعة مُتنوّعة من المخاطر المالية: مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة ومخاطر السوق، وتتمّ متابعة هذا المخاطر بشكل رئيسي على أساس الحدود الموضوعية من قبل مجلس إدارة المحفظة وفق لائحة الشروط والأحكام التي تُنظّم عملها ودرجة تحمّلها للمخاطر وإستراتيجية إدارة المخاطر العامة، وفي هذا الصدد يستخدم مدير المحفظة طرقاً مختلفة لقياس وإدارة مُختلف أنواع المخاطر التي تتعرّض لها هذه الأخيرة وذلك كما يلي¹:

أ. مخاطر الائتمان

تتعرّض المحفظة لمخاطر الائتمان على النقد وما يعادله والإستثمار في التكلفة المُطفاة، ويسعى مدير المحفظة إلى الحدّ من مخاطر الائتمان من خلال مُراقبة التعرّض للمخاطر الائتمانية والحدّ من التعاملات مع

¹ محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي، تقرير المراجع المستقل. 2022، ص 21-23.

أطراف مُحدّدة والإستمرار في تقييم الجدارة الائتمانية للأطراف الأخرى، كما يُوضّح الجدول أدناه الحدّ الأقصى للتعرض لمخاطر الائتمان لمكونات المركز المالي.

الجدول رقم (51): الحد الأقصى لتعرض محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي لمخاطر الائتمان

31 ديسمبر 2020	31 ديسمبر 2021	نقد وما يعادله
35942541	20945834	

المصدر: محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي، تقرير المراجع المستقل، ص 21.

يقيس مدير المحفظة مخاطر الائتمان وخسائر الائتمان المُتوقعة باستخدام احتمالية التخلف عن السداد والتعرض عند التعثر والخسارة في حالة التخلف عن السداد، آخذاً بعين الاعتبار كلاً من التحليل التاريخي والمعلومات التطلّعية عند تحديد أيّ خسارة ائتمانية متوقعة. وحسب تقرير المراجع المستقل لجميع الموجودات المالية لخسائر الائتمان كما في 31 ديسمبر 2021 و 31 ديسمبر 2020 فإنّ تأثير الخسائر الائتمانية المُتوقعة على هذه الموجودات لم يكن جوهرياً لأنّ المحفظة ليست مُعرّضة لمخاطر ائتمانية كبيرة ولا يوجد تاريخ من التخلف عن سداد هذه الأرصدة.

من جهةٍ أخرى لا تتعرض المحفظة لمخاطر ائتمانية كبيرة على الأدوات المالية حيث تستثمر في عقود المرابحة بسلع قصيرة الأجل وعالية الإستقرار، ويتمّ إيداع الرصيد النقدي وما في حكمه لدى بنك البلاد الذي يتمتع بتصنيف ائتماني من وكالة موديز بجودة AAA وتمتلك المحفظة إستثمارات ذات تصنيف ائتماني يتراوح بين A و BB+

ج. مخاطر السيولة

هي المخاطر المُتمثلة في أنّ المحفظة ستواجه صعوبة في جمع الأموال للوفاء بالتزاماتها المرتبطة بالمطلوبات المالية، وقد تنتج عن عدم القدرة على بيع أصل مالي بسرعة بمبلغ قريب من قيمته العادلة.

تتعرض المحفظة لمخاطر السيولة نتيجة تلبية عمليات إسترداد مالكي الوحدات، نظراً لأنّ لائحة شروط وأحكام المحفظة تنصّ على أنّ الإشتراك والإسترداد يكون في أيام التعامل خلال الأسبوع، ويقوم مدير المحفظة بمراقبة متطلبات السيولة بشكل مُنظم ويسعى لضمان توفّر أموالٍ كافية للوفاء بأيّ التزامات عند ظهورها من خلال الإشتراكات الجديدة أو تصفية المحفظة الإستثمارية أو الحصول على تمويلٍ من الأطراف ذات العلاقة؛ يوضّح الجدول أدناه تحليل الموجودات والمطلوبات وفقاً للوقت المُتوقّع للإسترداد كما في 31 ديسمبر 2021.

الجدول رقم (52): تحليل الموجودات والمطلوبات المالية لمحفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي

أقل من سنة	أكثر من سنة واحدة	الإجمالي	نقد وما يعادله
20945834	-	20945834	
2313951374	-	2313951374	موجودات مالية بالتكلفة المطفأة

577210484	-	577210484	موجودات مالية بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة
17057516	-	17057516	عوائد عقود مرابحة مستحقة
2929165208	-	2929165208	الموجودات المالية
4557400	-	4557400	رسوم إدارية مستحقة
149450	-	149450	مطلوبات أخرى
4706850	-	4806850	المطلوبات المالية

المصدر: محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي، تقرير المراجع المستقل. 2022، ص 23.

ح. مخاطر السوق

فصلها لثلاثة أنواع أساسية هي، مخاطر أسعار العملات: تنشأ من احتمال تأثير التغيرات في أسعار العملات الخاصة بالسوق على الأرباح المستقبلية أو القيمة العادلة للأدوات المالية، وحسب تقرير المراجع المستقل فإنَّ المحفظة لا تتعرض لمخاطر معدلات عمولة كبيرة لأنَّ معدل العمولة ثابت في عقود المرابحة؛ مخاطر العملة: تتمثل في احتمال تذبذب قيمة أداة مالية ما نظرًا للتغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية، وبما أنَّ العملة الوظيفية للمحفظة هي الريال السعودي فإنَّ المحفظة لا تتعرض لمخاطر العملة؛ مخاطر الأسعار: تتمثل في مخاطر تقلب قيمة الأدوات المالية للمحفظة نتيجةً للتغيرات في أسعار السوق بسبب عوامل أخرى غير العملات الأجنبية وتحركات أسعار العملة وتغير أسعار العملات، وتنشأ بشكلٍ أساسي من عدم اليقين بشأن الأسعار المستقبلية للأدوات المالية التي تحتفظ بها المحفظة.

خامسا: أداء المحفظة

يظهر الجدول الموالي العائد الكلي للمحفظة.

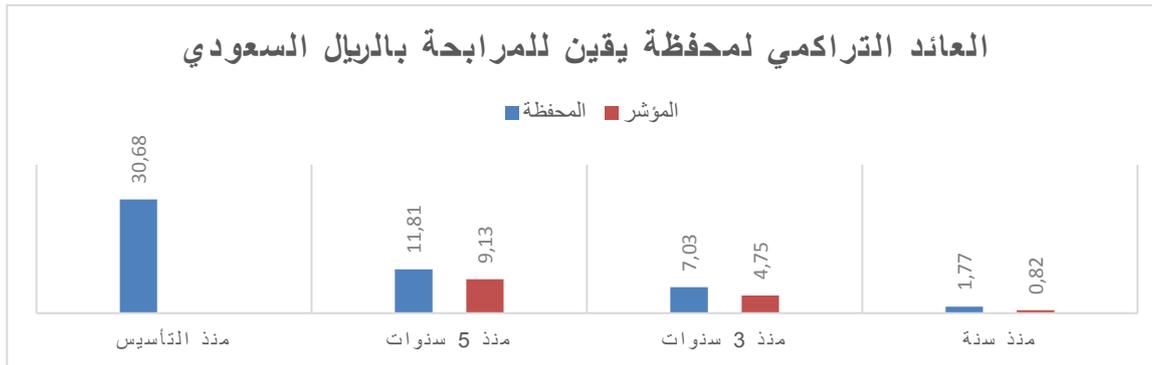
الجدول رقم (53): العائد التراكمي لمحفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي

المدة	منذ التأسيس	آخر 5 سنوات	آخر 3 سنوات	آخر سنة
العائد الكلي للمحفظة	30.68	11.81	7.03	1.77
المؤشر الاستشادي	-	9.13	4.75	0.82

المصدر: محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي، شروط وأحكام المحفظة. 2022، ص 17.

يوضح الرسم البياني أسفله العوائد التراكمية للمحفظة.

الشكل رقم (39): العائد التراكمي لمحفظه يقين للمرابحة بالريال السعودي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعطيات الواردة أعلاه.

يظهر الجدول الموالي العائدات السنوية للمحفظة مقارنة بعوائد المؤشر الإستراتيجي.

الجدول رقم (54): العائد السنوي لمحفظه يقين للمرابحة بالريال السعودي مقارنة بعائد المؤشر

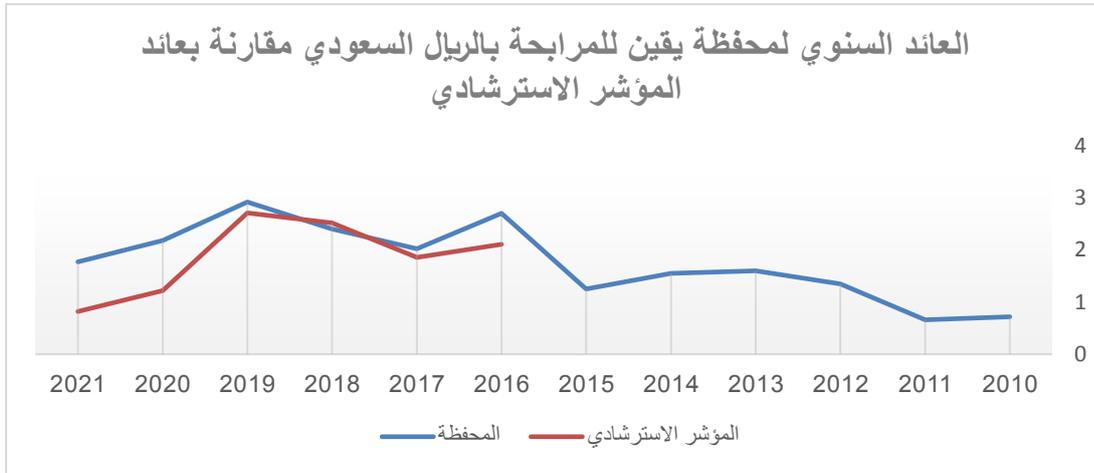
الإستراتيجي خلال الفترة 2010-2021م

السنة	المحفظة	المؤشر الإستراتيجي
2010	0.72	-
2011	0.66	-
2012	1.35	-
2013	1.60	-
2014	1.55	-
2015	1.25	-
2016	2.70	2.11
2017	2.02	1.86
2018	2.40	2.52
2019	2.92	2.71
2020	2.18	1.22
2021	1.77	0.82

المصدر: محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي، شروط وأحكام المحفظة. 2022، ص17.

المنحنى البياني الموالي يوضح هذا التطور بشكل أفضل.

الشكل رقم (40): العائد السنوي لمحفظه يقين للمرابحة بالريال السعودي مقارنة بعائد المؤشر الاسترشادي خلال الفترة 2010-2020م



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعطيات الواردة أعلاه.

نلاحظ من الجدول والمُنحنى أعلاه أنّ عائد المحفظة خلال الفترة 2010-2021م كان متذبذباً إرتفاعاً وإنخفاضاً حيث سجل العائد أدنى قيمة له سنة 2015م بقيمة 1.25% كما سجلت المحفظة أعلى عائد لها خلال نفس الفترة سنة 2019م بعائد كلي قدر بـ 2.92%.

الفرع الثاني: محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي

محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي هي محفظة استثمار مفتوحة متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، تتم إدارتها بواسطة شركة الأهلي المالية (مدير المحفظة)، وهي شركة تابعة للبنك الأهلي التجاري البنك لصالح حملة وحدات المحفظة، تم تأسيس المحفظة بموجب نصّ المادة 30 من لوائح الإستثمار في المحافظ الصّادرة عن هيئة سوق المال، كما تعملت شركة الأهلي المالية كذلك كأمين حفظ المحفظة وفقاً لقرار هيئة سوق المال رقم 2-83-2005 الصادر بتاريخ 28 يونيو 2005م.

تمت الموافقة على أحكام وشروط المحفظة في الأصل من مؤسسة النقد العربي السعودي وبأشرت المحفظة نشاطها في 5 أبريل 1995م¹. ووافقت عليها لاحقاً هيئة السوق المالية بموجب خطابها المؤرخ في 16 ديسمبر 2008م والقاضي بالإستمرار في طرح وحدات المحفظة.

أولاً: هدف المحفظة

تعتبر محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي التابعة لشركة الأهلي المالية من المحافظ المفتوحة والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وتهدف محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي إلى المحافظة على رأس المال وتنميته وتوفير السيولة عند طلب المستثمر².

¹ الأهلي كابيتال، صندوق الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي. ص 16.

² صندوق الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي، ملخص المعلومات الرئيسية. 2021، ص 8.

ثانياً: مميزات الإستثمار في المحفظة

يتميّز الإستثمار فيها بما يلي¹:

- أ. عملة المحفظة هي الريال السعودي وفي حال الإشتراك بعملة أخرى غيرها، فإنّه يتمّ التحويل إليها على أساس أسعار الصرف السائدة حينها، ويتحمّل مالكو الوحدات أيّ تقلّب في أسعار الصرف؛
 - ب. تعتبر المحفظة مُنخفضة المخاطر ولا تستطيع شركة الأهلي المالية التأكيد بأنّ زيادةً ستحدث في قيمة الإستثمارات في المحفظة أو أنّ قيمة الإستثمارات في المحفظة وأرباحها يمكن أن تهبط؛
 - ت. إن الأداء السابق لمحفظة الإستثمار أو الأداء السابق للمؤشر لا يعدّ مؤشراً ولا ضماناً على أداء المحفظة في المستقبل؛
 - ث. لا يعدّ الإستثمار في المحفظة إيداعاً لدى أيّ بنك محلي يُسوّق أو يبيع الأوراق المالية أو تابع لمحفظة الإستثمار أو مدير المحفظة، لذا فإنّ مالكي الوحدات مُعرّضين لخسارة جزء أو كامل رأسمالهم المُستثمر في المحفظة؛
 - ج. لا تقوم المحفظة بتوزيع أي أرباح دورية على مالكي الوحدات؛
 - ح. إنّ قيمة الوحدات وإيراداتها عُرضة للصعود والهبوط فقد لا يتمكّن المستثمرون من إستعادة بعض أو كلّ مبالغ إستثماراتهم ويجب عليهم الأخذ في الحسبان القدرة على تحمّل الخسارة؛
 - خ. إنّ مدير المحفظة غير مُلزِم بقبول طلبات إسترداد الوحدات بسعر الإشتراك لأنّ قيمة الوحدات وإيراداتها عُرضة للصعود والهبوط، مع التزامه بتوفير السيولة الكافية للوفاء بأيّ طلب إسترداد؛
 - د. يختار مدير المحفظة الإستثمارات التي يستثمر بها بناءً على معايير تشمل: الفحص الكمي، وتقييم الجودة الإئتمانية، ومستوى المخاطر، والعائد المُتوقّع والتزام الإستثمارات بالمعايير الشرعية؛
 - ذ. حرصاً على تخفيض المخاطر تستثمر المحفظة مع أطراف نظيرة تتمتع بسمعة جيدة وذات مركز مالي سليم مُستخدمة إستراتيجيات إدارة النقد وتنويع الإستثمارات؛
 - ر. إنّ إستثمارات المحفظة تقوم على توزيع المخاطر بشكل حذر وحكيم مع عدم الإخلال بأهداف الإستثمار وسياساته وشروط وأحكام المحفظة؛
 - ز. يقدم قسم إدارة المخاطر لمجلس إدارة المحفظة تقارير دورية عن أداء المحفظة، مناقشا فيه المخاطر التشغيلية ومخاطر الإئتمان ومخاطر مخالفة قيود الإستثمار، وبناءً عليه يتمّ تقدير هذه المخاطر واتخاذ الإجراءات اللاّزمة لتحقيق مصلحة مالكي الوحدات بما يتماشى مع الأنظمة واللوائح المُطبّقة.
- يمكن تلخيص أهم مميزات الإستثمار في محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي في الجدول الموالي:

¹ صندوق الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي، ملخص المعلومات الرئيسية. مرجع سابق، ص8.

الجدول رقم (55): أهم مميزات الاستثمار في محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي

صافي سعر الوحدة	1.95	نوع الصندوق	مفتوح
صافي قيمة الأصول	7413265987.35	تاريخ التقييم	2023/01/09
نسبة المصاريف%	0	تاريخ الابتداء	1995/04/03
نسبة الرفع المالي%	0	عملة الصندوق	ريال سعودي
أيام التقييم	يومي	أيام الإعلانات	يومي
الأتعاب الإدارية%	0.65	رسوم الاشتراك	0.0
الحد الأدنى للاشتراك	5000 ريال سعودي	مستوى المخاطرة	منخفضة

Source: <https://www.saudiexchange.sa/>

ثالثاً: سياسات استثمار المحفظة

تستثمر المحفظة بشكلٍ أساسي في صفقات أسواق النقد والأدوات المالية قصيرة الأجل المتوافقة مع المعايير الشرعية، مثل: صفقات المرابحة والوكالة والمضاربة والمشاركة، وأدوات الدخل الثابت، والبدائل الشرعية لإتفاقيات المبادلة، وإتفاقيات إعادة الشراء، وإتفاقيات إعادة الشراء المعاكس، والأوراق المالية المدعومة بأصول¹.

تتكوّن موجودات المحفظة بصفةٍ رئيسية من عقود مرابحة وتُتيح المحفظة الفرصة للمستثمرين للمشاركة في معاملاتٍ تجارية متوافقة مع أحكام الشريعة حيثُ تشتري المحفظة سلعاً ثم تتعاقد على بيعها بسعر أعلى وفقاً لشروط دفعٍ مؤجلة وتكون مُدة عقود المتاجرة بالمرابحة أقل من سنة وعادةً ما تكون أقل من ستة أشهر². تُركّز المحفظة إستثماراتها في مجموعة مُختارة من الأدوات المالية قصيرة الأجل مع أطرافٍ نظيرة في المملكة العربية السعودية مُرخصة من مؤسسة النقد العربي السعودي، أو مع أطرافٍ نظيرة أجنبية مُرخصة من بنوك مركزية حسنة السمعة وخاضعة لهيئة رقابية مُماثلة لمؤسسة النقد العربي السعودي ويكون الحد الأدنى للتصنيف الائتماني لأغلب إستثمارات المحفظة والأطراف النظيرة حسبما تحدّده إحدى وكالات التصنيف الائتماني الدولية والمُصنّفة بحدّ أدنى كالتالي: ستاندراندبورز-BBB/موديز-Baa/فنتش-BBB وفي حال عدم وجود تصنيفٍ ائتماني لإستثمارات المحفظة أو الأطراف النظيرة، فإنّ مُدير المحفظة سيقوم بتصنيف جودة الإستثمارات داخليا بناءً على إستقرار وسلامة المركز المالي، وتكون إستثمارات المحفظة كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (56): توزيع موجودات المحفظة على الفئات المختلفة

فئة الأصول	الحد الأدنى	الحد الأقصى
النقد	0%	100%

¹ صندوق الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي، ملخص المعلومات الرئيسية. مرجع سابق، ص8.

² الأهلي كابيتال، صندوق الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي. ص16.

الأدوات المالية قصيرة الأجل	%0	%100
أدوات الدخل الثابت (الصكوك)	%0	%20
الصناديق الاستثمارية	%0	%20

المصدر: صندوق الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي، ملخص المعلومات الرئيسية. 2021، ص8.

رابعاً: إدارة مخاطر الاستثمار في المحفظة

إنَّ أنشطة المحفظة تُعرضها لمجموعة من المخاطر المالية تشمل: مخاطر السوق، مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة ومخاطر التشغيل؛ يقوم مدير المحفظة بالرقابة على المخاطر بشكلٍ أساسي لِيتمَّ التعامل معها وفق الفلسفة العامة للمحفظة إِنْجَاه إدارة المخاطر فهو مُلزمٌ باتخاذ الإجراءات لإعادة التوازن في المحفظة تماشيًا مع توجيهات الإستثمار، ويستخدم مدير المحفظة أساليب مختلفة لقياس وإدارة مختلف أنواع المخاطر التي تتعرض لها هذه الأخيرة وذلك كما يلي¹:

أ. مخاطر السوق

هي مخاطر التأثير المُحتمل للتغيرات في أسعار السوق مثلَ أسعار العمولة وأسعار صرف العملات الأجنبية وأسعار الأسهم التي لها تأثير على إيرادات المحفظة أو القيمة العادلة لأدواتها المالية.

1. **مخاطر صرف العملات الأجنبية:** بما أنَّ كلَّ معاملات المحفظة تتمُّ بالريال السعودي فهذه الأخيرة ليس لديها أيُّ مخاطر متعلِّقة بالعملات الأجنبية.

2. **مخاطر معدل العمولة:** تتمثل في مخاطر تقلُّب قيمة التدفقات النقدية المُستقبلية للأداة المالية بسبب التغيرات في معدلات عمولة السوق، وبما أنَّ جميع إستثمارات المحفظة في ودائع المربحة التي تحمّل معدل ربحٍ ثابت، وهي إستثمارات مُقاسة بالتكلفة المُطفاة، فإنَّ أيَّ تغيُّرات في أسعار السوق لن يكون لها أيُّ تأثيرٍ على صافي الدخل وصافي قيمة أصول الصندوق.

3. **مخاطر الأسعار الأخرى:** هي مخاطر تقلُّب قيمة الأدوات المالية للصندوق نتيجةً للتغيرات في أسعار السوق، بسبب عواملٍ بخلاف تحركات العملات الأجنبية وأسعار العمولات، وتنتشأ أساسًا من عدم التأكد بشأن أسعار الأدوات المالية المُستقبلية للمحفظة وهذه الأخيرة لا تتعرض لأيِّ مخاطر في الأسعار.

ب. مخاطر الائتمان

يَسعى مدير المحفظة لإدارة مخاطر الائتمان من خلال مراقبة التعرُّضات الائتمانية ووضع حدودٍ للمعاملات مع الأطراف الأخرى والتقييم المُستمر للقدرة الائتمانية لهذه الأطراف، وتُعتبر القيمة الدفترية للنقد وما في حكمه الحدَّ الأقصى للتعرض لمخاطر الائتمان في المحفظة. والجدول أدناه يُظهر الأدوات المالية الخاضعة لانخفاض في القيمة.

¹ صندوق الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي، تقرير المراجع المستقل. 2022، ص19-24.

الجدول رقم (57): الحد الأقصى لتعرض الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي لمخاطر الائتمان

كما في 31 ديسمبر 2020	كما في 31 ديسمبر 2021	
28822335	24234980	استثمارات مقاسة بالتكلفة المطفأة
(4063)	(2960)	الخسائر الائتمانية المتوقعة
28818272	24232020	القيمة الدفترية

المصدر: صندوق الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي، تقرير المراجع المستقل. 2022، ص21.

ت. مخاطر السيولة

هي المخاطر المتمثلة في عدم قدرة المحفظة على توليد موارد نقدية كافية لتسوية مطلوباتها بالكامل عند استحقاقها أو القيام بذلك وفق شروط غير ملائمة جوهريا، وبما أن شروط وأحكام المحفظة تنص على الإكتتاب في الوحدات واسترجاعها يكون في كل يوم عمل سعودي، فإنها تتعرض لمخاطر السيولة الخاصة بإسترداد أموال مالكي الأسهم في هذه الأيام، ويسعى المدير لمراقبة متطلبات السيولة عن طريق التأكد من توفر أموال كافية للوفاء بأي التزامات قد تطرأ من خلال إستراكات جديدة أو تصفية محفظة الإستثمار أو إقتراض تسهيلات قصيرة الأجل.

ث. مخاطر التشغيل

يتمثل هدف المحفظة في إدارة المخاطر التشغيلية في تحقيق التوازن بين الحد من الخسائر المالية والأضرار التي لحقت بسُمعتها في الوصول لهدفها الإستثماري المتمثل في تحقيق أقصى عوائد لمالكي الوحدات، وتقع المسؤولية الرئيسية عن تطوير وتنفيذ الرقابة على المخاطر التشغيلية على عاتق قسم إدارة المخاطر في المحفظة، حيث يسهر على دعم تطوير المعيار العام لإدارة المخاطر التشغيلية والذي يشمل الضوابط والعمليات لدى مقدمي الخدمة في المجالات التالية: توثيق الرقابة والإجراءات، الامتثال للمتطلبات التنظيمية والقانونية، تطوير خطط الطوارئ، التدريب المهني، المعايير الأخلاقية ومعايير الأعمال، وتخفيض المخاطر.

ج. التبعات بسبب جائحة كوفيد - 19

رغم أن المملكة قد إتخذت كل الإجراءات اللازمة للحد من نقشي الفيروس إلا أن الجائحة والتبعات التي خلقتها على الأسواق المالية العالمية لازالت تُلقي بظلالها على الإقتصاد، ومع ذلك تستمر إدارة المحفظة في إدراك هذه التحديات على المستوى الجزئي والكلي، وتراقب عن كثب تعرضاتها للمخاطر.

خامسا: أداء محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي

يُظهر الجدول الموالي متوسط العائد الكلي لمحفظة للمتاجرة بالريال السعودي

الجدول رقم (58): العائد المتوسط لمحفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي والمؤشر الاسترشادي

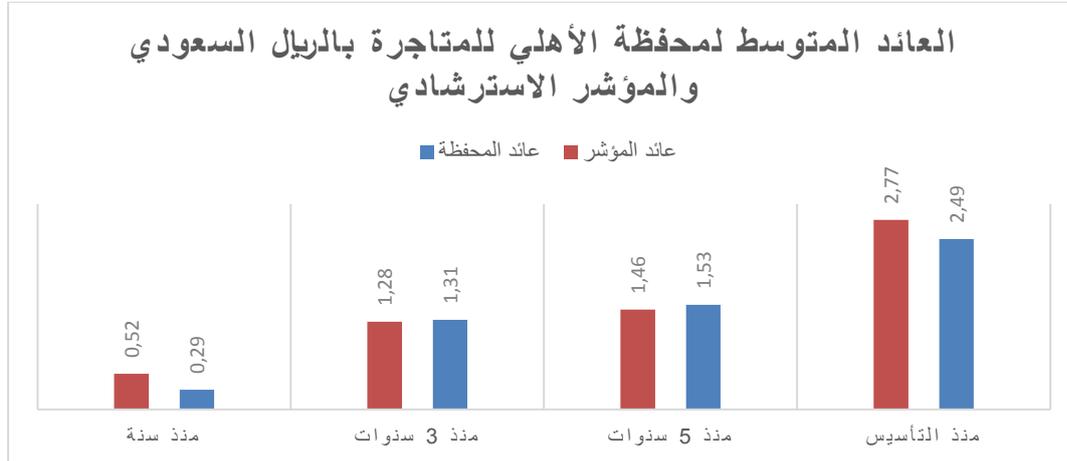
المدة	منذ سنة	آخر 3 سنوات	آخر 5 سنوات	منذ التأسيس
عائد المحفظة	0.29	1.31	1.53	2.49

عائد المؤشر	0.52	1.28	1.46	2.77
-------------	------	------	------	------

المصدر: محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي، التقرير السنوي. 2021، ص4.

الشكل البياني الموالي يبين العائد المتوسط للمحفظة ومؤشرها الاسترشادي .

الشكل رقم (41): العائد المتوسط لمحفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي والمؤشر الاسترشادي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول أعلاه.

الجدول الموالي يبيِّن معدل عائد المحفظة للسنوات السابقة من 2010م إلى 2021م.

الجدول رقم (59): عوائد محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي مقارنة بالمؤشر الاسترشادي خلال

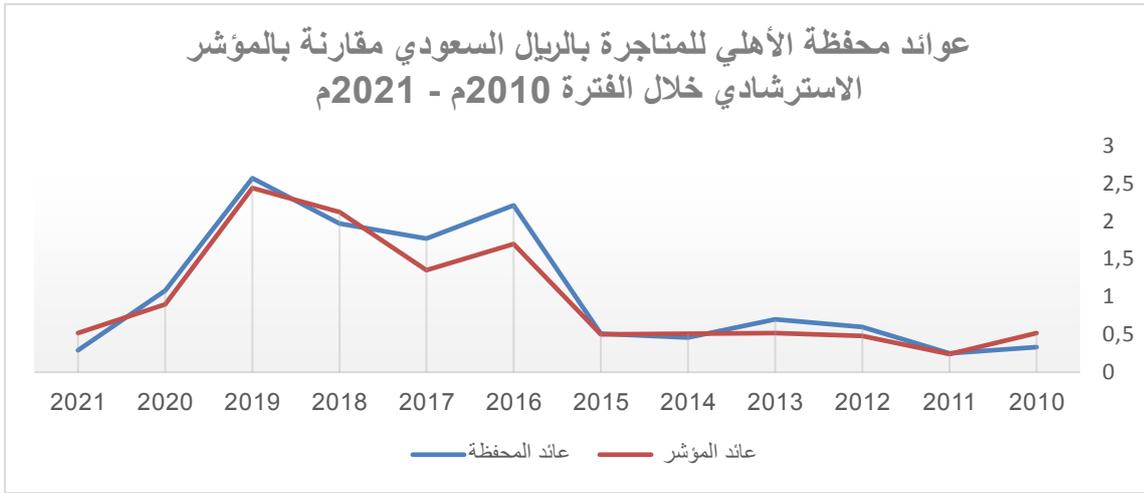
الفترة 2010م - 2021م

السنة	عائد المحفظة	عائد المؤشر الإرشادي
2010	0.33	0.52
2011	0.25	0.24
2012	0.6	0.48
2013	0.7	0.52
2014	0.46	0.51
2015	0.51	0.5
2016	2.21	1.7
2017	1.77	1.35
2018	1.97	2.12
2019	2.57	2.44
2020	1.08	0.9
2021	0.29	0.52

المصدر: محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي، التقرير السنوي. 2021، ص4.

المنحى البياني الموالي يُوضِّح ذلك أكثر.

الشكل رقم (42): عوائد محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي مقارنة بالمؤشر الاسترشادي خلال الفترة 2010م - 2021م



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول أعلاه.

نلاحظ من الجدول والمنحنى البياني أعلاه أنّ معدلات عوائد المحفظة دائماً إيجابية ولكنها ليست دائماً أعلى من المعدل الإرشادي، وقد شهدت المحفظة أفضل عوائد لها خلال سنة 2019 أين سجّلت عائداً يُقدر بـ 2.57% مقارنة بـ 2.44% للمؤشر الإرشادي، وقد حقّقت المحفظة أكبر فارقٍ إيجابي بين عائدها وعائد المؤشر سنة 2015م أين سجّلت المحفظة عائد 51% مقابل 0.50% للمؤشر الإرشادي بفارق 50.05%.

الفرع الثالث: المقارنة بين محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي ومحفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي من حيث الأداء

سننتقل في هذا الفرع إلى المقارنة بين أداء محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي ومحفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي من حيث الأداء وهذا باستخدام الأسلوب البسيط أولاً والأسلوب المزدوج ثانياً.

أولاً: تقييم أداء محافظ الدخل الاستثمارية باستخدام الأسلوب البسيط

يتّضح من خلال الجدول أدناه وباستخدام الأسلوب البسيط المُعتمد على معدل العائد المُحقّق فقط بغضّ النظر عن التكاليف التي يتحمّلها المستثمر، نجد أنّ محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي هي الأفضل كونها الأعلى عائداً بـ 1.76 تليها في المركز الثاني محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي بعائد قدر بـ 1.061667، وكلتاها تتفوقان على مؤشر TASI الذي حقّق عائداً قدر بـ 0.0587.

الجدول رقم (60): محافظ الدخل الاستثمارية والعائد المتوسط لها

العائد المتوسط	المحفظة الاستثمارية
1.061667	محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي
1.76	محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي
0.0587	مؤشر TASI

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المذكورة سابقا

ثانيا: تقييم أداء محافظ الدخل الاستثمارية باستخدام الأسلوب المزدوج

يظهر الجدول الموالي مختلف مؤشرات مقاييس الأداء المحسوبة على بيانات المحافظتين.

الجدول رقم (61): مؤشرات الأداء لمحافظ الدخل الاستثمارية

محفظه الاستثمارية	محفظه الأهللي للمتاجرة بالريال السعودي	محفظه يقين للمرابحة بالريال السعودي
المخاطرة β	-0.00247	0.010115
2δ	0.007019	0.005157
شارب ST	1.512562	3.412837
ترينور RT	-4.29825	1.73999
جونسون α	0.029389	-0.05927

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المذكورة أنفا

بما أن مؤشر شارب يُحسب إنطلاقاً من قسمة مُتوسط العائد على الانحراف المعياري، فيتضح لنا من خلال الجدول أعلاه أن أفضل محفظة استثمارية بناءً على مؤشر شارب هي محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي بأعلى عائد هو 3.412837 متبوعاً بمحفظة الأهللي للمتاجرة بالريال السعودي في المرتبة الثانية وبعائدٍ يساوي 1.512562، كما أن أعلى عائد على الاستثمار باستخدام أسلوب ترينور قد حققته محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي بمعدل 1.73999 ثم تليها محفظة الأهللي للمتاجرة بالريال السعودي بمعدل يُقدر بـ -4.29825. لقد كان أعلى عائدٍ على الاستثمار باستخدام مقياس جونسون/ ألفا الذي يقيسُ قدرة مدير المحفظة قد حققته محفظة الأهللي للمتاجرة بالريال السعودي بمعدل 0.029389 مقابل معدل -0.05927 لمحفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي.

عموماً، نجد أن أداء محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي أعلى من أداء محفظة الأهللي للمتاجرة بالريال السعودي حسب مقياسي شارب وترينور رغم أن قدرة مدير المحفظة على إدارة المحفظة الأولى كان الأفضل، وهذا قد يكون راجعاً لإرتفاع مستوى المخاطرة الذي بلغ 0.010115 في محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي مقابل -0.00247 في محفظة الأهللي للمتاجرة بالريال السعودي.

خاتمة

أثبتت الصناعة المصرفية الإسلامية خلال السنوات الأخيرة مرونة كبيرة في مواجهة الأزمات الاقتصادية العالمية، خصوصاً الأزمة العالمية 2008م والأزمة الصحية إثر نقشي وباء كوفيد-19، هذه المرونة ساعدت على تكيفها مع المستجدات وصمودها في وجه الصدمات، وقد لعبت مجموعة من العوامل دوراً مؤثراً في ذلك، في مقدمتها التوسع الكبير في إصدار الأدوات الاستثمارية الموافقة للشريعة وتنوعها.

وقد خلُص هذا الفصل إلى النتائج التالية:

- تعدُّ صناعة المصرفية الإسلامية رغم التطوُّر الذي وصلت إليه فنيَّةً، وقابلة للتوسع أكثر فأكثر، كما أنَّ المؤسسات الداعمة لها - رغم وجودها - فعددها قليلٌ مقارنةً بحجم المسؤولية المُلقاة على عاتقها والمتوقع منها، ونشاطها محدود؛
- تعتبر السوق المالية السعودية من أكبر الأسواق المالية في الشرق الأوسط والعالم، أسرعها نمواً، أكثرها توسعاً من حيث الإصدارات المالية الإسلامية، وهذا يرجع في جزء منه إلى تطوُّر التشريعات المنظمة لهذا النشاط والدعم الكبير من الناحية التكنولوجية؛
- يَنسُم السوق المالي السعودي بالتنوع من حيث الأدوات المالية النشطة في السوق، وعزَّز هذا التنوع الرغبة الكبيرة للمستثمرين في تنمية وإستثمار أموالهم وفق أُسسٍ عقائدية سليمة، إضافةً إلى الوفرة المالية التي تميَّز المنطقة؛
- فيما يخصُّ المحافظ الاستثمارية محلَّ الدراسة نجد أنَّ جميعها تشترك في أنَّها حققت أداءً طيباً وكان أداؤها أعلى من أداء السوق - في الفترة المدروسة - رغم إختلاف سياسات إدارة استثماراتها وطريقة تعاملها مع المخاطر المختلفة المواجهة لكل محافظة على حدا.

خاتمة

ظهرت المحافظ الاستثمارية مع تبلور الفكر الاستثماري وتطوره عبر الزمن، حتى أضحت الآن شقاً لا يُستغنى عنه في أيّ إقتصاد وتشغل حيزاً مهماً فيه، ولما كانت فكرة المحفظة الاستثمارية تقوم أساساً على مبدأ التنوع وآلياته لما يوفره من مميزات كبيرة للمستثمرين وبما يُحقق مبدأ الرشد الاقتصادي، وبسبب الضرورات الدينية فقد برزت المصارف الإسلامية بإنشائها للعديد من الصناديق والمحافظ التي تراعي في تعاملاتها المالية السلامة الشرعية وتنامت في وضعٍ يفترق إلى الخبرة العملية والتشريعات المنظمة لهذا المجال، واتخذت من البنوك التجارية ومحافظها المالية معياراً لتقديم منتجاتها تبعاً لمنهج التقليد مع تصفيتها من التعاملات المحرمة، وشيئاً فشيئاً وجدت هذه المصارف نفسها في مواجهة البنوك التقليدية بعد الإقبال الشديد عليها، الأمر الذي حتمَّ عليها مسابرة المستجدات وتطوير أدواتها وابتكار الجديد منها، لوضع حلول للمشاكل والعقبات التي تعترض طريق نموها وازدهارها ومن ثمَّ الرّفْع من تنافسيتها.

أولاً: نتائج البحث

توصّلنا من خلال هذا البحث إلى النتائج التالية:

- أصبح التعامل في المحافظ الاستثمارية واقعا معاشا، ولتغطية المطالب المتزايدة من شريحة واسعة من المستثمرين، وتلبية رغباتهم في الالتزام في معاملاتهم المالية بأحكام الشريعة الإسلامية، برزت المحافظ الاستثمارية الإسلامية كبديل شرعي للمحافظ المالية التقليدية؛
- اكتست المحفظة الاستثمارية أهمية كبيرة في علم الإستثمار المعاصر خصوصا مع ثورة الفوائض المالية لدى الأفراد والمؤسسات وتدققها من جهة، وتوسّع الأسواق المالية وافتتاحها من الجهة الأخرى؛
- تشترك المحافظ الاستثمارية الإسلامية مع المحافظ التقليدية في القواعد الفنية والتقنية، غير أنهما تختلفان في آليات بنائهما وأدواتهما؛
- تعدّ صناديق المضاربة الإسلامية أولى أشكال المحافظ الإستثمارية في العالم، وقد تطوّرت الصناعة المالية والمحافظ الإستثمارية كثيرا في السنوات الأخيرة حتى صارت صناعة قائمة بذاتها تنافسُ أعرق البنوك التقليدية ومحافظها المالية، وهي لا زالت بعدُ فتيةً تستطيع إستيعاب المزيد من التطوير والتطبيق؛
- المصرف الإسلامي مؤسسة مالية تهدف لإستثمار الأموال الفائضة في المجتمع بغرض تحقيق التنمية الإقتصادية والإجتماعية بما يعود بالنّفع على الجميع أفرادا ومؤسسات؛
- المحفظة الإستثمارية هي تشكيلةٌ من الأصول الحقيقيّة والمالية تتفاوت فيما بينها من حيث النوع، القيمة، العائد المتوقّع ومدة الإستحقاق، يتمُّ إختيارها بعناية فائقة بغرض تحقيق أقصى عائد في ظلّ أدنى مخاطر ممكنة؛
- يهدفُ المستثمرون من تشكيل وإدارة المحفظة الإستثمارية إلى جملة من الأهداف أبرزها الحفاظ على رأس المال الأصلي المُستثمر أولاً ثمَّ ضمان تحقيق دخلٍ إضافي منه ثانياً وهو ما يُمكن أن

- يُحَقِّقُ له مُستقبلاً زيادة تراكمية رأسمالية تُعطيها أماناً مستقبلياً، عن إختيار الأدوات الإستثمارية القابلة للتسييل والتسويق حسب إحتياجاتهم وإستخدام تَفَنِيات توفر الأمان والتنوع؛
- تتعدد أنواع المحافظ الإستثمارية حسب المعيار المُعتمد لتصنيفها، فنجد حسب معيار الربح: محافظ الدخل، محافظ النمو والمحافظ المختلطة؛ وتنقسم حسب معيار الملكية إلى: محافظ المؤسسات، محافظ العملات الأجنبية والمحفظة الخاصة؛ وهناك حسب معيار نوع الأصول: محافظ الأصول المالية، محافظ الأصول الحقيقية والمحافظ المختلطة؛ أما حسب معيار المخاطرة فلدينا: المحافظ المتحفظة، المحافظ المعتدلة وأخرى المُخاطرة؛
 - لغرض بناء المحفظة الإستثمارية يجب المرور بمراحل أساسية بدءاً بتحديد حجة رأس المال ووضع أهدافها، ثم وضع خطة الإستثمار للمحفظة، تليها مرحلة تحليل الإستثمارات المُتاحة والممكنة وأخيراً مرحلة إختيار مكونات المحفظة، على أن تبقى مرحلة تقييم أداءها عملية مستمرة ودورية؛
 - تتمثل المقومّات الأساسية لتشكيل المحفظة الإستثمارية في كلٍّ من العائد والمخاطرة والتنوع؛
 - العائد هو المكافأة التي يحصل عليها المُستثمر تعويضاً عن فترة الإنتظار والمخاطر المحتملة لرأس مال المُستثمر ويكون إما على شكل توزيعات أرباح، أو فوائد أو أرباح رأسمالية؛ كما أنه ثلاثة أنواع: عائد حقيقي، عائد متوقع وعائد مطلوب؛
 - المخاطرة المصرفية هي تذبذب العائد المُتوقَّع على إستثمار مُعين، أو هي التقلُّب في العوائد المستقبلية للقرارات الماليّة أو الإنخفاض في القيمة السوقية بسبب التغيُّرات في بيئة الأعمال، وتصنّف إلى مخاطر منتظمة وأخرى غير منتظمة، وباعتبار النشاط الممارس نميِّز بها: مخاطر السوق، الائتمان، الأخلاقية، التشغيلية، السيولة، الاستراتيجية، التكنولوجية والقانونية، وتقاس من خلال عدّة مقاييس إحصائية للتشتت مثل الإنحراف المعياري ومُعامل التباين؛
 - للتنوع عدّة إستراتيجيات أشهرها إستراتيجية تنوع جهة الإصدار بنوعيتها: أسلوب التنوع الساذج والتنوع بأسلوب ماكويترز؛ إستراتيجية تنوع تواريخ الإستحقاق والتي تضمُّ كلا من: الأسلوب الهجومي وتدرج تواريخ الإستحقاق والتركيز على الإستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل؛ وأخيراً إستراتيجية التنوع الدولي؛
 - إدارة المخاطر المصرفية هي عملية تحديد ومُتابعة ومراقبة المخاطر للإبلاغ عنها والتحكُّم فيها للحد من آثارها السلبية، وتُساعد هذه العملية في إتخاذ القرار بشكلٍ أفضل عن طريق تعظيم الربح وتحسين مُتطلبات رأس المال عموماً، وتتنوع سياسات إدارة المخاطر ما بين: تجنب الخطر، نقل الخطر أو تحويله للغير، الإحتفاظ بالخطر وتقبله، تخفيض الخطر، مبدأ التنوع.

- المحفظة المثلى هي التي تتكوّن من تشكيلة متنوعة ومُتوازنة من الموجودات والأدوات المالية بطريقة تجعلها الأكثر ملاءمة من أجل تحقيق أهداف المُستثمر، ويغرض بناءها يعتمد المستثمرون ثلاثة نماذج أساسية: نموذج ماكويترز، نموذج توبين ونموذج شارب.
- إدارة المحفظة الإستثمارية هي فنُّ تدوير الأوراق المالية وتنظيم تواريخ إستحقاقها ومُتابعة عملياتها بهدف تحقيق أهدافها الإستثمارية، وتأخذ عدة أشكال منها: الإدارة الفردية، الاستعانة بمدير، إبرام عقد لإيداع الأوراق المالية، الإدارة الجماعية، أو عقد إدارة، وعليه فالفرضية الأولى محققة؛
- يخضع تقييم أداء المحفظة الإستثمارية إلى جُملة من المبادئ بدءًا مقارنة الأداء الفعلي بالأداء المتوقع مع الأخذ في الحسبان مدى حساسية الأدوات الإستثمارية لمخاطر السوق، وقياس قيمة أصول المحفظة على أساس قيمتها السوقية ومن ثمَّ إمكانية حساب المكاسب والخسائر الرأسمالية الفعلية، وأخيرًا ضرورة مقارنة أداء المحفظة مع أداء السوق المالي باستمرار؛
- يتم قياس أداء مدير المحفظة والمحفظة ذاتها وفق أسلوبين اثنين: الأسلوب البسيط الذي يعتمد على العائد فقط ويُناسب المحافظ المفتوحة أكثر، والأسلوب العلمي المعتمد على العائد والمخاطر معًا ونميّز به عدّة نماذج أو مقاييس هي: نموذج شارب، مقياس ترينور، مقياس جنسن، ونموذج فاما؛ ولكلٍ منها طريقة خاصة في حساب الأداء، ومنه فالفرضية الثالثة محققة؛
- فيما يخصُّ المحافظ المدروسة وجدنا أنَّه باستخدام الأسلوب البسيط فإنَّ محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية هي الأفضل كونها الأعلى أداءً من محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع- بالريال السعودي، وكلتاها تتفوّقان على مؤشر TASI ونفس الشيء بالنسبة لمؤشري شارب وترينور، أما باستخدام مقياس جونسون/ ألفا الذي يقيس قدرة مدير المحفظة فقد حققت محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع- بالريال السعودي الصدارة تليها محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية؛
- كما لاحظنا أنَّ محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي هي الأفضل كونها الأعلى أداءً تليها في محفظة الرياض للمتاجرة باستخدام الأسلوب البسيط ومؤشر شارب، ونلاحظ أنَّ هناك تبادلًا للمراكز باستخدام أسلوب ترينور ومقياس جونسون/ ألفا فقد حققت محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال الصدارة مقابل محفظة مرابحات بسبب ارتفاع المخاطرة في المحفظة الأولى مقارنة بالثانية؛
- باستخدام الأسلوب البسيط، نجد أنَّ محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي هي الأفضل تليها محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي، كما أنَّ أفضل محفظة إستثمارية بناءً على مؤشر شارب وأسلوب ترينور هي محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي متبوعة بمحفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي، غير أن أعلى أداء باستخدام مقياس جونسون/ ألفا قد حقّقه محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال على

حساب محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي؛ ونجد أن البنوك الإسلامية التي شملتها الدراسة تحقق كفاءة مقبولة في إدارة محافظها مقارنة بمحفظة السوق، وعليه فالفرضية الثانية محققة.

ثانياً: إقتراحات وآفاق البحث

- على ضوء ما تمّ عرضه وإستنتاجه، فإننا نقترح ما يلي:
- ضرورة إعطاء المؤسسات المصرفية الإسلامية فرصة الإرتقاء برغم نقائصها، ومواصلة دعمها للنمو وإستمرار البحث عن الحلول التصحيحية لمسارها، وتوسيع نشاطها لبلدان أكثر ومستثمرين أكثر؛
 - ضرورة إستحداث قواعد بيانات تنشر المعلومات الخاصة بالمحافظ الإستثمارية الإسلامية وأدواتها المتنوعة وتطوير تلك القائمة منها، حتى يتسنى للعامة من المستثمرين دراستها وفهم طبيعة عملها؛
 - ضرورة إستخدام الأساليب القياسية الحديثة في تحليل أداء هذه المحافظ الإستثمارية ومكوناتها مع إستخدام النماذج التي تسهّل عمل المقارنات بين الأدوات الإستثمارية المختلفة؛
 - حتمية الإهتمام بتوفير برامج القياس المتطورة للباحثين، وتدريب الطلبة على الأدوات القياسية حتى يسهّل الإعتماد عليها أثناء إعداد الدراسات المتعلقة بهذا المجال؛
 - بما أنّ النتائج المتوصّل إليها تنحصر فقط في حدود عينة الدراسة ومدتها الزمنية دون إمكانية تعميمها، الأمر الذي يجعل البحث قابلاً للتوسيع أكثر والتطوير؛
 - ضرورة إهتمام مؤسسات التعليم العالي بتدريب وتأهيل الكوادر البشرية للعمل المصرفي الإسلامي، والعمل على تكثيف الدراسات التطبيقية بها مما يوفر المورد البشري اللازم للعمل بهذا المجال؛
 - إنشاء منظومة تشريعية متكاملة لتسيير نشاط المصارف الإسلامية، وتنسيق الجهود من أجل النهوض بهذا القطاع خصوصاً في الدول العربية والإسلامية والاستفادة من التجارب المتقدمة؛
 - نشر الوعي الإستثماري بين أفراد المجتمع من أجل استقطاب الأموال المكتنزة وتحريك عجلة الإقتصاد بما يحترم خصوصية المجتمع المسلم، وتوفير أدوات استثمارية إسلامية تتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية تجذب شريحة واسعة تعتبر حصة سوقية ضائعة؛
 - العمل على استقطاب الكفاءات الفنية المتخصصة العاملة في البنوك التقليدية وتأهيلها من أجل دمجها لاحقاً في مجال العمل المصرفي الإسلامي.

هذا البحث مازال قابلاً للتوسع والإثراء أكثر فأكثر، ويمكن أن يتطور لاحقاً بدراسة المواضيع التالية:

- المحافظ المالية كآلية لتعزيز مكانة الصناعة المالية في النظام المصرفي العالمي.
- إدارة مخاطر المحافظ في البنوك الإسلامية.

الفهارس

فهرس المراجع والمصادر

أولاً: المراجع العربية

الكتب

- (1) أحمد النجار، منهج الصحوة الإسلامية- بنوك بلا فوائد-. الإتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، 1979.
- (2) أحمد جابر علي بدران، الصكوك كأداة للتمويل بين النظرية والتطبيق. مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية، القاهرة، مصر، الطبعة 01، 2014.
- (3) أحمد محمد فرحات، إدارة المحافظ الاستثمارية. ب د ن، الطبعة 01، بنغازي، ليبيا، 2019.
- (4) أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية: أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي. دار النفائس، الطبعة 01، الأردن، 2007.
- (5) جمال الدين عطية، البنوك الإسلامية بين الحرية والتنظيم، التقليد والاجتهاد، النظرية والتطبيق. المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، الطبعة 02، 1993.
- (6) حاكم حسين الربيعي وآخرون، المشتقات المالية. دار اليازوري للنشر والتوزيع، الطبعة 01، الأردن، 2011.
- (7) حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية. الجزء 02، مصر، 1994.
- (8) حسين حسين شحاتة، المصارف الإسلامية بين الفكر والتطبيق. الطبعة 01، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2009.
- (9) خلفان حمد عيسى، إدارة الاستثمار والمحافظ المالية. دار يافا العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2016.
- (10) دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية. دار المسيرة، الطبعة 02، الأردن، 2015.
- (11) دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري. دار اليازوري العلمية، الأردن، 2009.
- (12) رفيق يونس المصري، أصول الاقتصاد الإسلامي. الطبعة 01، دار القلم، سوريا، 2010.
- (13) سالم صلال الحسناوي وآخرون، مبادئ المالية والمصرفية. الطبعة 01، 2019.
- (14) سلمان عبد الله معلا، التمويل والمؤسسات التمويلية: مفهوم وأهداف وسياسات. دار أمجد، الطبعة 01، الأردن، 2015.
- (15) سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية. دار النشر للجامعات، مصر، 2004.

- 16) سهام عيساوي، الأدوات المالية المشتقة. دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة 01، عمان، الأردن، 2016.
- 17) صادق راشد الشمري، استراتيجية إدارة المخاطر المصرفية وأثرها على الأداء المالي للمصارف التجارية. دار اليازوري، الأردن، 2013.
- 18) عبد الجواد محمد عوض، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة: أسهم - سندات - أوراق مالية. الطبعة 01، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- 19) عبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار - الضوابط الشرعية والأحكام النظامية - دراسة تطبيقية مقارنة. دار النفائس، الأردن، 2009.
- 20) عبد الرحيم عبد الحميد الساعاتي، الوظائف الاقتصادية للصكوك: نظرة مقاصدية. حوار الأربعاء 2010/5/12، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010/2009.
- 21) عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. 2017.
- 22) عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية. المكتب العربي الحديث، مصر، 2007.
- 23) عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية. مطابع السروات، الطبعة 05، المملكة العربية السعودية، 2017.
- 24) عبد الناصر براني أبو شهد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية. دار النفائس، الأردن، 2013.
- 25) علوان قاسم نايف، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق. دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة 01، الأردن، 2009.
- 26) علي سيد إسماعيل، مصادر توفير السيولة في البنوك الإسلامية. دار التعليم الجامعي، الطبعة 01، مصر، 2018.
- 27) غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة. دار المناهج، الأردن، 2015.
- 28) محمد الصالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية. المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007.
- 29) محمد الصيرفي، إدارة العمليات المصرفية العادية - غير العادية - الإلكترونية. الطبعة 01، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2016.
- 30) محمد الصيرفي، إدارة المصارف. دار الوفاء للنشر، الطبعة 01، مصر، 2007.
- 31) محمد بوجلال، البنوك الإسلامية (مفهومها، نشأتها، تطورها مع دراسة ميدانية على مصرف إسلامي). المؤسسة الوطنية للكتاب، الجزائر، 1990.

- (32) محمد عبد الحليم عمر، الإطار الشرعي الاقتصادي والمحاسبي لبيع السلم في ضوء التطبيق المعاصر. المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المملكة العربية السعودية، 1998.
- (33) محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار. إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة 01، الأردن، 2013.
- (34) محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة. إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- (35) محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات. مركز جامعة العلوم والتكنولوجيا للكتاب الجامعي صنعاء، الطبعة 02، اليمن، 2013.
- (36) محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية. دار وائل، الطبعة 07، الأردن، 2015.
- (37) محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية. دار وائل، الطبعة 01، الأردن، 2016.
- (38) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات. دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2019.
- (39) مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية. مؤسسة رسلان، الطبعة 01، سوريا، 2009.
- (40) معبد علي الجارحي، عبد العظيم جلال أبو زيد، الصكوك قضايا فقهية واقتصادية. الدورة الـ 19 لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة.
- (41) منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية. دار المعارف الإسكندرية، مصر، 1994.
- (42) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار. المكتب العربي الحديث، الطبعة 03، مصر، 2015.
- (43) منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين. منشأة المعارف، مصر، 1994.
- (44) هبة الله أحمد سليمان، أثر الصكوك الإسلامية على النمو الاقتصادي. مجلة التنمية والسياسات الاقتصادية، المجلد 23، العدد 02، المعهد العربي للتخطيط، 2021.
- (45) هشام فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجية الخيارات المالية. الطبعة 01، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- (46) وهبة الزحيلي، المعاملات المالية المعاصرة. دار الفكر للنشر والتوزيع، الطبعة 01، دمشق، سوريا، 2012.
- (47) يوسف بن عبد الله صالح الشبيلي، أبحاث في قضايا مالية معاصرة. الجزء 02، الطبعة 01، المملكة العربية السعودية، 2020.

- (48) أحمد بلخير، صكوك الاستصناع وأهميتها ضمن البدائل التمويلية في الإقتصاد الجزائري. مجلة الحقوق والعلوم الانسانية- دراسات اقتصادية-، الجلفة، الجزائر.
- (49) أحمد جابر علي بدران، دور المصارف الإسلامية في تنمية المعاملات التجارية الدولية دراسة حالة تطبيقية على (البنك الإسلامي للتنمية- دار المال الإسلامي). مركز الدراسات الفقهية والاقتصادية، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، جامعة 6 أكتوبر، مصر.
- (50) أحمد مدني، نورين بومدين، دور تنوع الأدوات المالية في زيادة الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة حالة سوق الأوراق المالية في ماليزيا-. دفاثر البحوث العلمية، المجلد 01، العدد 03، 2018.
- (51) إيمان خياري، بوداح عبد الجليل، دور أسواق الأوراق المالية الناشئة في تنوع المحفظة الاستثمارية- دراسة قياسية-. مجلة دراسات اقتصادية، العدد 04، المجلد 02، 2017.
- (52) إيمان خياري، دور أسواق الأوراق المالية شبه الناشئة في تنوع المحفظة الاستثمارية- دراسة قياسية-. مجلة دراسات اقتصادية، جامعة قسنطينة 2، العدد 04، المجلد 02، الجزائر، 2017.
- (53) جليل كاظم مدلول العارضي، زيد عبد الزهرة جعفر، إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى- بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص-. مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، كلية الإدارة والاقتصاد، العراق، العدد 24، المجلد 14، 2016.
- (54) حسين عبد القادر، جميلة الجوزي، حدود التحوط ضد مخاطر السوق باستخدام أدوات الهندسة المالية. مجلة الإقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، المجلد 01، العدد 16، الجزائر، 2017.
- (55) رابح خوني، ابتسام ساعد، الصكوك الإسلامية كبديل شرعي للتوريق التقليدي. مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 06، جوان 2014.
- (56) ربيعة عبو، نبيل بوفليح، دور التنوع في التقليل من مخاطر المحفظة الاستثمارية مع الإشارة إلى بعض المحافظ الاستثمارية الموجودة بالسوق المالي السعودي. مجلة أبعاد اقتصادية، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، العدد 07، الجزائر، 2017.
- (57) زواوي الحبيب، نعاس مريم نجاة، قياس أمثلة المحفظة الاستثمارية باستخدام الخوارزميات الجينية حالة أسهم بورصة الجزائر. مجلة رؤى اقتصادية، العدد 08، الجزائر، 2015.
- (58) سامي خضير، عمار شهاب أحمد، دور تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في تنشيط الاستثمار المحفظي بالتطبيق في السوق المالي السعودي 2006-2013. مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 01، العدد 37، كلية الإدارة والاقتصاد، 2017.
- (59) عائشة بوبريمة، أمين عويسي، أهمية الصكوك الإسلامية في تعزيز إصدارات السوق المالية الإسلامية الدولية- البحرين-. مجلة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، المجلد 34، العدد 01، الجزائر، 2020.

- (60) عبد الباسط عبد الصمد، سليمان زاوي فرحات، دور إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل أداء الصندوق - دراسة تحليلية لعينة من السوق المالي السعودي - مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، 2019.
- (61) عبد العزيز خنفوسي، الاستراتيجيات التنافسية التي تتبعها البنوك الإسلامية الماليزية في الأسواق التنافسية. مجلة الإدارة، العدد 60، 2017
- (62) عبد العظيم أبو زيد، نحو صكوك إسلامية حقيقية - حقيقة الصكوك وضوابطها وقضاياها الشرعية - . إسلامية المعرفة، العدد 62، سوريا، 2010.
- (63) عز الدين محمدي، عبد العالي صالح، تطبيق برمجة الأهداف في تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى دراسة حالة عينة من أسهم مختارة من سوق البحرين للأوراق المالية. مجلة دراسات، جامعة الأغواط، المجلد 16، العدد 01، الجزائر، 2019.
- (64) علي فلاق، سالم رشيد، النوافذ الإسلامية والفروع الإسلامية في البنوك التقليدية - مع الإشارة إلى بعض التجارب العربية والغربية - . مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 04، العدد 02، الجزائر، 2018.
- (65) علي محبوب، علي سنوسي، قياس المخاطر التشغيلية في البنوك التجارية دراسة مقارنة بين البنوك التقليدية والمصارف الإسلامية باستخدام تقنية مؤشر Z-SCORE لقياس الاستقرار المالي بالتطبيق على مصر. مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 06، العدد 03، 2020.
- (66) عمر عبو وآخران، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية - دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي. مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، جامعة المسيلة، العدد 1، الجزائر، 2017.
- (67) فريدة تلي، الزهرة بن بريكة، استخدام النموذج الكمي Z-SCORE لقياس الاستقرار والسلامة المصرفية - دراسة تطبيقية حول مصرف دبي الإسلامي من الفترة (2016-2011). مجلة العلوم الانسانية، العدد 08، الجزائر، 2017.
- (68) كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية، تكوينها ومخاطرها. مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 03، الجزائر، 2005.
- (69) محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والاستراتيجيات. مخبر تقييم أسواق رؤوس الأموال الجزائرية وآفاق تطويرها في ظل العولمة، جامعة سطيف، الطبعة 01، الجزء 02، 2011.
- (70) منى خالد فرحات، توريق الدين التقليدي والإسلامي: دراسة مقارنة. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد 01، 2013.
- (71) موسى آدم عيسى، الاختيارات أداة للتحوط الشرعي. معهد الاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية. على الرابط https://iei.kau.edu.sa/Files/121/Files/149886_AHiwar-1438-21.pdf بتاريخ 2021/12/18.

- (72) نعمان محصول، نور الدين محرز، تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة. مجلة دراسات- العدد الاقتصادي، المجلد 15، العدد 02، الجزائر، 2018.
- (73) يوسف المجاهد، الفرق بين البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية. مجلة منازعات الأعمال، العدد 24، 2017.
- المطبوعات الرسائل والأطروحات الجامعية
- (74) إستبرق محمود جار الله، دور هيكل المحفظة الاستثمارية للمصرف في أدائه المالي- بحث تطبيقي في عينة من المصارف العراقية-. رسالة ماجستير (غير منشورة)، جامعة بغداد، العراق، 2011.
- (75) أمارة محمد يحي عاصي، تقييم الأداء المالي للمصارف الإسلامية: دراسة تطبيقية على البنك الإسلامي الأردني للتمويل والاستثمار. رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الإقتصاد، جامعة حلب، سوريا، 2010.
- (76) بسمة مبارك درزي المدارمة، أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك الإسلامية (2006-2016). رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، الأردن، 2017-2018.
- (77) توفيق عوض شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم- دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بوصة فلسطين-، رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية التجارة، فلسطين، 2015.
- (78) خليدة بلعدي، دور المشتقات المالية في تغطية مخاطر السوق. رسالة ماجستير (غير منشورة)، جامعة العقيد أكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر، 2014/2015.
- (79) حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000-2009. رسالة ماجستير، علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة ورقلة، 2012.
- (80) حسن الهادي عباس الكندي، استخدام عقود الخيارات في تخفيض المخاطر. مذكرة ماجستير (غير منشورة)، جامعة القادسية، العراق، 2019.
- (81) حمزة داودي، محاضرات في إدارة المحفظة المالية. المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف، ميله، الجزائر، 2019.
- (82) فطوم حوحو، سياسة تفعيل الأسواق المالية العربية: دراسة حالة السوق المالي السعودي. أطروحة دكتوراه، علوم اقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014/2015.

- (83) رافع عبد حنيت، تقييم الأسهم العادية وتشكيل محافظتها الاستثمارية الكفوءة: دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان. رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، عمان، 2019.
- (84) رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنوع الاستثماري. أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2015.
- (85) سارة بوزيد، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري - دراسة حالة بنك BNP PARIBAS. رسالة ماجستير (غير منشورة)، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2007/2006.
- (86) سامية فقير، محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية. جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2018/2017.
- (87) سهى نبيل السنيح، تكوين محافظ استثمارية لشركات ذات المسؤولية الاجتماعية والشركات الإسلامية. رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2014.
- (88) شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية. أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة سطيف 01، الجزائر، 2013-2014.
- (89) الجودي صاطوري، محاضرات في إدارة المحافظ المالية المعقدة. جامعة محمد البشير الإبراهيمي برج بوعرييج، الجزائر، 2019/2018.
- (90) عادل سلمان، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على أدوات الاستثمار في سوق رأس المال الإسلامي - دراسة حالة ماليزيا. رسالة ماجستير (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014.
- (91) عبد الرحمان نبع صايل، قياس كفاءة البنوك الإسلامية الأردنية باستخدام تحليل مغلف البيانات. رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، الأردن، 2016-2017.
- (92) عبد الله بن محمد بن أحمد الطيار، البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق. أطروحة دكتوراه، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 1401هـ.
- (93) عصام خلف العنزي، صناديق الاستثمار الإسلامية والرقابة عليها: دراسة فقهية قانونية. أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، 2004.

- (94) عفاف بشيري، مدى مساهمة النماذج الرياضية في إدارة مخاطر الائتمان للمحافظ الاستثمارية- دراسة مجموعة من البنوك التجارية الجزائرية-. أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2018.
- (95) سهام عيساوي، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال: دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي. أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015/2014.
- (96) غدير أحمد خليل، عقد الجعالة وتطبيقاته باستخدام الهندسة المالية كأداة لتمويل الخدمات في المؤسسات المالية الإسلامية. رسالة دكتوراه (غير منشورة)، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، 2013.
- (97) فاتن شكري محمد الصغير، أثر التنوع على تحقيق المحفظة المثلى. رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، عمان، 2011.
- (98) حنان قرفي، محاضرات في أسواق رأس المال. كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف، ميلة، الجزائر.
- (99) لورين ابراهيم القاضي، أثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية- دراسة اختبارية على البنوك التدرارية الأردنية للفترة 2012-2014م-، رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، 2016.
- (100) لؤي علي محمود الجبوري، إدارة محفظة الأوراق المالية وفقا لإستراتيجية الشراء والاحتفاظ- دراسة تطبيقية في بورصة عمان للأوراق المالية. رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، الأردن، 2017.
- (101) مريم سرامي، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008. رسالة الماجستير (غير منشورة)، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2012/2011.
- (102) مسعود بن لخضر، عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال- دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014. رسالة ماجستير (غير منشورة)، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015/2014.
- (103) موسى مبارك خالد، صيغ التمويل الإسلامي كبديل للتمويل التقليدي في ظل الأزمة المالية العالمية. رسالة ماجستير (غير منشورة)، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، الجزائر، 2013/2012.

- 104) نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق - دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا - رسالة ماجستير (غير منشورة)، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين، 2007.

التقارير الرسمية

- 105) الأهلي كابيتال، صندوق الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي.
- 106) تداول السعودية، التقرير الإحصائي السنوي. 2021.
- 107) تداول السعودية، نظرة عامة على السوق المالية. 2022.
- 108) صندوق الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي، تقرير المراجع المستقل. 2022.
- 109) صندوق الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي، ملخص المعلومات الرئيسية. 2021.
- 110) صندوق الراجحي للتداول بالبضائع، ملخص المعلومات الرئيسية. 2022.
- 111) مجلس الخدمات المالية الإسلامية، التقرير السنوي. 2021.
- 112) مجلس الخدمات المالية الإسلامية، المبادئ الإرشادية لضوابط برامج الاستثمار الجماعية الإسلامية. 2009.
- 113) مجمع الفقه الإسلامي، قرار رقم 30 بشأن سندات (صكوك) المقارضة وسندات (صكوك) الاستثمار. المؤتمر الرابع، جدة، المملكة العربية السعودية، 1988.
- 114) محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي، التقرير السنوي. 2021.
- 115) محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع - الريال السعودي، التقرير السنوي. 2021.
- 116) محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع - الريال السعودي، تقرير المراجع المستقل. 2022.
- 117) محفظة الرياض للمتاجرة المتنوع بالريال، مذكرة معلومات الصندوق. 2021.
- 118) محفظة الرياض للمتاجرة بالريال، التقرير السنوي. 2021.
- 119) محفظة الرياض للمتاجرة بالريال، تقرير المراجع المستقل. 2022.
- 120) محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية، التقرير السنوي. 2021.
- 121) محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية، القوائم المالية وتقرير المراجع المستقل. 2022.
- 122) محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية، شروط وأحكام محفظة الاستثمار. 2021.
- 123) محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي، التقرير السنوي. 2021.
- 124) محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي، الشروط والأحكام. 2021.
- 125) محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي، القوائم المالية وتقرير المراجع المستقل. 2022.
- 126) محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي، تقرير المراجع المستقل. 2022.
- 127) محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي، شروط وأحكام المحفظة. 2022.
- 128) هيئة السوق المالي، صناديق الإستثمار. المملكة العربية السعودية.

- (129) هيئة السوق المالية، التقرير السنوي. 2021.
- (130) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعيار الشرعي رقم (17): صكوك الاستثمار. البحرين، 2017.
- (131) هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، معايير المحاسبة: المعيار رقم (16) الخاص بصناديق الاستثمار. البحرين، 2010.
- المؤتمرات، الندوات والمحاضرات
- (132) أكرم لال الدين، سعيد بوهرارة، إدارة السيولة في المصارف الإسلامية دراسة تحليلية نقدية. الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي، 25-29/12/2010، المملكة العربية السعودية.
- (133) حسين حسن شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، المؤتمر العالمي الثالث للإقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، 2000.
- (134) عبد الحليم عمار غربي، منهجية متدرجة للتصنيف الشرعي للأسهم. محاضرات في الإقتصاد والتمويل الإسلامي، مجلد 11، مركز النشر العلمي بمعهد الإقتصاد الإسلامي، السعودية، 2018.
- (135) عبد الهادي مسعودي، خيرة مسعودي، إدارة المخاطر في البنوك الإسلامية: الإمكانيات والتحديات. الملتقى الوطني: الأساليب الحديثة لقياس وإدارة المخاطر المصرفية - الدروس المستفادة من الأزمة العالمية-، جامعة غرداية، الجزائر، 2015.
- (136) غدير أحمد خليل، تطوير وابتكار صناديق استثمار متوافقة مع الشريعة الإسلامية. المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، 6-7/8/2014م، الأردن.
- (137) محمد براق، مصطفى قمان، أهمية الاستثمار المسؤول اجتماعيا والصناديق الإسلامية في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية للبلدان النامية. ملتقى بعنوان: نمو المؤسسات والاقتصاديات بين تحقيق الأداء المالي وتحديات الأداء البيئي، جامعة ورقلة، 22-23 نوفمبر 2011.
- (138) محمد بن سليمان الجاسر، تطور القطاع المالي لتحقيق نمو اقتصادي أفضل. ندوة: الرؤية المستقبلية للاقتصاد السعودي حتى عام 2020م/1440هـ، وزارة التخطيط، الرياض، 19-23 أكتوبر 2002.
- (139) محمد عبد الحكيم زعير، واقع العلاقة بين البنوك الإسلامية والتقليدية. ندوة: نحو ترشيد مسيرة البنوك الإسلامية، 03-05/09/2005م، دبي.
- (140) هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية. المؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 8-9 ماي 2005.

- 141) Christine Brentani, **Portfolio management in practice: Essential capital markets**. Butterworth-Heinemann Elsevier Ltd, 1^{er} édition, Oxford, United Kingdom, 2004
- 142) Dominique Poincelot, **Gestion de portefeuille**. Cours et applications.
- 143) Faustin Djoufouet, **Le sukuk : les obligations islamiques**. sur le website <https://financededemain.com/le-sukuk>, 15 mars 2021.
- 144) Fortuné Aniko, **Gestion des risques financiers**
- 145) Frank Figge and others, **Between you and I: A portfolio theory of the circular economy**. Ecological Economics, 2021.
- 146) Gabriel Turinici, **Gestion classique de portefeuille : actions**. Université Paris Dauphine, 2019/2020. Sur web site: https://www.ceremade.dauphine.fr/~turinici/images/stories/work/cours/ISF_P20/coursISF_cl_P20_gestionportefeuille_actions.pdf
- 147) Idris Kharroubi, **Gestion de Portefeuilles**, Université PARIS DAUPHINE, 2014 -2015. Sur web site: http://www.lpsm.paris/pageperso/kharroubii/teaching/M1_gestionDePortefeuille.pdf
- 148) IIFM Sukuk Report, A Comprehensive study of the Global Sukuk Market. 10th edition, 2021.
- 149) Islamic Finance Foundation, **Sukuk innovation continued in 2020 amid strong growth**. At the website: <https://www.sukuk.com/article/sukuk-innovation-continued-in-2020-amid-strong-growth-13476/#/?playlistId=0&videoId=0> The 01/09/2022.
- 150) Islamic financial services board, **Islamic financial services industry stability report**. 2021.
- 151) Kaouther Jouaber-Snoussi, **La finance islamique**. La découverte, 2012.
- 152) Karishma Wadiwala, **Fundamental & Technical Analysis of an Investor's Portfolio**. International Advanced Research Journal in Science, Engineering and Technology, Mumbai University, 2021
- 153) Khaled Obaid Alotaibi, **The Halal-Based equity investments in Kuwait**. Doctor of philosophy, School of Business, Accounting and Finance, University of Dundee, Scotland, UK, 2014.
- 154) Kodjovi Assoé, **Gestion de portefeuille**. École des Hautes Études Commerciales de Montréal, p2. Sur le site web: http://neumann.hec.ca/~p283/private/diapo_1_2.pdf
- 155) Mrunal Chetanbhai Joshi, **Portfolio Management**. December 2018.
- 156) Nawaf Abuoliem, & Baliira Kalyebara, & Che Wan Suraya Che Wan Ibrahim, **Revising portfolio optimization and 1/n rules: shariah VS**

- convention' performance during the COVID-19 pandemic.** international journal of entrepreneurship, special issue 4, 2021.
- 157) Nugroho, Rachmat, **Portfolio determination and Markowitz efficient in five Indonesian industrial sector.** Economics, 2013.
- 158) Oksana Hordel, Viktoriya Hurochkina, **Optimization of the Investment Portfolio in the Environment of Table Processor MS Excel.** Innovation in the economy and society of the digital age, special issue 5, 2021.
- 159) Robert COBBAUT et autre, **La gestion de portefeuille : Instruments, stratégie et performance.** 2eme édition, de boeck, 2015
- 160) Sonjai Kumar, **Risk Management and Enterprise Risk management.** SSRN Electronic Journal, 2021.
- 161) Sourav Mlha, **Risk Managment Question.** 2021.
- 162) **Sukuk.** Sur le web site: <http://fr.financialislam.com/les-sukuk.html> / le:10/01/2022.
- 163) Umair Ahmed Riaz, **Perceptions and Experiences of British-Based Muslims on Islamic Banking and Finance in the UK.** Doctor of philosophy, School of Business, Accounting and Finance, University of Dundee, Scotland, UK, 2014.
- 164) Viktor Oliinyk, & Olga Kozmeko, **Optimization of investment portfolio management.** Sebain journal of management, No 2, 2019.
- 165) Petras Dubinskas, Laimuté Urbsiene, **Investment Portfolio Optimization by applying a genetic Algorithm- Based approach.** Ekonomika (Economics), issue 2, 2017.

المواقع الالكترونية

- 166) <http://fr.financialislam.com/les-sukuk.html> /
- 167) <https://iei.kau.edu.sa/>
- 168) <https://www.cma.org.sa>
- 169) <https://www.dw.com/ar/>
- 170) <https://www.saudiexchange.sa/>
- 171) <https://www.sukuk.com/>

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(01)	مزاي و عيوب عقود الخيار	32
(02)	مزاي و عيوب عقود المبادلات	38
(03)	الحصة السوقية المحلية للمصارف الاسلامية في الربع الثالث 2020	74
(04)	المحطات التاريخية التي مرت بها الصكوك	82
(05)	الفرق بين الصك والسهم	83
(06)	الفرق بين الصك والسند	84
(07)	تطور حجم إصدار الصكوك الإسلامية عالميا خلال الفترة (2010-2020)	90
(08)	حجم إصدار الصكوك الإسلامية حسب الدول خلال الفترة (2001-2020)	90
(09)	عدد الشركات المسجلة في قطاعات السوق المالية السعودية ديسمبر 2021م	153
(10)	تطور نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2010-2021م	154
(11)	القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2010-2021م	156
(12)	إحصائيات السوق حسب القطاعات لسنة 2021م	157
(13)	مؤشرات القطاعات في السوق المالية السعودية 2021م	159
(14)	مؤشر تداول لأسهم جميع الشركات (ناسي) خلال الفترة 2010-2021م	161
(15)	توزيع الاستثمارات في محفظة المبارك لأسهم السعودية النقية	165
(16)	أهم مميزات الاستثمار في محفظة المبارك لأسهم السعودية النقية	167
(17)	الحد الأقصى لتعرض محفظة المبارك لأسهم السعودية النقية لمخاطر الائتمان	168
(18)	تحليل الحساسية للأسهم لمحفظة المبارك لأسهم السعودية النقية	169
(19)	العائد التراكمي لمحفظة المبارك لأسهم السعودية النقية	170
(20)	أداء محفظة المبارك لأسهم السعودية النقية خلال الفترة 2010-2021م	170
(21)	توزيع الاستثمارات في محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع	172
(22)	أهم مميزات الاستثمار في محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع	175

176	الحد الأقصى للتعرض لمخاطر الائتمان محفظة الراجحي للمضاربة بالبيضائع	(23)
177	تحليل الموجودات والمطلوبات لمحفظة الراجحي للمضاربة بالبيضائع وفقا لتاريخ التسوية في 31 ديسمبر 2021	(24)
177	تحليل الموجودات والمطلوبات لمحفظة الراجحي للمضاربة بالبيضائع وفقا لتاريخ التسوية في 31 ديسمبر 2020	(25)
178	تحليل استثمارات محفظة الراجحي للمضاربة بالبيضائع على أساس نوع سعر العمولة	(26)
178	حساسية ربح وخسارة محفظة الراجحي للمضاربة بالبيضائع	(27)
179	العوائد التراكمية لمحفظة الراجحي للمضاربة بالبيضائع - بالريال السعودي	(28)
179	أداء محفظة الراجحي للمضاربة بالبيضائع مقارنة بالمؤشر الاسترشادي خلال الفترة 2010م - 2021م	(29)
181	محاظف النمو الاستثمارية والعائد المتوسط لها	(30)
181	مؤشرات الأداء لمحاظف النمو الاستثمارية محل الدراسة	(31)
183	توزيع الاستثمارات في محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي	(32)
184	أهم مميزات الاستثمار في محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي	(33)
185	الحد الأقصى لتعرض محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي لمخاطر الائتمان	(34)
186	الحد الأقصى لتعرض محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي لمخاطر السيولة	(35)
187	تحليل نسب صافي الدين المعدل لمحفظة مرابحات الأول بالريال السعودي	(36)
187	العائد التراكمي لمحفظة مرابحات الأول بالريال السعودي	(37)
188	أداء محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي مقارنة بالمؤشر الاسترشادي خلال الفترة 2010 - 2021م	(38)
190	توزيع الاستثمارات في محفظة الرياض للمتاجرة المتنوع بالريال	(39)
194	أهم مميزات الاستثمار في محفظة الرياض للمتاجرة المتنوع بالريال	(40)
195	الحد الأقصى للتعرض لمخاطر الائتمان لمحفظة الرياض للمتاجرة بالريال	(41)
196	الحد الأقصى لتعرض محفظة الرياض للمتاجرة بالريال لمخاطر السيولة في 31 ديسمبر 2020	(42)

196	الحد الأقصى لتعرض محافظة الرياض للمتاجرة بالريال لمخاطر السيولة في 31 ديسمبر 2021	(43)
197	تحليل الحساسية اتجاه تغير أسعار العملات الخاصة لمحافظة الرياض للمتاجرة بالريال	(44)
197	العائد التراكمي لمحافظة الرياض للمتاجرة بالريال	(45)
197	عوائد محافظة الرياض للمتاجرة بالريال مقارنة بالمؤشر الاسترشادي من 2010م إلى 2021م	(46)
199	محافظة النمو والدخل الاستثمارية والعائد المتوسط لها	(47)
199	مؤشرات الأداء لمحافظة النمو والدخل الاستثمارية محل الدراسة	(48)
201	توزيع الاستثمارات في محافظة يقين للمرابحة بالريال السعودي	(49)
203	أهم مميزات الاستثمار في محافظة يقين للمرابحة بالريال السعودي	(50)
204	الحد الأقصى لتعرض محافظة يقين للمرابحة بالريال السعودي لمخاطر الائتمان	(51)
204	تحليل الموجودات والمطلوبات المالية لمحافظة يقين للمرابحة بالريال السعودي	(52)
205	العائد التراكمي لمحافظة يقين للمرابحة بالريال السعودي	(53)
206	العائد السنوي لمحافظة يقين للمرابحة بالريال السعودي مقارنة بعائد المؤشر الاسترشادي خلال الفترة 2010-2021م	(54)
209	أهم مميزات الاستثمار في محافظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي	(55)
209	توزيع موجودات المحافظة على الفئات المختلفة	(56)
211	الحد الأقصى لتعرض الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي لمخاطر الائتمان	(57)
211	العائد المتوسط لمحافظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي والمؤشر الاسترشادي	(58)
212	عوائد محافظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي مقارنة بالمؤشر الاسترشادي خلال الفترة 2010م - 2021م	(59)
213	محافظة الدخل الاستثمارية والعائد المتوسط لها	(60)
214	مؤشرات الأداء لمحافظة الدخل الاستثمارية محل الدراسة	(61)

فهرس الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
(01)	أهداف إدارة المحفظة الاستثمارية	07
(02)	أنواع المحافظ الاستثمارية	14
(03)	خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية	16
(04)	أنواع الأسهم	23
(05)	أنواع السندات	29
(06)	مكونات السوق المحلي والدولي من الأدوات الاستثمارية	39
(07)	توقيت عمليات البيع والشراء	44
(08)	نمو أصول المصارف الإسلامية بين 2019 و 2020 في البلدان المختلفة	65
(09)	قيمة أصول الصيرفة الإسلامية والحصة السوقية حسب البلدان	65
(10)	تطور إصدار الصكوك العالمية حتى 2020	92
(11)	نمو الأصول تحت الإدارة وعدد الصناديق الاستثمارية الإسلامية	102
(12)	توزيع الصناديق الاستثمارية على مختلف البلدان في العالم	103
(13)	التنوع الساذج وعلاقته بالمخاطر	118
(14)	منحنى الحد الفعال	127
(15)	منحنيات السواء للعائد والخطر المتوقع	128
(16)	تحديد المحفظة الكفوة	129
(17)	اختيار المحفظة الكفوة وفقاً لنموذج توبين	129
(18)	إختيار المحفظة الكفوة وفقاً لنموذج شارب	130
(19)	خط سوق رأس المال CML	133
(20)	خط سوق الاستثمار SML	134
(21)	نموذج شارب لقياس أداء المحفظة الاستثمارية	142
(22)	الحصة السوقية حسب القطاعات في السوق المالية السعودية	154
(23)	تطور نشاط التداول في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2010-2021م	155
(24)	تطور القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2010-2021م	156
(25)	إحصائيات السوق حسب القطاعات لسنة 2021م	158

162	حركة المؤشر العام للسوق المالية السعودية (TASI) خلال الفترة 2010-2021م	(26)
166	توزيع الاستثمارات في محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية	(27)
170	العائد التراكمي لمحفظة المبارك للأسهم السعودية النقية	(28)
171	أداء محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية خلال الفترة 2010-2021م	(29)
172	توزيع الاستثمارات في محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع	(30)
179	العوائد التراكمية لمحفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع - بالريال السعودي	(31)
180	أداء محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع مقارنة بالمؤشر الاسترشادي خلال الفترة 2010م - 2021م	(32)
183	توزيع الاستثمارات في محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي	(33)
188	العائد التراكمي لمحفظة مرابحات الأول بالريال السعودي	(34)
189	أداء محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي مقارنة بالمؤشر الاسترشادي خلال الفترة 2010م - 2021م	(35)
191	توزيع الاستثمارات في محفظة الرياض للمتاجرة المتنوع بالريال	(36)
198	عوائد محفظة الرياض للمتاجرة بالريال مقارنة بالمؤشر الاسترشادي من 2010م إلى 2021م	(37)
201	توزيع الاستثمارات في محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي	(38)
206	العائد التراكمي لمحفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي	(39)
207	العائد السنوي لمحفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي مقارنة بعائد المؤشر الاسترشادي خلال الفترة 2010-2020م	(40)
212	العائد المتوسط لمحفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي والمؤشر الاسترشادي	(41)
213	عوائد محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي مقارنة بالمؤشر الاسترشادي خلال الفترة 2010م - 2021م	(42)

فهرس المحتويات

إهداء

شكر وتقدير

مقدمة

01	الفصل الأول: مدخل إلى المحافظ الاستثمارية.....
03	المبحث الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية.....
03	المطلب الأول: تعريف المحفظة الاستثمارية
04	المطلب الثاني: أهمية إدارة المحافظ الاستثمارية
05	المطلب الثالث: أهداف إدارة المحافظ الاستثمارية
08	المبحث الثاني: التطور المفاهيمي لفكر المحافظ الاستثمارية.....
08	المطلب الأول: نشأة وتطور المحافظ الاستثمارية.....
09	المطلب الثاني: أنواع المحافظ الاستثمارية.....
09	الفرع الأول: حسب معيار العائد والريح
10	الفرع الثاني: حسب معيار الملكية
12	الفرع الثالث: حسب نوع الأصول المملوكة
12	الفرع الرابع: حسب معيار المخاطرة
14	المطلب الثالث: بناء المحفظة الاستثمارية.....
15	الفرع الأول: مراحل بناء المحفظة الاستثمارية
16	الفرع الثاني: ضوابط بناء المحفظة الاستثمارية
17	المبحث الثالث: هيكلية المحفظة الاستثمارية واستراتيجياتها.....
17	المطلب الأول: مكونات المحفظة الاستثمارية.....
17	الفرع الأول: الأصول المادية
17	الفرع الثاني: الأصول مالية
39	المطلب الثاني: السياسات المتبعة في إدارة المحفظة الاستثمارية.....
40	الفرع الأول: سياسة المخاطر/السياسة الهجومية
40	الفرع الثاني: سياسة المحفظة الدفاعية/ المحافظة

41	الفرع الثالث: السياسة الهجومية الدفاعية/ السياسة المتوازنة
41.....	المطلب الثالث: قرارات إدارة المحفظة الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها
42	الفرع الأول: قرارات إدارة المحفظة الاستثمارية
45	الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في المحفظة الاستثمارية
	خلاصة الفصل الأول
48.....	الفصل الثاني: الإطار النظري للبنوك الإسلامية.....
50.....	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول البنوك الإسلامية.....
50.....	المطلب الأول: ماهية البنوك الإسلامية.....
50	الفرع الأول: تعريف البنوك الإسلامية
52	الفرع الثاني: خصائص البنوك الإسلامية
53	الفرع الثالث: أنواع البنوك الإسلامية
54.....	المطلب الثاني: أهمية البنوك الإسلامية وأهدافها.....
55	الفرع الأول: أهمية البنوك الإسلامية
56	الفرع الثاني: أهداف البنوك الإسلامية
57.....	المطلب الثالث: مسيرة وتطور البنوك الإسلامية.....
58	الفرع الأول: نشأة الصيرفة الإسلامية
59	الفرع الثاني: تطور البنوك الإسلامية في العصر الحديث
62	الفرع الثالث: انتشار البنوك المصارف الإسلامية عبر العالم
63.....	المبحث الثاني: واقع البنوك الإسلامية في الإقتصاد المعاصر.....
64.....	المطلب الأول: واقع البنوك الإسلامية.....
65	الفرع الأول: لمحة على حاضر الصيرفة الإسلامية
66	الفرع الثاني: الخدمات التي تقدمها البنوك الإسلامية
68.....	المطلب الثاني: مصادر الأموال واستخداماتها في البنوك الإسلامية.....
69	الفرع الأول: مصادر الأموال لدى البنوك الإسلامية
70	الفرع الثاني: إستخدام/ توظيف الأموال لدى البنوك الإسلامية
72.....	المطلب الثالث: العلاقة بين البنوك الإسلامية والبنوك التقليدية.....
73	الفرع الأول: التعامل بين البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية

74	الفرع الثاني: مزايا تعامل/احتكاك المصارف الاسلامية بالبنوك التقليدية
75.....	المبحث الثالث: الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في السوق المالي
75.....	المطلب الأول: الأدوات المالية التقليدية في الاقتصاد الإسلامي
75	الفرع الأول: الأسهم والسندات في الاقتصاد الإسلامي
77	الفرع الثاني: التعامل بالمشقات المالية في الاقتصاد الإسلامي
81.....	المطلب الثاني: الصكوك الاستثمارية
81	الفرع الأول: ماهية الصكوك الإسلامية
83	الفرع الثاني: الفرق بين الصكوك والأدوات المالية الأخرى
85	الفرع الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية وأهميتها
90	الفرع الرابع: تطور صناعة الصكوك على المستوى العالمي
92.....	المطلب الثالث: صناديق الاستثمار الإسلامية
93	الفرع الأول: ماهية الصناديق الاستثمارية
98	الفرع الثاني: هيئات الرقابة الشرعية على صناديق الاستثمار الإسلامية
101	الفرع الثالث: نمو وتطور صناديق الاستثمار الإسلامية
	خلاصة الفصل الثاني
105.....	الفصل الثالث: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى
107.....	المبحث الأول: مقومات بناء المحفظة الاستثمارية
107.....	المطلب الأول: العائد
107	الفرع الأول: أشكال عوائد الاستثمار
108	الفرع الثاني: أنواع العائد على الاستثمار
110	الفرع الثالث: العائد المتوقع من محفظة الاستثمار
110.....	المطلب الثاني: المخاطرة
111	الفرع الأول: تصنيف المخاطر
114	الفرع الثاني: نماذج قياس المخاطر
115	الفرع الثالث: خطر المحفظة الإستثمارية
116.....	المطلب الثالث: التنوع
117	الفرع الأول: مفهوم التنوع

117	الفرع الثاني: استراتيجيات التنويع
121	المبحث الثاني: إدارة المخاطر المصرفية.....
121	المطلب الأول: مفهوم إدارة المخاطر وأهميتها
121	الفرع الأول: مفهوم إدارة المخاطر
122	الفرع الثاني: أهمية إدارة المخاطر
122	المطلب الثاني: أسباب التوجه لدراسة إدارة المخاطر.....
123	المطلب الثالث: سياسات إدارة المخاطر.....
125	المبحث الثالث: بناء المحفظة الاستثمارية واختيار المحفظة المثلى
125	المطلب الأول: المحفظة الاستثمارية المثلى
126	المطلب الثاني: نماذج بناء المحفظة الاستثمارية المثلى.....
127	الفرع الأول: نموذج ماكويتر لاختيار المحفظة المثلى
129	الفرع الثاني: نموذج توبين لاختيار المحفظة الكفوة
130	الفرع الثالث: نموذج شارب لاختيار المحفظة المثلى
131	المطلب الثالث: نماذج إدارة المحفظة الإستثمارية
132	الفرع الأول: نموذج شارب البسيط
133	الفرع الثاني: نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية
135	الفرع الثالث: نموذج التسعير المرجح APT
136	المبحث الرابع: تقييم أداء إدارة المحفظة الاستثمارية
136	المطلب الأول: إدارة المحفظة الاستثمارية.....
137	الفرع الأول: أشكال إدارة المحفظة الاستثمارية
138	الفرع الثاني: مهام إدارة المحفظة الاستثمارية
138	الفرع الثالث: العوامل المؤثرة في إدارة المحافظ الاستثمارية
140	المطلب الثاني: تقييم أداء مدير المحفظة الاستثمارية.....
140	الفرع الأول: مبادئ تقييم أداء المحفظة
140	الفرع الثاني: تصنيف أداء مدير المحفظة
141	المطلب الثالث: مقاييس أداء المحافظ الاستثمارية
141	الفرع الأول: الأسلوب البسيط

141	الفرع الثاني: الأسلوب العلمي أو المزدوج
	خلاصة الفصل الثالث
147.....	الفصل الرابع: دراسة حالة عينة من المحافظ الاستثمارية في السوق المالي السعودي
149.....	المبحث الأول: نظرة على سوق الأوراق المالية السعودي
149.....	المطلب الأول: ماهية السوق المالي السعودي
149	الفرع الأول: نشأة السوق المالية السعودية
151	الفرع الثاني: خصائص السوق المالية السعودية
152	الفرع الثالث: أهداف ووظائف السوق المالية السعودية
152.....	المطلب الثاني: نشاط السوق المالية السعودية
152	الفرع الأول: الشركات المُدرجة في السوق المالي السعودي
154	الفرع الثاني: حجم التداول للسوق
155	الفرع الثالث: القيمة السوقية للأسهم المصدرة
157	الفرع الرابع: المؤشرات القطاعية للسوق
159	الفرع الخامس: المؤشر العام للسوق المالية
162.....	المبحث الثاني: المحافظ الاستثمارية محل الدراسة
164.....	المطلب الأول: محافظ النمو محل الدراسة
164	الفرع الأول: إدارة محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية
171	الفرع الثاني: محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع
181	الفرع الثالث: مقارنة بين محفظة المبارك ومحفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع - بالريال السعودي من حيث الأداء
182.....	المطلب الثاني: المحافظ المختلطة محل الدراسة
182	الفرع الأول: إدارة محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي
189	الفرع الثاني: إدارة محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال
199	الفرع الثالث: مقارنة بين محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي ومحفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال من حيث الأداء
200.....	المطلب الثالث: محافظ الدخل محل الدراسة
200	الفرع الأول: إدارة محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي
207	الفرع الثاني: محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي

الفرع الثالث: المقارنة بين محافظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي ومحافظة يقين للمرابحة بالريال

السعودي من حيث الأداء 213

خلاصة الفصل الرابع

خاتمة 216

فهرس المراجع والمصادر..... 222

فهرس الجداول 234

فهرس الأشكال 237

فهرس المحتويات 239

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على كيفية إدارة المحافظ الاستثمارية في البنوك الإسلامية بما يحقق أقصى أداء ممكن لها؛ وقد تكوّنت عينة الدراسة من 6 محافظ استثمارية، تابعة لـ 6 مصارف إسلامية نشطة على مستوى السوق المالي السعودي؛ والتي اختيرت على أساس العائد والمخاطر، وتمّ تحليل تطوّر أداء هذه المحافظ طوال فترة الدراسة ثمّ المُقارنة بين كل محفظتين على حِدا، حيث توصلت الدراسة إلى أنّه باستخدام الأسلوب البسيط فإنّ محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية أفضل أداءً من محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع- بالريال السعودي، ونفس الشيء بالنسبة لمؤشري شارب وترينور، أما باستخدام مقياس جونسون/ ألفا فقد حققت محفظة الراجحي للمضاربة بالبضائع- بالريال السعودي الصدارة تليها محفظة المبارك للأسهم السعودية النقية؛ كما وجدنا أنّ محفظة مرابحات الأول بالريال السعودي أفضل أداءً من محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال باستخدام الأسلوب البسيط ومؤشر شارب، ونلاحظ أنّ هناك تبادلاً للمراكز باستخدام أسلوب ترينور ومقياس جونسون/ ألفا فقد حققت محفظة الرياض للمتاجرة المتنوعة بالريال الصدارة مقابل محفظة مرابحات بالريال السعودي؛ وباستخدام الأسلوب البسيط، نجد أنّ محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي أفضل أداءً من محفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي، كما أنّ أفضل محفظة استثمارية بناءً على مؤشر شارب وأسلوب ترينور هي محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي متبوعة بمحفظة الأهلي للمتاجرة بالريال السعودي، غير أنه باستخدام مقياس جونسون/ ألفا فمحفظة الأهلي للمتاجرة بالريال هي الأفضل أداءً على حساب محفظة يقين للمرابحة بالريال السعودي.

الكلمات المفتاحية: المحفظة الاستثمارية، البنوك الإسلامية، العائد، الخطر، التنوع

Summary:

This study aims to shed light on how to manage investment portfolios efficiently and effectively, and to identify ways to manage the investment portfolio in Islamic banks in order to achieve the maximum possible performance for it; The study sample consisted of 6 investment portfolios belonging to 6 active Islamic banks in the Saudi financial market. Which were chosen on the basis of return and risk, and the evolution of the performance of these portfolios was analyzed throughout the study period, and then compared between each two portfolios separately. The thing is for the Sharpe and Trenor indices. As for using the Johnson/Alpha scale, Al-Rajhi's portfolio of speculative commodities - in Saudi riyals achieved the lead, followed by Al-Mubarak's portfolio of pure Saudi stocks. We also found that the first Murabaha portfolio in Saudi riyals performed better than the Riyadh portfolio for diversified trading in riyals using the simple method and the Sharpe index, and we note that there is an exchange of positions using the Trenor method and the Johnson/Alpha scale. By using the simple method, we find that the Yaqeen portfolio for Murabaha in Saudi riyals is a better performer than the Al-Ahly portfolio for trading in Saudi riyals, and the best investment portfolio based on the Sharpe index and the Trenor method is the Yaqeen portfolio for Murabaha in Saudi riyals followed by the Al-Ahly portfolio for trading in Saudi riyals, except that it is using the Johnson / Johnson scale Alfa, AlAhly's riyal trading portfolio is the best performer over the Yaqeen Murabaha portfolio account in Saudi riyals.

Key words: Investment Portfolio, Islamic Banks, Return, Risk, Diversification