

دراسة قياسية لتأثير أسعار وحدات صناديق الراجحي للأسهم المحلية على أسعار أسهم مصرف الراجحي خلال الستة أشهر الأولى من سنة 2016

صبرينة عتروس * حدة رايس

جامعة محمد خيضر بسكرة - الجزائر

Econometric study of the impact of the prices of Al Rajhi funds for local shares on the prices of Al Rajhi Bank During the first six months of 2016

Sabrina Atrous & Hada Rais

University of Biskra –Algeria

تاريخ الاستلام: 2018/11/25 تاريخ القبول: 2019/09/15 تاريخ النشر: 2019/12/31

ملخص:

هدفنا من خلال هذه الورقة البحثية إلى دراسة تأثير أسعار عينة من الصناديق الاستثمارية الإسلامية والمتمثلة في صناديق الراجحي للأسهم المحلية المدرجة في سوق الأسهم السعودي والمؤسسة حتى نهاية سنة 2016 على أسعار أسهم مصرف الراجحي وذلك خلال الفترة من 2016/01/31 إلى غاية 2016/06/30، ولقد توصلنا إلى بناء عدة نماذج قياسية باستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط وبالاستعانة ببرنامج 8 Eviews، واتضح أن هناك تأثير لسعر وحدة كل صندوق على سعر سهم المصرف ودرجات التأثير تختلف من صندوق لآخر، إلا أننا لاحظنا أن جميعها كانت ايجابية وهذا ما يعكس الدور الإيجابي الذي تؤديه الصناديق الاستثمارية الإسلامية محل الدراسة على أداء المصرف الإسلامي التابعة له.

الكلمات المفتاحية: صناديق الاستثمار الإسلامية؛ صناديق الأسهم المحلية؛ مصرف الراجحي.

الترميز الاقتصادي (JEL): C5;C18;G17;G21;G23;G24

Abstract:

We aim form this paper to study the impact of the prices of a sample of Islamic investment funds represented in Al Rajhi local equity funds included in the Saudi stock market which is established until the end of 2016 on Al Rajhi Bank stock prices during the period from 31/01/2016 to 30/ 06/2016, we have reached the construction of several econometrics models using the simple linear regression and the Eviews 8 program, and we found that the fund's unit price affects the bank's share price, and the degree of the impact varies from one fund to another but we have noted that all of them have been positive and this reflects the positive role that Islamic investment funds are playing in this study on the performance of its Islamic bank.

Keywords: Islamic Investment Funds ; Local Equity Funds; Al Rajhi Bank;

Jel Classification Codes: C5;C18;G17;G21;G23;G24

1. تمهيد:

من بين منتجات الهندسة المالية الإسلامية وتطبيقات الابتكار المالي الحديثة التي لاقت قبولا كبيرا خصوصا من صغار المستثمرين نجد صناديق الاستثمار الإسلامية التي تعتبر في الوقت الحاضر من أحدث وأهم صيغ تعبئة المدخرات وتجميعها - حتى وإن كانت رؤوس أموال صغيرة- وتوجيهها نحو التوظيف المناسب وكذا واحدة من أبرز الابتكارات التمويلية التي عرفت تطورا ملحوظا في مختلف دول العالم، ويرجع ذلك إلى الفرص الاستثمارية التي تقدمها وكذا إلى اعتمادها على مجموعة من الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التي تلبى رغبات وتفضيلات المستثمرين (مسلمين كانوا أو غير مسلمين)، لذلك فقد شهدت الفترة الأخيرة اهتماما وإقبالا واسعين من قبل المصارف الإسلامية وحتى غير الإسلامية (سواء في الدول العربية أو الغربية) بتأسيس هذا النوع من الصناديق الاستثمارية نظرا للمميزات والخصائص التي تتمتع بها والتي توفرها للأطراف التي تتعامل معها.

1. إشكالية الدراسة: ارتباطا بما سبق تحاول هذه الورقة البحثية دراسة تأثير بعض متغيرات الصناديق الاستثمارية الإسلامية العاملة بالمملكة العربية السعودية على بعض متغيرات المصارف الإسلامية السعودية (التابعة لها) باعتبار أن هذه الأخيرة أي المملكة العربية السعودية تعتبر من الدول العربية الأولى التي تبنت فكرة الصناديق الاستثمارية الإسلامية وعملت بها، لذلك فقد وقع اختيارنا على صناديق الأسهم المحلية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية التابعة لمصرف الراجحي الذي يعتبر أحد أكبر وأهم المصارف الإسلامية العاملة بالمملكة، وعليه فتمحورت هذه الدراسة حول الإجابة على السؤال الرئيسي التالي:

كيف تؤثر أسعار وحدات صناديق الراجحي للأسهم المحلية على أسعار أسهم مصرف الراجحي؟

2. فرضيات الدراسة:

في ضوء استعراض إشكالية الدراسة، قمنا بوضع الفرضيتين التاليتين:

- ♦ تقوم الصناديق الاستثمارية الإسلامية بدور هام في مجال تعبئة المدخرات وإدارتها وفقا لاستراتيجيات وأهداف محددة محققة بذلك جملة من المزايا الاقتصادية تعود على الجهات التي تتعامل معها؛
- ♦ هناك علاقات ذات دلالة إحصائية تثبت تأثير أسعار وحدات صناديق الراجحي للأسهم المحلية على أسعار مصرف الراجحي.

3. أهمية الدراسة:

بالرغم من النمو الذي شهدته الصناديق الاستثمارية الإسلامية على الصعيد الكمي و النجاح الذي حققته على الصعيد العالمي، إلا أن تقييم أداء الدور الذي تؤديه هذه الأخيرة اتجاه المصارف الإسلامية لا يزال من ضروريات البحث العلمي في هذا المجال ومن هنا جاءت أهمية هذه الدراسة التي تسعى إلى معرفة تأثير بعض متغيرات صناديق الأسهم السعودية على بعض متغيرات المصارف السعودية التابعة لها بهدف معرفة الدور الذي تؤديه هذه الصناديق الاستثمارية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية المؤسسة لها هذا من جهة، ومن جهة أخرى لتسهم نتائج هذه الدراسة أيضا بشكل عام في تعظيم الإيجابيات وتصويب السلبيات أو التقليل من آثارها.

4. الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات التي تطرقت إلى موضوع الصناديق الاستثمارية الإسلامية من أهمها:

1.4. دراسة صلاح الدين شريط (2012): حول "دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية" مع إمكانية تطبيقها على الجزائر"، وقد خلصت الدراسة إلى أن الصناديق الاستثمارية أضحت الرافد الحديث لسوق المال ويمكن من خلالها خلق الفجوة الكبيرة بين السوق النقدي وسوق رأس المال في الجزائر وذلك بتحريك البورصة الجزائرية من جهة وإخراج قطاع البنوك من العمل المصرفي التقليدي إلى دور أوسع وأكثر شمولاً بواكب التغيرات.

2.4. دراسة حسن بن غالب (2010): قام الباحث بدراسة نظرية وافية حول الصناديق الاستثمارية لمعرفة حقيقتها وأنواعها وحكم كل نوع منها، وقد توصل إلى مجموعة من الضوابط الشرعية التي يجب توفرها في الصناديق الاستثمارية المباحة شرعاً أي المتوافقة مع الشريعة الإسلامية وقام بتطبيق هذه الضوابط الشرعية على أهم وأشهر الصناديق الاستثمارية في بنوك المملكة العربية السعودية وتوصل إلى الحكم الشرعي لها؛

3.4. دراسة حيدر يونس كاظم الموسوي (2009): قام من خلالها بدراسة علاقة البنوك الإسلامية بالسوق المالي الإسلامي وتوصل إلى أن: هناك أدوات مالية جديدة أوجدتها المصارف الإسلامية متفقة مع أحكام الشريعة الإسلامية مثل الشهادات أو الصكوك بأنواعها كافة والتي تمثل قيمة مضافة إلى مصادر التمويل الإسلامية وبإمكانها سد الفراغ الاستثماري الذي تتركه السندات المحرمة شرعاً، كما أن إنشاء أسواق مالية إسلامية الحل الأفضل والبديل الأمثل لاستثمار رؤوس الأموال وتداولها وفي مختلف صيغ الاستثمار التي تقررها وتجزئها الشرعة الإسلامية كما يعد تفعيل صيغ الاستثمار الإسلامي في السوق المالي الإسلامي أكثر فعالية مقارنة بتفعيلها في السوق المالي التقليدي.

أما عن دراستنا فقد حاولنا من خلالها الإحاطة بالموضوع أكثر من خلال الجوانب التالية والتي نرى قلة الدراسات فيها:

- ♦ إيجاد علاقة كمية تربط بين أداء المصارف الإسلامية والصناديق الاستثمارية الإسلامية التي أنشأت من قبل الشركات الاستثمارية التابعة لهذه المصارف؛
- ♦ محاولة بناء نماذج قياسية توضح درجة تأثير بعض متغيرات صناديق الاستثمار الإسلامية العاملة بالمملكة العربية السعودية على بعض متغيرات المصارف الإسلامية السعودية المؤسسة لها والمتمثلة في دراسة تأثير أسعار وحدات صناديق الراجحي للأسهم المحلية على أسعار أسهم مصرف الراجحي.

5. الإطار النظري للدراسة:

1.5. نشأة وتعريف الصناديق الاستثمارية الإسلامية:

لقد كان ظهور الصناديق الاستثمارية الإسلامية بعد نشأة المصارف الإسلامية ذاتها، وإذا كانت المصرفية الإسلامية حديثة العهد فإن صناديق الاستثمار الإسلامية أكثر حداثة، والصناديق الاستثمارية الإسلامية كغيرها من بعض المنتجات والخدمات المالية الإسلامية المعروفة جاءت بشكلها التنظيمي والفني للمالية الإسلامية من الغرب محملة بالربا وغيره من المحرمات في الفقه الإسلامي ثم أخذ الباحثون والفقهاء يحذفون من هذه الصناديق ويضيفون عليها ما يجعلها في المحصلة متوافقة مع المعايير الشرعية المعتمدة (الشريف، 2014، ص 6)، وبالتالي فقد كانت

نشأة الصناديق الاستثمارية الإسلامية بمعناها الحديث داخل المصارف التقليدية وقد كان تاريخ 1986م تاريخ إنشاء أول صندوق استثماري إسلامي في الولايات المتحدة الأمريكية تحت اسم "صندوق أمانة للاستثمار التعاوني"، ثم انتقلت الفكرة إلى البلدان العربية أين تزايد طلب الكثير من المسلمين على هذا النوع من الصناديق وذلك خوفاً من الوقوع في المحظورات الشرعية الأمر الذي دفع المصارف التقليدية إلى إنشاء مثل هذه الصناديق لاستقطاب تلك الأموال (بن الضيف، 2017، ص 337)، وفي مقدمة هذه الدول الإسلامية المملكة العربية السعودية حيث تعتبر الدولة العربية الأولى والسابقة في خوض هذه التجربة حين أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" سنة 1979 م في حين صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في المملكة في بداية عام 1993م، ثم استمرت المصارف السعودية في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية بمختلف أنواعها نتيجة لنجاح هذه التجربة، ومن ثم انتقلت هذه التجربة إلى مختلف الدول العربية الأخرى كالجربين، الكويت، الإمارات العربية المتحدة، وغيرها من الدول، ولذا نجد العديد من الباحثين في الصناديق الاستثمارية الإسلامية يأخذون تعريف الصناديق التقليدية ويضيفون عليها قيد "مع الالتزام بالأحكام الشرعية" (الشريف، 2014، ص 6).

فالصناديق الاستثمارية تعرف على أنها: أوعية استثمارية تقوم بجمع رؤوس أموال مجموعة من المستثمرين وتديرها وفقاً لإستراتيجية وأهداف استثمارية محددة يضعها مدير الصندوق لتحقيق مزايا استثمارية لا يمكن للمستثمر الفرد تحقيقها بشكل منفرد في ظل محدودية موارده المتاحة (http://www.cma.org.sa/Ar/awareness/Pages/IFs.aspx) أما صناديق الاستثمار الإسلامية فهي تلك التي يلتزم المدير فيها بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات فيها وبخاصة فيما يتعلق بتحريم الفائدة المصرفية (الكايد، 2010، ص 250)؛ والجدير بالملاحظة أن صناديق الاستثمار الإسلامية ليست مجرد وسيط مالي كما هو الحال في صناديق الاستثمار التي تنشأ شركات الاستثمار والمصارف التجارية التقليدية وشركات التأمين، بل إن هذه الصناديق بالإضافة إلى ذلك تعتمد على منهج الاستثمار الإسلامي الذي يمزج بين رأس المال والعمل (بن أحمد الحسيني، 1999، ص 21) إضافة إلى أنها تتميز بالعديد من المزايا أبرزها (مبروك، 2007، ص 212):

- ◆ تحمل أرباب الأموال لمخاطر العمل الاستثماري مباشرة؛
- ◆ سهولة إنشائها بالمقارنة مع إنشاء مصرف إسلامي؛
- ◆ رفع بلوى الربا وكذا منع الخلط بين أموال المصرف وأموال الصندوق الذي يتخوف منه الكثير من المدخرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم بطريقة شرعية؛
- ◆ تحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين؛
- ◆ تسويق صناديق الاستثمار الإسلامية وإدارتها لا يقتصر على المصارف الإسلامية بل إن أكثر الصناديق الإسلامية يسوقها ويديرها المصارف التقليدية وتمثل هذه الصناديق أحد أهم الوسائل لدخول هذه المصارف في سوق الخدمات المصرفية الإسلامية دون الحاجة إلى تغيير هيكلها الإداري أو نظام عملها (الكايد، 2010، ص 251)، والشكل رقم (1) يوضح نمو وتطور صناعة الصناديق الاستثمارية الإسلامية عالمياً حسب تقرير الصناديق والاستثمارات الإسلامية لعام 2011 م، وحسب ما نشرته "تومسون رويترز" المزود العالمي للمعلومات الذكية للشركات والمحترفين في نتائج تقريرها الثاني عن الآفاق العالمية لإدارة الأصول الإسلامية لعام 2015

م وذلك خلال المؤتمر العالمي لصناديق الاستثمار الإسلامية في البحرين أنه يتوقع وصول أو نمو حجم الصناديق الاستثمارية الإسلامية المدارة إلى 77 مليار دولار بحلول 2019 م (<http://www.ammanxchange.com/art.php>)، أما من حيث تركيز أصول هذه الصناديق من الناحية الجغرافية فقد احتلت المملكة العربية السعودية الصدارة حسب ما جاء في تقرير مجلس الخدمات المالية الإسلامية لسنة 2015 م، حيث استحوذت على نسبة 40% من إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية بنهاية عام 2014 م متفوقة بذلك ماليزيا التي بلغت 25% (Islamic Financial Services Board (IFSB), 2015, p23) كما هو موضح في الشكل رقم (2)، أما خارج هذين الدولتين فإن الصناديق الاستثمارية الإسلامية مازالت تعمل في ظل أطر تنظيمية غير داعمة في مجملها وتعاني من افتقاد الدعم الحكومي وغياب مجالات واضحة للاستثمار وفقا للشريعة (<http://www.ammanxchange.com/art.php>).

2.5. أهمية الصناديق الاستثمارية الإسلامية:

يمكن توضيح أهمية الصناديق الاستثمارية في النظام الاقتصادي الإسلامي في النقاط التالية (يحيات، 2014، ص 29)/(القرى، الصناديق الاستثمارية الإسلامية. <http://www.beltagi.com>):

- ◆ تدعيم النشاط الاستثماري للمصارف الإسلامية ذلك أن أساس ظهور الصناديق الاستثمارية وانتشارها هو نفسه المنطق المعتمد في عمل نموذج المصرف الإسلامي الذي يعتمد في جانب الخصوم على عقد المضاربة؛
- ◆ إنشاء الصناديق الاستثمارية الإسلامية هو أمر ممكن في ظل وجود القوانين المنظمة لهذه الصناديق مقارنة بإنشاء مصرف إسلامي في أي مكان في العالم الذي يحتاج إلى سن قوانين جديدة (هذا في حالة عدم وجود قوانين)، لذلك فاهمية هذه الصناديق تظهر من خلال تلبية تفضيلات ورغبات مجتمعاتنا الإسلامية (في أي بلد) في الاستثمار بطرق شرعية بعيدة عن شبهة الربا خصوصا وأن الصناديق التقليدية قد أصبحت من أهم الأساليب الاستثمارية وأكثرها جاذبية واستقطابا في عصرنا الحالي، وبالتالي فإنشاء الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الأحكام الشرعية (سواء في البلدان العربية أم الغربية) والتي تمثل البديل الشرعي للصناديق التقليدية قد يعيد الموازين من جديد حتى لا ترجح كل الكفة إلى الصناعة المالية التقليدية؛
- ◆ المساهمة في نقل الرساميل بين المجتمعات الإسلامية، وذلك من شأنه أن يوقف استنزاف الأموال من الدول العربية والإسلامية إلى الدول الغير إسلامية وكذا يزيد من فرص التنمية والنهوض الاقتصادي والاجتماعي في المجتمعات الإسلامية؛ فلو أن هذه الأموال التي تقدر بالمليارات من الدولارات التي تودع وتستثمر في الدول الغربية لو أعيد توظيفها واستثمارها في الدول الإسلامية فسوف تعود عليهم بمثل ما تعود به الآن على الدول الغربية من تقدم وقوة ورغد في العيش (أبو أحمد، 2013، ص 287)؛
- ◆ المساهمة في نشر الوعي الاستثماري الإسلامي في المجتمعات الإسلامية والمجتمعات الغربية على حد سواء من خلال ممارستها (أي الصناديق الاستثمارية الإسلامية) اللاربوية ومعاملاتها المنضبطة شرعا، وبالتالي قد تساهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية وتوطينها، الأمر الذي قد يساهم بالنهوض بالاقتصاد الوطني؛
- ◆ تحد هذه الصناديق من ظاهرة اكتناز الأموال وتعطيلها عن القيام بدورها في التنمية الاقتصادية من خلال استقطاب المدخرات وتمييتها وفي ذلك تحقيق لإحدى المقاصد الشرعية للاستثمار؛

♦ جذب رؤوس الأموال الأجنبية وتوطينها الأمر الذي يساهم في زيادة الانفتاح الاقتصادي الدولي والنهوض بالاقتصاد الوطني ككل.

3.5. أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية:

تتعدد أنواع الصناديق الاستثمارية الإسلامية بتعدد رغبات و تفضيلات المستثمرين كما هو الحال في الصناديق الاستثمارية التقليدية، وفيما يلي عرض لأهم وأشهر هذه الأنواع التي تندرج ضمن أهم التصنيفات أو التقسيمات الأكثر تداولاً في الأوساط المالية:

4.5. تصنيف الصناديق الاستثمارية الإسلامية من حيث تداول وثائقها:

ووفق هذا التصنيف نجد (بن أحمد الحسيني، 1999، ص ص 25-26):

1.4.5. صناديق الاستثمار المغلقة: هي التي يتحدد فيها عند تأسيسها مدتها وغرضها وحجم رأسمالها، بحيث يبقى ثابتاً دون زيادة أو نقصان ويقسم إلى صكوك المضاربة (وحدات) متساوية وتطرح للجمهور (المستثمرين) للاشتراك فيه ويقفل الاشتراك بنفاد هذه الصكوك، ولا تتعهد إدارة هذه الصناديق في الغالب بإعادة شراء هذه الصكوك إذا رغب أحد مالكيها بالانسحاب من المشاركة، وإنما تقوم عادة بتكوين سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك بين العملاء، وبالتالي تتحقق للمشاركين فرص الدخول والخروج من الصندوق الذي تحكمه ظروف العرض والطلب على هذه الصكوك، كما وتتم التصفية وتوزيع الأرباح حسب الشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار؛

2.4.5. صناديق الاستثمار المفتوحة: وهي التي لا تتحدد لها مدة زمنية معينة ولا يتحدد فيها مقدار رأس المال، وإنما يتم تحديد سعر صكوكها من قبل إدارة الصندوق المصدرة لها عند بدء الاشتراك فيها، وتظل الفرصة مهيأة للجمهور ومفتوحة للحصول على صكوك جديدة، كما تتعهد إدارة الصندوق بإعادة شراء هذه الصكوك إذا رغب أحد مالكيها في التخلص منها جزئياً أو كلياً وفق إجراءات تحددها نشرة الإصدار، أما الأرباح فتوزع حسب الشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار.

5.5. تصنيف الصناديق الاستثمارية من حيث نوع الاستثمار:

ووفق هذا التصنيف نجد:

1.5.5. صناديق الأسهم الإسلامية: هي صناديق تستثمر بصفة أساسية في الأسهم (بيعا وشراء) التي تكون متوافقة مع الأحكام والضوابط الشرعية وتحقق أهداف الصندوق، بحيث تعتبر صناديق الأسهم قديمة تعود إلى العشرينيات من هذا القرن إلا أن صناديق الأسهم الإسلامية فإنها لا تعود لأكثر من خمس سنوات وإن كانت المحاولات والتجارب في هذا المجال تعود إلى أكثر من ذلك (عرفة، 2009، ص 128)، فظهور صناديق الأسهم الإسلامية كان استجابة لرغبات ذوي الالتزام من المسلمين الذين يحرصون على الدخل المباح (الكايد، 2010، ص 252)، أما عن الضوابط الشرعية للاستثمار في صناديق الأسهم فهي مقتبسة من الضوابط الشرعية للاستثمار في الأسهم ويمكن أن نذكر بعضها فيما يلي:

♦ لا يجوز الاستثمار في أسهم الشركات التي يكون مجال نشاطها الرئيسي غير مباح كإنتاج وتوزيع الخمر...، (عبد العزيز النفيسة، 2010، ص 167) ذلك أن السهم هو حصة في رأسمال الشركة يستثمر لأجل الربح فلا بد أن تكون الأصول والموجودات المتمثل فيها تنتج الطيبات والمنافع فسواء كانت الأسهم تجارية أم صناعية أم

زراعية هي حلال يجوز تداولها وجني أرباحها لأنها تقوم على الحلال الطيب ولا تصدم بأي مبدأ إسلامي (بسيوني، 2007، ص ص 86-87).

♦ أن لا يمارس مدير الصندوق بيع وشراء الأسهم (الاستثمار في الأسهم) بأي أداة من الأدوات الاستثمارية التالية: عقود المستقبلات، الأسهم الممتازة وما إلى ذلك من العمليات الغير جائزة للتعامل شرعا (عبد العزيز النفيسة، 2010، ص 169).

ومن ناحية أخرى فتوزيع أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية كما جاء في التقرير السنوي لمجلس الخدمات المالية الإسلامية لسنة 2015 م يؤكد أن تركيز أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية عالميا كان على الأسهم وذلك بنسبة 38% من إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية في مختلف أنحاء العالم بالمقارنة مع الأصول الأخرى (عقارات، سلع،) والشكل رقم (3) يوضح ذلك، مما يعكس ميل المستثمرين للاستثمار في الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مقارنة بالأصول الأخرى.

2.5.5. صناديق السلع الإسلامية: هي أحد أهم أنواع صناديق الاستثمار الحقيقي، بحيث يكون نشاط هذه الصناديق الأساسي شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، كما يمكن أن تعمل بصيغة المربحة أو السلم أو الإجارة وكل تلك صيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع الدولية (الكايد، 2010، ص 254)، هذه الأخيرة التي تشهد تطورا سريعا خصوصا مع توافر الخبرات والكفاءات التي تقوم بإدارة هذا النوع من الصناديق وكذا حاجة المتعاملين فيها إلى تمويل المخزون (سمحان وآخرون، 2012، ص 232)، ولصناديق الاستثمار في السلع الإسلامية ضوابط من أبرزها أن تكون عمليات الشراء حقيقية لا صورية فيقع التعاقد بالبيع على سلعة موجودة فعلا وهو ما تثبته شهادات المخزن وبذلك يتحقق للطرفين القبض الذي هو أساس صحة البيع بشروطه، كما وأن يقتصر الاستثمار في صناديق السلع على السلع المباحة وتلك التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل (عرفة، 2009، ص 135).

ويمكن أن نميز عدة أنواع لصناديق السلع الإسلامية بما أنها يمكن أن تعمل بعدة صيغ شرعية، وأشهر هذه الأنواع نجد (أبو بكر، 2005، ص ص 17-19): **صناديق المربحة، صناديق السلم، صناديق التأجير.**

3.5.5. الصناديق الاستثمارية لبيع وشراء العملات: هي صناديق أنشئت مؤخرا من قبل المصارف والشركات الاستثمارية المتخصصة في بيع وشراء العملات، حيث تهدف من ورائها إلى الحصول على الربح الناجم عن ارتفاع أسعار العملة أو انخفاضها، لكن عند المتاجرة بالعملة فإنه ينبغي تطبيق شروط الصرف حال بيعها وشراؤها حتى تكون متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية (العاني، 2010، ص 155).

II- الطريقة والأدوات:

1- مصرف الراجحي للصناديق الاستثمارية الإسلامية:

بما أن المملكة العربية السعودية احتلت الصدارة من خلال أسبقيتها في تبني فكرة الصناديق الاستثمارية الإسلامية وأيضا من خلال التركيز الجغرافي في أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية عالميا في السنوات الأخيرة من جهة، و بالنظر إلى ميول المستثمرين بدرجة كبيرة إلى الصناديق التي تستثمر في الأسهم من جهة أخرى أردنا معرفة مدى تأثير صناديق الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية العاملة بالمملكة العربية السعودية على المصارف الإسلامية التابعة لها، ومن أجل تحقيق ذلك قمنا باختيار صناديق الراجحي للأسهم المحلية كعينة لدراسة مدى تأثيرها على

مصرف الراجحي التابعة له، ولقد وقع اختيارنا على مصرف الراجحي لأنه يعتبر أحد أكبر وأهم المصارف الإسلامية العاملة بالمملكة لما له دور أساسي في سد الفجوة بين متطلبات المصرفية الحديثة والقيم الجوهرية للشريعة الإسلامية مشكلا بذلك معايير صناعية وتنموية يحتذى بها أردنا، حيث قمنا بالتطرق إلى النقاط البحثية الموالية:

1.1. تقديم عام حول مصرف الراجحي:

بدأ مصرف الراجحي أحد أكبر المصارف الإسلامية في العالم نشاطه عام 1957 م، ويتمتع هذا المصرف بخبرة تمتد لأكثر من 58 عاما في مجال الأعمال المصرفية والأنشطة التجارية ومقره الرياض بالمملكة العربية السعودية، كما يتمتع بمركز مالي قوي وهو يدير أصولا بقيمة 307 مليار ريال سعودي أي ما يعادل 80 مليار دولار أمريكي أي بحصة سوقية بلغت 61% من إجمالي أصول المصارف الإسلامية في المملكة، أما عن رأسماله فقد بلغ 16.25 مليار ريال سعودي (4.3 مليار دولار أمريكي) ويعمل فيه أكثر من 9600 موظفا، كما بلغ عدد فروعه 525 فرعا وهي الأكبر عددا، و 4121 جهاز صراف آلي و 51111 أجهزة نقاط بيع، ولقد حقق مصرف الراجحي أرباحا صافية بلغت 6,836 مليون ريال سعودي خلال العام 2014 م، كما أن لديه أكبر قاعدة عملاء بين المصارف السعودية، وله دور رئيسي وأساسي في سد الفجوة بين متطلبات المصرفية الحديثة والقيم الجوهرية للشريعة الإسلامية مشكلا معايير صناعية وتنموية يحتذى بها (www.alrajhibank.com.sa)/(مؤسسة النقد العربي السعودي، 2016).

2.1. صناديق استثمار مصرف الراجحي المؤسسة حتى تاريخ 2016/11/02

تتميز الصناديق الاستثمارية التابعة لمصرف الراجحي والتي عددها 13 صندوقا حتى تاريخ 2016/11/02 م (انظر الجدول رقم 1) أن بعضها قديم النشأة مثال ذلك صندوق الراجحي للمضاربة بالبضائع بالدولار الذي يرجع تاريخ إنشائه إلى سنة 1990 م والبعض الآخر يعد حديثا ومثال ذلك صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل الذي أنشئ خلال سنة 2016 م، كما تجدر الإشارة إلى أن جميع صناديق الراجحي الاستثمارية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وتدار من قبل شركة الراجحي المالية (وهي شركة خدمات مالية رائدة توفر لعملائها نطاقا من المنتجات المالية والخدمات المتنوعة المبتكرة والحائزة على العديد من الجوائز العالمية والمطابقة لأحكام الشريعة الإسلامية، بدأ نشاطها سنة 2008 م، فهي شركة الخدمات الاستثمارية المملوكة المسيطر عليها بالكامل مصرف الراجحي، وقد حازت هذه الشركة على جائزة أفضل شركة لإدارة الأصول على مستوى الشرق الأوسط من مجلة «Banker Middle East»، كما أن أغلبها تهدف إلى تنمية رأس المال وتستثمر في الأسهم سواء العالمية أو الدولية، المحلية وحتى: العربية، كما وتتم إدارة الصناديق الاستثمارية باحترافية بواسطة مدراء الصناديق الخبراء وتتم توفيرها عبر شبكة واسعة من المراكز الاستثمارية وخبراء الشركة المختصين بالاستثمار في جميع أنحاء المملكة، أما عن سعر وحدة كل صندوق فهي تختلف من صندوق لآخر ذلك أن أداء الصناديق الاستثمارية كغيرها من الأدوات الاستثمارية تتأثر بعوامل مختلفة تبعا لتأثر الأوراق المالية المدرجة فيها، مما ينعكس على أداء الصندوق إجمالا وقيمة وحدته حيث كلما زادت قيمة الوحدة في الصندوق زاد عائد الاستثمار في هذا الصندوق على هذه الصناديق يترجمها زيادة أو انخفاض عوائد هذه الصناديق.

لدراسة تأثير أسعار وحدات صناديق الراجحي للأسهم المحلية على أسعار أسهم مصرف الراجحي قمنا بتحديد

ما يلي:

2. عينة الدراسة والتمثيل البياني للمعطيات:

تمت هذه الدراسة خلال الفترة من 31 جانفي 2016 م إلى غاية 30 جوان 2016 م وهذا بالاعتماد على البيانات الموجودة على الموقع الرسمي لسوق الأسهم السعودي (تداول) أين قمنا بحساب المتوسط الحسابي الأسبوعي لكل من أسعار أسهم مصرف الراجحي وأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية التابعة له والمتمثلة في صندوق الراجحي للأسهم السعودية، صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل وصندوق الراجحي لأسهم البتروكيماويات والاسمنت وهذا نظرا للاختلاف الموجود في تواريخ تسعير الوحدات لكل صندوق خلال الأسبوع، لتتوصل على 22 مشاهدة مبينة في الجدول رقم (2) حيث:

BRajhi: يمثل المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار مصرف الراجحي؛

RSEF: يمثل المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية؛

RSEIF: يمثل المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل؛

RPCEF: يمثل المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي لأسهم البتروكيماويات والاسمنت.

وبالاعتماد على معلومات الجدول رقم (2) قمنا بالتمثيل البياني لحركة المتوسطات الحسابية لتتوصل على المنحنيات الموضحة في الشكل رقم (4) والتي تبين أن هناك تناسق في التغيرات التي تحصل على المتوسطات الحسابية الأسبوعية أي أن هناك تناسق بين حركة كل من: (BRajhi) و (RSEF) و (RSEIF) و (RPCEF) وهذا سواء بالانخفاض أو الارتفاع، وعليه يمكننا القول أن هناك ارتباط معنوي بين المتوسطات الحسابية الأسبوعية المذكورة سابقا.

III.. النتائج ومناقشتها:

يمكن تلخيص النتائج المتوصل إليها في النقاط التالية:

1. دراسة العلاقة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي والمتوسطات الحسابية الأسبوعية لأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية التابعة لمصرف الراجحي

دراسة العلاقة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي والمتوسطات الحسابية الأسبوعية لكل من صندوق الراجحي للأسهم السعودية، صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل وأخيرا صندوق الراجحي لأسهم البتروكيماويات والاسمنت، يعني دراسة فيما إذا كان هناك ارتباط بينهم أم لا وهذا بالاعتماد على معامل بيرسون (pearson)، والجدول رقم (3) يوضح ذلك، حيث اتضح من خلاله أن القيمة الاحتمالية (Sig) لمعامل الارتباط بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) وكل من المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات كل من صندوق الراجحي للأسهم السعودية (RSEF) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل (RSEIF) وأخيرا المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي لأسهم البتروكيماويات والاسمنت (RPCEF) هي أقل من 0.01 مما يؤدي إلى القول أن هناك ارتباط ذو دلالة إحصائية بين BRajhi و RSEF وكذلك بين BRajhi و RSEIF وأخيرا بين BRajhi و RPCEF

وهذا عند مستوى معنوية 0.01. كما أن قيم معامل بيرسون (معامل الارتباط) المتحصل عليها في الجدول رقم (3) كانت كما يلي:

♦ معامل الارتباط بين (BRajhi) و (RSEF) تساوي 0.859 وهو يعبر عن وجود علاقة قوية موجبة بينهما، أي أنه كلما تغيرت قيمة المتوسط الحسابي الأسبوعي للمصرف تغيرت معها قيمة المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار الوحدات للصندوق والعكس صحيح.

♦ معامل الارتباط الخطي لبيرسون بين (BRajhi) و (RSEIF) يساوي 0.827 مما يدل على وجود ارتباط قوي موجب بين المتغيرين أي كلما تغيرت قيمة BRajhi تغيرت معه قيمة RSEIF وهذا بالزيادة أو النقصان.

♦ معامل الارتباط لبيرسون بين (BRajhi) و (RPCEF) يساوي 0.910 وهو قريب جدا من 1 مما يعبر عن قوة العلاقة الموجبة الموجودة بين المتغيرين أي أنه كلما تغيرت قيمة BRajhi سيصاحبها تغير في RPCEF والعكس صحيح، وبالنظر أيضا إلى النتائج المدونة في الجدول (3) يتضح أن قيم معامل بيرسون بين RSEIF و RPCEF قريبة جدا من 1 أي أن هناك ارتباط قوي بين المتوسطات الحسابية لأسعار وحدات الصناديق وهي قيم ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 0.01 مما يؤدي بنا إلى عدم دراسة كل المتغيرات في نموذج واحد بل سنكتفي بدراسة كل متغيرة على حدى.

ومنه بما أن الارتباط الموجود بين المتغيرات مقبول إحصائيا فإنه يمكن القيام بدراسة العلاقة الموجودة بين BRajhi باعتباره متغير تابع وكل من: RSEF و RSEIF وأخيرا RPCEF باعتبارها متغيرات مستقلة وهذا كل على حدى، وبالتالي فإن نموذج الانحدار الخطي البسيط يمكن أن يكون مناسب لتفسير العلاقة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار المصرف والمتوسطات الحسابية الأسبوعية لأسعار وحدات الصناديق أي أننا سنسعى لاختبار الفرضيات التالية:

♦ **الفرضية 01:** هناك أثر ذو دلالة إحصائية بين (BRajhi) و (RSEF) وهذا عند مستوى معنوية 0.05

♦ **الفرضية 02:** هناك تأثير ذو دلالة إحصائية بين (BRajhi) و (RSEIF) وهذا عند مستوى معنوية 0.05

♦ **الفرضية 03:** يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين (BRajhi) و (RPCEF) وهذا عند مستوى معنوية 0.05

ومن أجل اختبار هذه الفرضيات باستخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط فإننا سنستخدم برنامج Eviews8 الذي يعتبر من أهم البرامج الفعالة المستخدمة في الدراسات القياسية.

2. تحليل الانحدار الخطي البسيط بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لصندوق الراجحي للأسهم السعودية (RSEF)

من أجل اختبار الفرضية 01 ومعرفة درجة التأثير بين BRajhi و RSEF فإننا نعلم على نموذج الانحدار الخطي البسيط الذي يصاغ كما يلي:

$$BRajhi_t = \beta_0 + \beta_1 RSEF_t + \varepsilon_t$$

BRajhi_t: يمثل المتغير التابع الذي يعبر عن المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي.

RSEF_t: وهو المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية ويمثل المتغير

المستقل.

β_0, β_1 : وهي عبارة عن معاملات الانحدار حيث β_0 تمثل ثابت الانحدار و β_1 تعبر عن ميل الانحدار.

ε_t : وهو المتغير العشوائي ويمثل جميع العوامل الأخرى التي تؤثر في المتغير التابع والتي لم تؤخذ بعين الاعتبار أو التي لا يمكن قياسها.

وبالتالي فالنموذج القياسي الاقتصادي التقديري للعلاقة بين المتغيرين تصاغ كما يلي:

$$\widehat{BRajhu}_t = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 RSEF_t$$

2. تقدير النموذج الخطي:

بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى من أجل تقدير العلاقة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية (RSEF) وبلاستعانة بالبرنامج الإحصائي Eviews 8 نحصل على النتائج المدونة في الجدول رقم (4)، والذي يتضح من خلاله أن الثابت ليس له معنوية إحصائية مما يستدعي إعادة صياغة النموذج والنتائج الجديدة مدونة في الجدول رقم (5)، وبالتالي يمكن كتابة النموذج المقدر كما يلي:

$$\widehat{BRajhu}_t = 0.160880 RSEF_t$$

ومنه لدراسة مدى صلاحية النموذج المقدر سنجري مجموعة من الاختبارات والتحليلات في العنصرين المواليين.

1.1.2 اختبار فرضيات النموذج:

نعتمد على برنامج Eviews 8، لدراسة مدى توفر فرضيات طريقة المربعات الصغرى لنحصل على النتائج

التالية:

1.2.2 اختبار فرضية الارتباط الذاتي بين الأخطاء: تبين نتائج الجدول المدونة في الجدول رقم (6) أن القيم الاحتمالية لاختبار Breusch-Godfrey serial correlation LM أقل من 0.05 مما يؤدي إلى رفض الفرضية الصفرية التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء وهذا عند مستوى معنوية 0.05 أي أن هناك ارتباط ذاتي بين الأخطاء. ومنه لتصحيح النموذج في هذه الحالة والتخلص من مشكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء لا بد من أخذ الارتباط الذاتي بين الأخطاء بعين الاعتبار في معادلة التقدير، ونعيد صياغة النموذج كما هو موضح في الجدول رقم (7)، وبالتالي يعاد صياغة النموذج المعتمد في التقدير كما يلي:

$$\widehat{BRajhu}_t = 0.162653 RSEF_t + u_t$$

$$u_t = 0.738498 u_{t-1} + \varepsilon_t$$

2.2.2 التوزيع الطبيعي والتوقع الرياضي للأخطاء العشوائية: من خلال النتائج المتحصل عليها في الجدول رقم (8) يتضح أن القيمة الاحتمالية للاختبار تساوي 0.838812 وهي أكبر من 0.05 مما يؤدي إلى قبول الفرضية الصفرية عند مستوى معنوية 0.05 وبالتالي فالأخطاء تتبع توزيع طبيعي، كما أن التوقع الرياضي يظهر أنه تقريبا معدوم.

3.2.2 اختبار فرضية تجانس التباين: القيم الاحتمالية لاختبار ARCH المتحصل عليها بالاعتماد على برنامج Eviews 8 في الجدول رقم (9) تبين أنها أكبر من 0.05 مما يؤدي إلى قبول الفرضية الصفرية التي تنص على ثبات تباين الأخطاء وبالتالي فرضية تجانس التباين محققة.

وعليه فمن خلال كل سبق ذكره يتضح أن فرضيات طريقة المربعات الصغرى محققة.

4.2.2 الدراسة الإحصائية والاقتصادية للنموذج المقدر: نهدف من خلال هذه الدراسة إلى اختبار معنوية المعالم وكذا دراسة القدرة التفسيرية للنموذج المعتمد في التقدير.

5.2.2. القوة التفسيرية للنموذج: أظهرت نتائج الجدول رقم (3-26) أن معامل التحديد R^2 يساوي 0.876357 وهي تظهر قوة تفسيرية عالية للنموذج أي أن 87.63% من التغيرات في المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي تسببها وتفسرها التغيرات في المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية والباقي 12.36% يرجع إلى عوامل عشوائية أخرى وكذا إلى متغيرات لم تأخذ بعين الاعتبار في النموذج.

6.2.2. اختبار معنوية المعامل: بما أننا قمنا بحذف الثابت β_0 سنكتفي بدراسة معنوية معامل ميل الانحدار β_1 بهدف معرفة درجة التأثير بين المتغير التابع والمتغير المستقل وهذا بالاعتماد على نتائج اختبار ستيودنت (t) المدونة في الجدول رقم (3-26)، حيث أظهرت النتائج أن القيمة الاحتمالية (prob) يساوي 0 وهي أقل من 0.05 مما يؤدي إلى قبول الفرضية البديلة التي تنص على أن معلمة الانحدار لديها دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% أي أن معامل نموذج الانحدار الخطي البسيط بين (BRajhi) و (RSEIF) مقبولة إحصائياً.

كما يتضح أن قيمة معامل التأثير (β_1) تساوي 0.162653 وهو يدل على أنه كلما زاد المتوسط الحسابي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية بوحدة واحدة أي بريال سعودي واحد سيزداد المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي بـ 0.162653 وحدة أي بـ 0.162653 ريال سعودي. وعليه فمن خلال كل الاختبارات السابقة يمكن القول أن نموذج الانحدار الخطي البسيط بين (BRajhi) و (RSEIF) مقبول إحصائياً وبالتالي يمكن القول أن الفرضية 01 محققة أي أن هناك أثر ذو دلالة إحصائية بين (BRajhi) و (RSEIF) وهذا عند مستوى معنوية 0.05.

2.2. تحليل الانحدار الخطي البسيط بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لصندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل (RSEIF)

من أجل تحليل الانحدار الخطي البسيط بين BRajhi و RSEIF سنعتمد على نفس الخطوات التي اعتمدنا عليها في تقدير العلاقة بين BRajhi و RSEIF أي أنه بهدف دراسة درجة التأثير بين BRajhi و RSEIF واختبار الفرضية 02 نعتمد على نموذج الانحدار الخطي البسيط لتقدير العلاقة بينهما وهذا بالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى وبالإستعانة بالبرنامج الإحصائي 8 Eviews لنحصل على النموذج المقدر التالي:

$$\widehat{BRajhi}_t = 5.090486 RSEIF_t + u_t$$

مع

$$u_t = 0.702391 u_{t-1} + \varepsilon_t$$

ومنه فمن أجل اختبار معنوية النموذج قمنا بالقيام بمجموعة الاختبارات اللازمة توصلنا إلى أن نموذج الانحدار الخطي البسيط بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل (RSEIF) مقبول إحصائياً أي أن هناك تأثير ذو دلالة إحصائية بين (BRajhi) و (RSEIF) وهذا عند مستوى معنوية 0.05 أي أن الفرضية 02 مقبولة إحصائياً.

3.2. تحليل الانحدار الخطي البسيط بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لصندوق الراجحي لأسهم البتروكيماويات والاسمنت (RPCEF)

لاختبار الفرضية 03 ومعرفة درجة التأثير بين BRajhi و RPCEF فإننا سنتبع نفس الخطوات السابقة لتحليل الانحدار الخطي البسيط بين المتغيرين، وبالتالي فإن الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى وبرنامج Eviews 8 أعطانا النموذج المقدر التالي:

$$\widehat{BRajhi}_t = 7.016834 RPCEF_t + u_t$$

مع

$$u_t = 0.513775 u_{t-1} + \varepsilon_t$$

وبالتالي فمن خلال كل ما سبق ذكره يمكن القول أن نموذج الانحدار الخطي بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي (BRajhi) والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي لأسهم البتروكيماويات والاسمنت (RPCEF) مقبول إحصائياً أي أن الفرضية 03 محققة وذلك عند مستوى معنوية 0.05 مقبولة إحصائياً.

3. تفسير النتائج المتوصل إليها:

من خلال كل ما سبق ذكره توصلنا إلى أنه يمكن صياغة العلاقة التي تربط المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي والمتوسط الحسابي لأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية التابعة له وفق نموذج الانحدار الخطي البسيط الذي يساعد في تقدير العلاقة التي تربط بينهما، كما اتضح أن المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي تتأثر بالمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية التابعة له لكن بدرجات مختلفة حيث نجد أن المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم البتروكيماويات والإسمنت يؤثر بقيمة 7.016834 على المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي وهو بذلك أكثر تأثيراً مقارنة بالمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل الذي بلغت درجة تأثيره 5.090486 والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية الذي بلغت درجة تأثيره 0.162653؛ وبالتالي فيمكن القول أن أسعار أسهم مصرف الراجحي يتأثر بأسعار وحدات صناديقه التي تستثمر في الأسهم المحلية تأثيراً موجباً ويختلف هذا التأثير من صندوق لآخر وبالتالي فإن: الزيادة في أسعار وحدات الصناديق الاستثمارية محل الدراسة يقابله الزيادة في أسعار أسهم مصرف الراجحي المنشئة لها (علاقة طردية) وهذه الأخيرة أي الزيادة في أسعار الأسهم سيؤثر بالضرورة على العوائد السوقية للسهم مما يوفر الفرصة للمستثمرين في المصارف لتحقيق عوائد على استثماراتهم من الأسهم الأمر الذي سيكون له تأثير على إجمالي حقوق المساهمين وكذا إجمالي على ودائع العملاء في المصرف، بحيث يعتبر هذين الأخيرين الأساس الذي يعتمد عليه المصرف للقيام والتوسع في نشاطاته سواء المصرفية أو الاستثمارية والتمويلية، وبالتالي فإنه يمكن القول أن لصناديق الراجحي للأسهم المحلية دور هام في نمو وتطوير نشاط مصرف الراجحي.

IV- الخلاصة:

توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى أن صناعة الصناديق الاستثمارية الإسلامية في السنوات الأخيرة أصبحت من الصناعات التي لا يستهان بها عالمياً نظراً للإقبال والطلب الكبير عليها في مختلف دول العالم حيث يتوقع وصول أو نمو حجم الصناديق الاستثمارية الإسلامية المدارة إلى 77 مليار دولار بحلول 2019م، وقد تركزت أصول هذه الصناديق من الناحية الجغرافية في المملكة العربية السعودية أين استحوذت على نسبة 40% من إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية بنهاية سنة 2014م متفوقة بذلك ماليزيا التي بلغت 25%، ومن بين النتائج المتوصل إليها أيضاً ما يلي:

♦ تظهر أهمية الصناديق الاستثمارية في النظام الاقتصادي الإسلامي في العديد من النقاط أهمها: في تدعيم النشاط الاستثماري للمصارف الإسلامية ذلك أن أساس ظهور الصناديق الاستثمارية وانتشارها ونموها هو نفسه المنطق الذي اعتمد عليه عمل نموذج المصرف الإسلامي الذي يعتمد في جانب الخصوم على عقد المضاربة، وتظهر كذلك في جذب رؤوس الأموال الأجنبية وتوطينها الأمر الذي يساهم في زيادة الانفتاح الاقتصادي الدولي والنهوض بالاقتصاد الوطني ككل، كما وتحد هذه الصناديق من ظاهرة اكتناز الأموال وتعطيلها عن القيام بدورها في التنمية الاقتصادية من خلال استقطاب المدخرات وتمييتها وهو ما يؤكد صحة الفرضية الأولى؛

♦ احتلت صناديق الاستثمار الإسلامية التي تستثمر بشكل أساسي في الأسهم المركز الأول من حيث تركيز أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية عالمياً بنسبة 38% سنة 2015م من إجمالي أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية في مختلف أنحاء العالم بالمقارنة مع الأصول الأخرى: السلع، العملات... وغيرها؛

♦ يعد مصرف الراجحي من أحد أكبر وأهم المصارف الإسلامية العاملة بالمملكة وذلك بحصة سوقية بلغت 61% من إجمالي أصول المصارف الإسلامية في المملكة، كما أن لديه أكبر قاعدة عملاء بين المصارف السعودية، وله دور رئيسي وأساسي في سد الفجوة بين متطلبات المصرفية الحديثة والقيم الجوهرية للشريعة الإسلامية مشكلاً معايير صناعية وتنموية يحتذى بها؛

♦ أنشأ مصرف الراجحي العديد من الصناديق الاستثمارية بلغت 13 صندوقاً حتى تاريخ 02/11/2016م، حيث أن جميع هذه الصناديق متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية وتدار من قبل شركة الراجحي المالية كما أن أغلبها تهدف إلى تنمية رأس المال وتستثمر في الأسهم سواء العالمية أو الدولية، المحلية وحتى العربية؛

♦ أظهرت نتائج دراسة أثر أسعار وحدات صناديق الراجحي للأسهم المحلية على أسعار أسهم مصرف الراجحي التي قمنا بها من خلال دراسة العلاقة بين المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي والمتوسطات الحسابية الأسبوعية لأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية التابعة لمصرف الراجحي أنه:

- يمكن صياغة العلاقة التي تربط المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي والمتوسط الحسابي لأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية التابعة له وفق نموذج الانحدار الخطي البسيط الذي يساعد في تقدير العلاقة التي تربط بينهما وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية؛
- المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي تتأثر بالمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية التابعة له لكن بدرجات مختلفة وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية؛

• المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم البيتروكيماويات والإسمنت يؤثر بقيمة 7.016834 على المتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار أسهم مصرف الراجحي وهو بذلك الأكثر تأثيراً مقارنة بالمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل الذي بلغت درجة تأثيره 5.090486 والمتوسط الحسابي الأسبوعي لأسعار وحدات صندوق الراجحي للأسهم السعودية الذي بلغت درجة تأثيره 0.162653، وبالتالي يمكن القول أن أسعار أسهم مصرف الراجحي يتأثر بأسعار وحدات صناديقه التي تستثمر في الأسهم المحلية تأثيراً موجباً ويختلف هذا التأثير من صندوق لآخر وهو ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

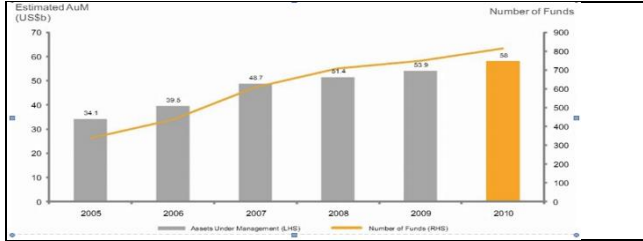
تستطيع صناديق الأسهم المحلية التابعة لمصرف الراجحي أن تعزز العلاقة بين مصرف الراجحي والسوق المالي الإسلامي من خلال زيادة الطاقة الاستيعابية للسوق المالي الإسلامي وبالتالي تنشيط السوق المالي الإسلامي هذا بالإضافة إلى إمكانية رفع الحصة السوقية للمصرف التابعة له؛

- الإحالات والمراجع:

1. عمر مصطفى الشريف (2014). الصناديق الاستثمارية الإسلامية في الأردن... التقنين والرقابة، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي الأول بعنوان: **المالية والمصرفية الإسلامية**، الجامعة الأردنية، عمان، 6-7 أوت 2014 م.
2. محمد عدنان بن الضيف (2017). **العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الإسلامية وآثارها التنموية**. الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع.
3. هيئة السوق المالية، المملكة العربية السعودية. على الرابط: [Consulter le 05/10/2016] <http://www.cma.org.sa/Ar/awareness/Pages/IFs.aspx>
4. محمد الكايد أحمد (2010). **الإدارة المالية الدولية والعالمية (التحليل المالي والاقتصادي)**. الأردن: دار كنوز المعرفة العلمية للنشر والتوزيع..
5. أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني (1999). **صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي**. الإسكندرية (مصر): مؤسسة شباب الجامعة.
6. نزيه عبد المقصود مبروك (2007). **صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي**. الإسكندرية (مصر): دار الفكر الجامعي.
7. بورصة عمان على الرابط:
8. <http://www.ammanxchange.com/art.php?id=6e20648c3d5deb77b467e466b8e7169add8de26c> [consulter le 15/12/2016]
9. **Islamic Financial Services Board (IFSB), Islamic Financial Services Industry – Stability Report May 2015- Malaysia**.
9. يحيات مليكة (2014). **الإطار المفهومي لصناديق الاستثمار في الفكر الإسلامي رؤية اقتصادية معاصرة**. مجلة البحوث والدراسات العلمية. (08)02. جامعة الدكتور يحيى فارس-الجزائر - .
10. محمد القرني. **الصناديق الاستثمارية الإسلامية**، متاحة على الرابط <http://www.beltagi.com/ar/?p=24>
11. أشرف شعبان أبو أحمد (2013). **الأموال والاستثمارات العربية خارج الدول العربية**. مجلة الداعي الشهرية. (12). الجامعة الإسلامية- الهند - .
12. سيد سالم عرفه (2009). **إدارة المخاطر الاستثمارية**. الأردن: دار الراجحي للنشر والتوزيع.
13. عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة (2010). **صناديق الاستثمار (الضوابط الشرعية والأحكام النظامية دراسة تطبيقية مقارنة)**. الأردن: دار النفائس للنشر والتوزيع.
14. عبد الأول عابدين محمد بسيوني (2007). **مبدأ حرية تداول الأسهم في شركات المساهمة دراسة فقهية مقارنة**. الإسكندرية (مصر): دار الفكر الجامعي.
15. سمحان حسين محمد . موسى عمر مبارك . عبد الحميد أبو صقري (2012). **إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية**. جمهورية مصر العربية: منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية بحوث ودراسات.
16. صفية أحمد أبو بكر (2005). **صناديق الاستثمار الإسلامية**، خصائصها وأنواعها، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر بعنوان: **المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وآفاق المستقبل**، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15-17 ماي 2005.
17. أسامة عبد المجيد العاني (2010). **صناديق الوقف الاستثماري (دراسة فقهية اقتصادية)**. لبنان: دار البشائر الإسلامية.
18. الموقع الإلكتروني لمصرف الراجحي. الرابط www.alrajhibank.com.sa
19. مؤسسة النقد العربي السعودي (2016). **الإحصائيات السنوية**. المملكة العربية السعودية.
20. هيئة السوق المالية. المملكة العربية السعودية على الرابط: <http://www.cma.org.sa/Ar/awareness/Pages/IFMeasurement.aspx> [consulter le 16/11/2016]

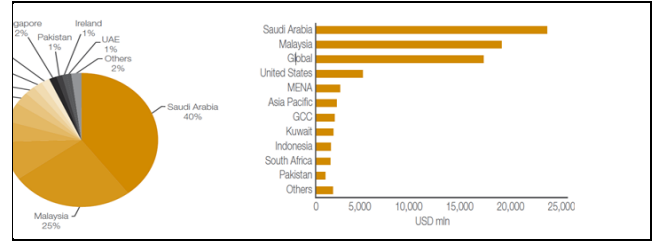
- الملحق:

الشكل (1): تطور صناعة الصناديق الاستثمارية الإسلامية عالمياً



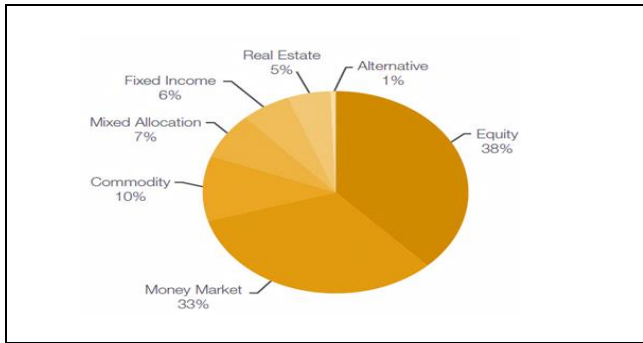
Source: Ernest & Young, "Islamic Funds & Investments Report 2011", 7th Annual World Islamic Funds and Financial Markets Conference (WIFFMC 2011)

الشكل (2): التركيز الجغرافي لأصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية نهاية الربع الثالث من سنة 2014م



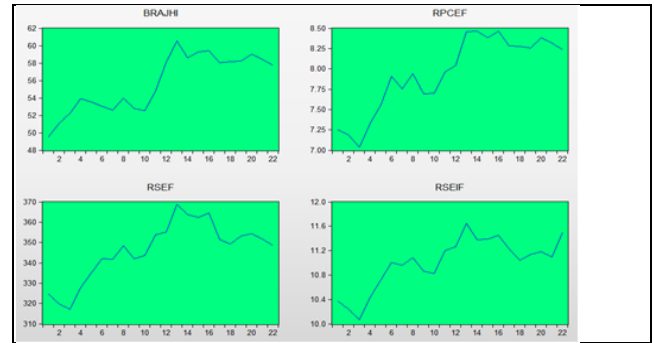
Source: Islamic Financial Services Board (IFSB), Islamic Financial Services Industry –Stability Report May 2015- Malaysia, p 23

الشكل (3): أصول الصناديق الاستثمارية الإسلامية حسب نوع الاستثمار



Source: Islamic Financial Services Board (IFSB), Islamic Financial Services Industry –Stability Report May 2015-, Malaysia, p23

الشكل (4): منحنيات تغير كل من RSEF ، BRAJHI ، RPCEF و RSEIF



المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج Eviews 8

الجدول (1): صناديق الاستثمار التابعة لمصرف الراجحي حتى سنة 2016

اسم الصندوق	الفئة	العملة	هدف الصندوق	سعر الوحدة
صندوق الراجحي للنمو المتعدد الأصول	صناديق الأسهم - عالمية /دولية-	دولار أمريكي	تنمية رأس المال	2.2008
صندوق الراجحي المتعدد المتوازن الأصول	صناديق الأسهم - عالمية /دولية-	دولار أمريكي	تنمية رأس المال	2.2507
صندوق الراجحي لأسهم البتروكيماويات والإسمنت	صناديق الأسهم - محلية-	ريال سعودي	تنمية رأس المال	7.5603
صندوق الراجحي للطروحات الأولية	صناديق الأسهم - عالمية /دولية-	ريال سعودي	تنمية رأس المال	8.5777
صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل	صناديق الأسهم - محلية-	ريال سعودي	نمو والدخل	10.6442
الراجحي لتنمية رأس المال وتوزيع الأرباح	صناديق الأسهم - عربية-	ريال سعودي	تنمية رأس المال	77.4233
صندوق الراجحي للأسهم الخليجية	صناديق الأسهم - عربية-	ريال سعودي	تنمية رأس المال	89.8425
صندوق الراجحي للصكوك	صناديق أسواق النقد -محلية-	ريال سعودي	تنمية رأس المال	103.1298
صندوق الراجحي المحافظ متعدد الأصول	صناديق الأسهم -عالمية /دولية-	دولار أمريكي	تنمية رأس المال	108.2219
صندوق الراجحي للمضاربة بالبيضائع بالريال	صناديق أسواق النقد -مراحة بالريال	ريال سعودي	تنمية رأس المال	147.4695
صندوق الراجحي للأسهم العالمية	صناديق الأسهم -عالمية /دولية-	دولار أمريكي	تنمية رأس المال	271.2507
صندوق الراجحي للأسهم السعودية	صناديق الأسهم -محلية-	ريال سعودي	تنمية رأس المال	332.3138
صندوق الراجحي للمضاربة بالبيضائع بالدولار	صناديق أسواق النقد -مراحة بعملات أ.	دولار أمريكي	تنمية رأس المال	2,153.8707

المصدر: الموقع الإلكتروني للسوق المالية السعودية (تداول)، تاريخ الاطلاع 2016/11/02م

الجدول (2): المتوسطات الحسابية الأسبوعية لكل من

BRajhi , RSEF , RSEIF و RPCEF

BRajhi	RSEF	RSEIF	RPCEF
49.548	324.606	10.375	7.25
51.092	319.738	10.235	7.185
52.244	317.118	10.07	7.035
53.884	327.83	10.43	7.325
53.552	335.134	10.715	7.55
53.028	342.002	11.005	7.905
52.596	341.696	10.96	7.75
53.952	348.362	11.085	7.94
52.752	342.044	10.865	7.69
52.554	343.696	10.83	7.7
54.774	353.92	11.2	7.96
58.102	355.036	11.26	8.04
60.52	368.834	11.65	8.455
58.566	363.688	11.38	8.46
59.296	362.362	11.39	8.385
59.432	364.454	11.45	8.465
58.006	351.362	11.225	8.28
58.126	349.284	11.04	8.275
58.202	353.322	11.135	8.255
59.01	354.336	11.18	8.385
58.396	351.746	11.095	8.315
57.7	348.526	11.505	8.235

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات الموجودة على موقع تداول www.tadawul.com

الجدول (3): معاملات الارتباط بين BRajhi , RSEF , RSEIF و RPCEF

		BRajhi	RSEF	RSEIF	RPCEF
BRajhi	Pearson Correlation	1	.859**	.827**	.910**
	Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000
	N	22	22	22	22
RSEF	Pearson Correlation	.859**	1	.961**	.952**
	Sig. (2-tailed)	.000		.000	.000
	N	22	22	22	22
RSEIF	Pearson Correlation	.827**	.961**	1	.941**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000		.000
	N	22	22	22	22
RPCEF	Pearson Correlation	.910**	.952**	.941**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	
	N	22	22	22	22

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج SPSS 16

الجدول (4): نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين

RSEF و BRajhi

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-12.09040	9.032240	-1.338582	0.1957
RSEF	0.195735	0.026059	7.511119	0.0000
R-squared	0.738278	Mean dependent var		55.69691
Adjusted R-squared	0.725192	S.D. dependent var		3.251185
S.E. of regression	1.704341	Akaike info criterion		3.990743
Sum squared resid	59.09560	Schwarz criterion		4.089228
Log likelihood	-41.89817	Hannan-Quinn criter.		4.014108
F-statistic	56.41691	Durbin-Watson stat		0.523912
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج Eviews 8

الجدول (6): اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء الناجمة عن

نموذج الانحدار بين RSEF و BRajhi

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RSEF	0.88E-05	0.000767	0.128931	0.8999
RESID(-1)	0.870056	0.225768	3.853767	0.0011
RESID(-2)	-0.189975	0.233100	-0.814995	0.4252
R-squared	0.539107	Mean dependent var		-0.018688
Adjusted R-squared	0.490592	S.D. dependent var		1.738560
S.E. of regression	1.239075	Akaike info criterion		3.392731
Sum squared resid	29.17082	Schwarz criterion		3.541509
Log likelihood	-34.32004	Hannan-Quinn criter.		3.427779
Durbin-Watson stat	1.689778			

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج Eviews 8

الجدول (8): اختبار التوزيع الطبيعي للأخطاء الناجمة عن

نموذج الانحدار الخطي بين RSEF و BRajhi

Statistic	Value
Mean	0.016763
Median	0.071229
Maximum	2.416307
Minimum	-1.891783
Std. Dev.	1.061653
Skewness	0.270223
Kurtosis	2.668822
Jarque-Bera	0.351538
Probability	0.838812

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج Eviews 8

الجدول (5): نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و

RSEF بدون ثابت

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RSEF	0.160880	0.001068	150.6445	0.0000
R-squared	0.714830	Mean dependent var		55.69691
Adjusted R-squared	0.714830	S.D. dependent var		3.251185
S.E. of regression	1.736175	Akaike info criterion		3.985635
Sum squared resid	63.30039	Schwarz criterion		4.035228
Log likelihood	-42.84199	Hannan-Quinn criter.		3.997318
Durbin-Watson stat	0.430719			

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج Eviews 8

الجدول (7): نتائج تقدير نموذج الانحدار الخطي بين BRajhi و

RSEF بدون ثابت والمعدل

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RSEF	0.162653	0.002795	58.17772	0.0000
AR(1)	0.738498	0.140107	5.270939	0.0000
R-squared	0.876357	Mean dependent var		55.98971
Adjusted R-squared	0.869850	S.D. dependent var		3.019642
S.E. of regression	1.089375	Akaike info criterion		3.099479
Sum squared resid	22.54804	Schwarz criterion		3.198957
Log likelihood	-30.54453	Hannan-Quinn criter.		3.121068
Durbin-Watson stat	1.189653			
Adjusted AR Roots	.74			

المصدر: إعداد الباحثان الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 8

الجدول (9): اختبار تجانس التباين للأخطاء الناجمة عن نموذج

الانحدار بين RSEF و BRajhi

Statistic	Value
F-statistic	0.218884
Prob. F(1,19)	0.6470
Obs*R-squared	0.238113
Prob. Chi-Square(1)	0.6256
R-squared	0.011906
Adjusted R-squared	-0.023988
S.E. of regression	1.472138
Sum squared resid	39.00944
Log likelihood	-35.05948
F-statistic	0.218884
Prob(F-statistic)	0.647010

المصدر: إعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج Eviews 8

كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA :

صبرينة عتروس، حدة رايس. (2019). دراسة قياسية لتأثير أسعار وحدات صناديق الراجحي للأسهم المحلية على أسعار أسهم مصرف الراجحي خلال الستة أشهر الأولى من سنة 2016 م، مجلة رؤى اقتصادية، (02)09، جامعة الوادي، الجزائر، ص.ص 159-176.

يتم الاحتفاظ بحقوق التأليف والنشر لجميع الأوراق المنشورة في هذه المجلة من قبل المؤلفين المعنيين بموجب رخصة المشاع الإبداعي نسيب

المصنف - غير تجاري 4.0 رخصة عمومية دولية (CC BY-NC 4.0).



Roa Iktissadia Review is licensed under a Creative Commons Attribution-Non Commercial license 4.0 International License. Libraries Resource Directory. We are listed under Research Associations category