



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة قاصدي مرباح- ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

قسم علوم التسيير



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم

تخصص مالية المؤسسة

بعنوان:

تقييم أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في

ماليزيا (2005-2015)

من إعداد المترشحة: سعيدة تلي

لجنة المناقشة المكونة من:

رئيسا	أستاذة، جامعة ورقلة	أ.د. بن عمارة نوال
مقررا	أستاذ، جامعة ورقلة	أ.د. دادن عبد الغني
مناقشا	أستاذ، جامعة ورقلة	أ.د. سليمان ناصر
مناقشا	أستاذ، المدرسة العليا للتجارة	أ.د. براق محمد
مناقشا	أستاذ، جامعة قالمة	أ.د. غردة عبد الواحد
مناقشا	أستاذ، المركز الجامعي غرداية	أ.د. مصيطفى عبد اللطيف

2018- 2017

إهداء

إلى من علمني الصبر و حب العلم

أبي العزيز

إلى من أهدتني عمرها

نبح الحنان أمي الغالية

إلى شقائق النعمان و زهر الأقحوان

إخوتي و أخواتي الأعزاء

إلى زوجي العزيز، إلى فرحة قلبي ولدي محمد آدم

إلى كل الأساتذة الأفاضل طيلة مساري الدراسي

إلى جميع الأصدقاء

شكر

الشكر لله أولاً على توفيقه لنا لإتمام هذا العمل، كما اتقدم بأسمى عبارات الشكر و الامتنان للأستاذ المشرف على هذا العمل الأستاذ دادن عبد الغني ، على تصويباته و توجيهاته لإنجاز هذا العمل.

الشكر لأعضاء هيئة المناقشة لقبولهم مناقشة هذا العمل

شكر و عرفان للوالدين الكريمين على تشجيعاتهما و مساعدتهما

حفظهما الله و رعاهما

الملخص:

تهدف الدراسة إلى تحليل أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة خلال الفترة من 2005 إلى 2015، في مختلف الظروف الاقتصادية، قبل الأزمة المالية، و خلال و بعد الأزمة المالية. و قد تم استخدام مؤشر شارب المعدل مؤشر ترينور و مؤشر Sortino لمقارنة أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة مقابل مؤشر السوق و العوائد الخالية من المخاطر، و لقياس المخاطر و التنوع اعتمدت الدراسة على الانحراف المعياري، و معامل التحديد R^2 و توصلت النتائج أنه خلال فترة قبل الأزمة أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة يُماثل أداء مؤشر السوق، غير أنه خلال فترة الأزمة صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة يكون أداؤها على نحو أفضل مقارنة بفترة قبل الأزمة و بعد الأزمة و تشير هذه النتائج أيضا إلى أن صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة يمكن أن تكون أداة تحوط مثالية خلال تراجع السوق، بالإضافة إلى ذلك فإن مديري الصناديق المتوافقة مع الشريعة لديهم القدرة على اختيار الأصول في فترة الأزمة.

الكلمات المفتاح: سوق ماليزيا المالي، صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، أزمة مالية، مؤشر شارب المعدل، مؤشر ترينور، مؤشر Sortino .

Abstract:

The aim of this study to analyses the performance of the Shariah compliant funds during the period 2005 to 2015, in various economic condition: non-crisis period, during crisis period, and after crisis period. The adjusted Sharp index, Treynor index, and Sortino index are adopted to compare the performance of the Shariah-compliant funds against the Market benchmark and risk-free return. In measuring risk and diversification, the study relies on the standard deviation and R^2 coefficient of determination, respectively. The findings reveal that during the non-crisis period, the performance of the Shariah-compliant funds is comparable to that of the Market benchmark, while during the crisis period the Shariah-compliant funds perform better compared to the non-crisis period, and after crisis period. These finding suggests that the Shariah-compliant funds can be an ideal hedging instrument during a down Market, and the managers have the ability to choose the assets in the during crisis period.

Keywords: Malaysia Financial Market, Shariah Compliant Funds, Financial Crisis, Adjusted Sharpe Index, Traynor Index, Sortino Index.

قائمة المحتويات

الصفحات	العنوان
III	الإهداء
IV	الشكر
V	ملخص الدراسة
VI	قائمة المحتويات
XII	قائمة الجداول
XIV	قائمة الأشكال البيانية
XV	قائمة العلاقات و الصيغ الرياضية
XVI	قائمة الملاحق
ب	المقدمة
01	الفصل الأول: الإطار النظري لصناديق الاستثمار
02	تمهيد
03	1.1. ماهية بورصة القيم المنقولة
03	1.1.1. واقع بورصة القيم المنقولة
03	1.1.1.1. تعريف بورصة القيم المنقولة
04	2.1.1.1. الأدوار المنوطة ببورصة القيم المنقولة
04	3.1.1.1. مؤشرات بورصة القيم المنقولة
07	4.1.1.1. كفاءة بورصة القيم المنقولة
10	5.1.1.1. طريقة اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية
10	6.1.1.1. تحليل الأزمة المالية العالمية في ظل فرضية كفاءة الأسواق المالية
12	2.1.1. واقع الأصول المالية
12	1.2.1.1. فئات الأصول التقليدية
12	1.1.2.1.1. الأسهم العادية

14	2.1.2.1.I. الأسهم الممتازة
15	3.1.2.1.I آليات التأثير على أسعار الأسهم
17	4.1.2.1.I. السندات
18	5.1.2.1.I. السندات الحكومية
19	6.1.2.1.I الاتجاهات الحديثة للسندات
20	2.2.1.I. فئات الأصول الحديثة
20	1.2.2.1.I. العقود الآجلة
21	2.2.2.1.I. العقود المستقبلية
23	3.2.2.1.I. عقود الخيار
23	3.2.2.1.I المشتقات المالية و الأزمة المالية العالمية
24	3.2.1.I. تقييم الأصول المالية و مخاطرها
24	1.3.2.1.I. تقييم الأصول المالية
24	1. تقييم الأسهم
26	2. تقييم الأسهم الممتازة
27	3. تقييم السندات
28	2.3.2.1.I. مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية
28	1. مخاطر الاستثمار في السندات
29	2. مخاطر الاستثمار في الأسهم الممتازة
29	3. مخاطر مرتبطة بالأسهم
29	4. مخاطر السوق
30	5. مخاطر الإدارة
30	6. مخاطر الأعمال
30	7. مخاطر الإفلاس
31	2.I. ماهية صناديق الاستثمار

31	1.2.I واقع صناديق الاستثمار التقليدية
31	1.1.2.I تعريف صناديق الاستثمار التقليدية
32	2.1.2.I نشأة صناديق الاستثمار التقليدية
33	3.1.2.I أهداف صناديق الاستثمار التقليدية
34	4.1.2.I أنواع صناديق الاستثمار التقليدية
40	2.2.I صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة
40	1.2.2.I تعريف صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة
41	2.2.2.I نشأة صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة
42	3.2.2.I خصائص صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة
43	4.2.2.I أهمية صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في النظام المالي الاسلامي
44	5.2.2.I أنواع صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة
45	6.2.2.I أوجه الاختلاف بين صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة و صناديق الاستثمار التقليدية
46	3.I تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008
46	1.3.I مفهوم الأزمة المالية العالمية
47	2.3.I آثار الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية
48	3.3.I آثار الأزمة المالية العالمية على صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة
50	4.I نماذج تقييم أداء صناديق الاستثمار
50	1.4.I المؤشرات التقليدية
50	1.1.4.I مؤشر شارب
51	2.1.4.I مؤشر تراينور
52	3.1.4.I مؤشر جونسن
54	2.4.I المؤشرات الحديثة
54	1.2.4.I نموذج بلاك

54	2.2.4.I. نموذج فاما
55	3.2.4.I. نموذج موديليانى و موديليانى
55	4.2.4.I. نموذج Sortino
56	4.2.4.I. نموذج موري و فينود
58	خلاصة
59	الفصل الثاني: الدراسات السابقة
60	تمهيد
61	1.II. عرض الدراسات السابقة
75	2.II. مناقشة الدراسات السابقة
76	3.II. مساهمة الدراسة
77	الفصل الثالث: تحليل أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في سوق المالى بماليزيا
78	تمهيد
79	1.III. سوق ماليزيا المالى
79	1.1.III. الاطار التنظيمى لسوق ماليزيا المالى
85	2.1.III. سوق الأوراق المالية الاسلامية الماليزية
89	3.1.III. دور الهيئات الرقابية في تنشيط سوق الأوراق المالية الماليزية
89	1.3.1.III. الهيئات الرقابية في سوق الأوراق المالية
92	2.3.1.III. دور هيئة الأوراق المالية في تطوير سوق الأوراق المالية
95	3.3.1.III. دور اللجنة الاستشارية الشرعية في تطوير سوق الأوراق المالية
100	4.1.III. السوق المالى الاسلامى بماليزيا في ظل الأزمة المالية العالمية
103	2.III. صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في ماليزيا
103	1.2.III. نشأتها
103	2.2.III. ضوابطها
104	3.2.III. أنواعها

106	III.2.4. دور اللجنة الاستشارية الشرعية في إدارة صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة
107	III.3. تحليل أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة
107	1. مصادر البيانات
108	2. تحليل الأداء باستخدام العائد
110	3. تحليل الأداء باستخدام مؤشرات قياس الأداء
112	4. تحليل المخاطر و التنوع
139	خلاصة
140	خاتمة
144	قائمة المراجع
154	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
23	أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية	(1.1)
100	تطور الرسملة السوقية للأسهم الشرعية في سوق ماليزيا المالي خلال الفترة(2005-2015)	(3.1)
101	تطور حجم الصكوك التي تمت الموافقة عليها خلال الفترة(2005-2015)	(3.2)
102	تطور حجم صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة خلال الفترة(2005-2015)	(3.3)
109	متوسط العائد الشهري و السنوي لصناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة	(3.4)
111	المخاطر الكلية و المنتظمة لصناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة	(3.5)
114	نتائج تطبيق مؤشرات الأداء خلال فترة الدراسة	(3.6)

قائمة الأشكال البيانية

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
48	معدل الانخفاض في البورصات العالمية	(1.1)
50	توزع صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة حول العالم سنة 2015	(1.2)
53	تمثيل المحافظ حسب معامل بيتا	(1.3)

جدول العلاقات و الصيغ الرياضية

الصفحة	عنوان العلاقة	رقم العلاقة
25	حساب تكلفة التمويل	(1.1)
26	القيمة السوقية العادلة للسهم الممتاز	(1.2)
26	تقييم الأسهم الممتازة	(1.3)
26	القيمة العادلة للسهم الممتاز	(1.4)
27	الغلة الصافية لتقييم السندات	(1.5)
27	حساب الربح السنوي للاستهلاك	(1.6)
27	حساب ربح الاستهلاك	(1.7)
27	حساب متوسط القيمة لتاريخ السداد	(1.8)
28	حساب الغلة الصافية	(1.9)
51	نسبة Sharp	(1.10)
51	نسبة Treynor	(1.11)
52	معادلة Jensen α	(1.12)
54	معادلة Blake	(1.13)
55	معادلة التباين	(1.14)
55	معادلة Modigliani & Modigliani	(1.15)
56	نسبة Sortino	(1.16)
56	نموذج Adjusted Sharp	(1.17)
108	معدل العائد للصندوق	(3.1)
112	الانحراف المعياري	(3.2)
112	معامل β	(3.3)
113	معامل التحديد R^2	(3.4)

قائمة الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	
155	تطور صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في سوق ماليزيا المالي	الملحق (01)
156	احصائيات صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة	الملحق(02):

المقدمة

تبرز أهمية الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية كإحدى الآليات الهامة لتجميع المدخرات الخاصة والعامّة و توجيهها نحو قنوات الاستثمار المتنوعة، و تعتبر صناديق الاستثمار من أهم الأدوات الاستثمارية الحديثة والمتطورة في الأسواق المالية، و من أهم الوسائل لجمع المدخرات و تكوين رؤوس الأموال اللازمة، وما يميز صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة عن صناديق الاستثمار التقليدية هو توجيه مواردها نحو الاستثمارات التي تتماشى مع فكرة الاستثمار المتوافق مع الشريعة الذي يمزج بين رأس المال و العمل، أي أن صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة تمثل عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط و بين المكتتبين به الذين يمثلون أرباب المال، و الذين يحصلون على وحدات استثمار تمثل حصة شائعة في رأس مال الصندوق، و تقوم الإدارة باستثمارها في مشروعات مختلفة و متنوعة بالإضافة إلى الاستثمار في الأوراق المالية للشركات التي لا تتعارض أعمالها مع فكرة الاستثمار المتوافق مع الشريعة.

شهدت الأسواق المالية العالمية فترة ركود طويلة ما بعد عام 2007 فترة الأزمة المالية، و يبدو أن هناك تحولا في اهتمامات المستثمرين من القطاع المصرفي و التمويل التقليدي إلى المصرفية و التمويل الاسلامي مما يعكس الاهتمام الكبير بصناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة حيث قدر حجمها بحوالي 500 صندوق متوافق مع الشريعة متاح خلال العام 2008، لتصل إلى 1000 صندوق متوافق مع الشريعة بحلول العام 2010 (مجلة أخبار التمويل الاسلامي، سبتمبر 2008). أدى تراجع ثقة المستثمرين بسبب اخفاقات السوق المالي التقليدي، فضلا عن زيادة الطلب على المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة هناك حاجة أكثر لفهم أعمق حول الجوانب المختلفة للمنتجات المالية الاسلامية حيث تركز الجهود البحثية الحالية بشأن تحديد جدوى الصيرفة و التمويل الاسلامي كبديل للمصرفية و التمويل التقليدي.

استحوذت واحدة من منتجات التمويل الاسلامي على اهتمام كبير كما يتضح من النمو السريع جدا، و هي صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، حيث بلغ حجم أصولها حوالي 60.2 مليار دولار حتى نهاية الفصل الثالث من العام 2015، و ارتفع عدد الصناديق المتوافقة مع الشريعة من 285 عام 2004 إلى حوالي 1161 عام 2014، و تراجع هذا العدد إلى 1030 في العام 2015 و يعزى ذلك إلى انخفاض أسعار النفط والتغيرات السريعة في الإطار التنظيمي العالمي التي تؤثر بشكل كبير على النمو الإجمالي لصناعة التمويل الاسلامي وبالرغم من ذلك فمن المتوقع أن يسجل القطاع نموا سنويا يقدر بحوالي 5.05% على مدى السنوات الخمس المقبلة ليصل إلى 77 مليار دولار بحلول العام 2019.

و تعد ماليزيا من أكبر محاور صناعة صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، حيث بلغ عدد الصناديق المتوافقة مع الشريعة العام 2007 حوالي 124 صندوق من مجموع 360 صندوق تمت الموافقة عليه في ماليزيا، و ارتفع العدد في عام 2015 ليصل إلى 190 صندوق متوافق مع الشريعة من مجموع 616 صندوق معتمد في ماليزيا

و بالمثل ارتفعت قيمة الأصول الصافية للصناديق المتوافقة مع الشريعة من (b RM 16.785) عام 2007 إلى (b RM52.253) العام 2015.

الاستثمارات في صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة لها نفس الأهداف الاستثمارية كما في صناديق الاستثمار التقليدية، لكنها تخضع لمعايير محددة بحيث تكون وفق متطلبات الشريعة الإسلامية، و يُحظر في صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الاستثمار في الشركات التي تنطوي منتجاتها على عنصر الفائدة (الربا)، و الاستثمارات في صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة تخضع لرقابة كمية و نوعية من طرف المجلس الاستشاري الشرعي (SAC) من هيئة الأوراق المالية الماليزية. وعلى الرغم من النمو الهائل و التطور، لا تزال الدراسات حول صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة غير كافية بالمقارنة مع نظيرتها التقليدية، في حين أن هناك الكثير من المناقشات و تسليط الضوء على مزايا الاستثمار المتوافق مع الشريعة في الأدبيات المالية، هناك في الواقع زيادة في الاهتمامات البحثية في مجال صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، و خاصة حول آثار الأزمة المالية العالمية (2007-2008) على أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة.

أولا/ الاشكالية

تم صياغة إشكالية بحثنا في السؤال الرئيسي التالي:

ما مدى قدرة صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في سوق ماليزيا المالي على تجاوز الأزمة المالية العالمية وتحقيق أداء أفضل خلال الفترة من 2005 إلى 2015؟

و يتفرع عن هذه الاشكالية الأسئلة الفرعية التالية:

- 1) هل أداء السوق أفضل من أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة قبل الأزمة المالية؟
- 2) هل صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة لها أداء أفضل من أداء السوق خلال الأزمة المالية؟
- 3) هل صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة تحقق مستوى أداء أفضل من السوق بعد الأزمة المالية؟
- 4) هل مديرو الصناديق المتوافقة مع الشريعة لهم القدرة الجيدة على توقيت السوق؟
- 5) هل التنظيم الجيد للسوق المالية الإسلامية في ماليزيا وراء نجاح صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في مواجهة الأزمة المالية العالمية؟

¹ 1 دولار=3.9750 رينجت ماليزي، 1 رينجت ماليزي=0.2516 دولار.

ثانيا/ فرضيات الدراسة

للإجابة على إشكالية الدراسة، نحاول اختبار صحة الفرضية التالية:

- تستطيع صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في سوق ماليزيا المالي تجاوز الأزمة المالية و تحقيق أداء أفضل خلال الفترة من 2005 إلى 2015؛

و تتفرع هذه الفرضية إلى الفرضيات الفرعية التالية:

1. استطاعت السوق تحقيق أداء أفضل من أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة خلال فترة ما قبل الأزمة؛
2. خلال الأزمة المالية صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة تحقق أداء أفضل مقارنة بأداء السوق؛
3. لا تستطيع صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة تحقيق أداء أفضل من السوق بعد الأزمة المالية؛
4. يمتلك مديرو صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة قدرة جيدة لتوقيت السوق خلال الأزمة المالية لتحقيق عوائد إضافية؛
5. التنظيم الجيد و التطور الحاصل للسوق المالية الاسلامية في ماليزيا انعكس ايجابا على أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة؛

ثالثا/ مبررات اختيار الموضوع

تتبع أسباب اختيار موضوع صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة من دوافع موضوعية و أخرى ذاتية يمكن ذكرها كما يلي:

أ/ الدوافع الموضوعية:

1. تعتبر صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة من أهم الأدوات الاستثمارية الحديثة و المتطورة في الأسواق المالية، و من أهم الوسائل لجمع المدخرات و تكوين رؤوس الأموال اللازمة؛
2. الاهتمام الكبير و المتزايد الذي حظيت به صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، و خاصة بعد الأزمة المالية العالمية بشكل خاص و التمويل الاسلامي بشكل عام؛

ب/ الدوافع الذاتية:

- الرغبة في التعمق في التمويل الاسلامي و خاصة صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، و التحكم في أدوات قياس الأداء و بخاصة الحديثة منها؛

رابعاً/ أهمية الدراسة

- تتمثل أهمية الدراسة و المتعلقة بتقييم أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في سوق ماليزيا المالي الاسلامي خلال الفترة من 2005 إلى 2015، فيما يلي:

أ/ من حيث الموضوع:

- أصبح موضوع قياس أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة من المواضيع المهمة في الوسط العلمي والبحث العلمي، و ذلك من خلال الجهود الأكاديمية العلمية المتزايدة حولها، و خاصة بعد الأزمة المالية العالمية، حيث توجد العديد من الأبحاث حول هذا الموضوع، و تزايدت أهمية هذا الموضوع بعد قصور صناديق الاستثمار التقليدية في مواجهة الأزمة المالية العالمية.

ب/ من حيث المنهجية:

تم استخدام ثلاث مؤشرات لقياس أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة المدرجة في سوق ماليزيا المالي الاسلامي، من ضمن المؤشرات الثلاث هناك مؤشر Adjusted Sharp، و مؤشر Treynor اللذان يعتبران مؤشرين تقليديين والمؤشر الثالث هو مؤشر Sortino و الذي يعتبر حديث نوعا ما في تطبيقات قياس أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة.

ج/ من حيث عينة الدراسة:

تناول دراستنا صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، و المدرجة في السوق المالي الاسلامي الماليزي الذي يعتبر رائدا في مجال التمويل الاسلامي من حيث الأدوات و التنظيم المحكم، و هذا ما سيساعد في الوصول لنتائج الدراسة وتحليلها بطريقة جيدة.

خامساً/ أهداف الدراسة

إضافة إلى الإجابة على إشكالية الدراسة و اختبار صحة الفرضيات، فإننا نسعى إلى:

1. دراسة تأثير الأزمة المالية العالية على أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في سوق ماليزيا المالي وذلك خلال الفترة 2005-2015؛

2. الوقوف على أهم التطورات المتعلقة بموضوع صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، و دورها في تجميع

مدخرات المسلمين؛

3. التعرف على سير أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في الأسواق المالية المتقدمة و الناشئة على حد سواء؛

سادسا/ حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة فيما يلي:

أ/ **الحدود المكانية:** نحاول من خلال هذه الدراسة تقييم أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة المدرجة في سوق ماليزيا المالي الاسلامي، كنموذج مماثل لباقي صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة.

ب/ **الحدود الزمانية:** تستخدم الدراسة البيانات الشهرية لعوائد صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، و المدرجة في السوق المالي الاسلامي الماليزي خلال الفترة من 2005 إلى 2015، وكذلك مؤشر السوق المالية الاسلامية الماليزية داوجونز (DJIMY)، و تم أيضا استخدام المعدل اليومي لأذونات الخزانة الحكومية الماليزية (MGI) كمعدلات خالية من المخاطر.

سابعا/ المنهج المستخدم و الأدوات المستعملة

بناء على طبيعة الاشكالية المطروحة و بغية الوصول إلى الأهداف في هذه الدراسة، و قصد الإلمام بجوانبه سنحاول استخدام المناهج المعتمدة في الدراسات المالية و الاقتصادية، و بذلك سنستخدم المنهج الوصفي في الفصلين الأول و الثاني بما يحتويانه من مفاهيم حول الأسواق المالية و صناديق الاستثمار، و أهم الدراسات السابقة في الموضوع، كما سنقوم باعتماد أسلوب دراسة الحالة و المنهج التحليلي في الفصل الثالث و ذلك باستخدام مجموعة من المؤشرات و الأدوات الاحصائية لقياس أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة خلال الفترة من 2005 إلى 2015.

ثامنا/ هيكل الدراسة

قصد انجاز الدراسة و الإجابة على اشكالياتها تم تقسيمها إلى ثلاثة فصول، فصل نظري، فصل للدراسات السابقة، و فصل لدراسة الحالة، و ذلك كما يلي:

الفصل الأول: تحت عنوان **الإطار النظري لصناديق الاستثمار**، تم التطرق فيه إلى ماهية بورصة القيم المنقولة وايضا تم تسليط الضوء على ماهية صناديق الاستثمار و صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، و في الأخير تطرقنا إلى تداعيات الأزمة المالية على كل من الأسواق المالية، و صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة.

الفصل الثاني: احتوى الفصل الثاني الدراسات السابقة في الموضوع، حيث تم تقسيمها إلى دراسات في السوق المالي الماليزي و الأخرى في الأسواق المالية العالمية.

الفصل الثالث: تم عنونته ب تحليل أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في سوق ماليزيا المالي خلال الفترة 2005 إلى 2015، حيث تضمن اختبار الفرضيات المعتمدة في الدراسة بهدف الإجابة على الاشكالية حيث استخدمنا البيانات الشهرية لعوائد صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، و قد تم في البداية التطرق إلى الإطار التنظيمي لسوق ماليزيا المالي، ثم تطرقنا أيضا إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية على السوق المالي الاسلامي الماليزي ثم دراسة و مقارنة أداء الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة حيث تم تقسيم فترة الدراسة إلى ثلاث فترات فرعية بحيث تتضمن هذه الفترات الفرعية فترة الأزمة المالية العالمية، و لدراسة الأداء استخدمنا في البداية مؤشر "Treynor" والذي يعتمد على معامل (β) للصندوق كمقياس للمخاطر، و تم قياس أداء الصناديق المتوافقة مع الشريعة وفق هذا المؤشر و خلال الفترات الفرعية للدراسة، ثم تطرقنا إلى قياس و تقييم الأداء من خلال مؤشر "Adjusted Sharp" والذي يقوم على أساس قياس المخاطر الكلية للصندوق الاستثماري باستخدام الانحراف المعياري، و المؤشر الثالث والذي تم استخدامه أيضا لقياس و تقييم أداء الصناديق المتوافقة مع الشريعة هو مؤشر (Sortino)، و وفقا لهذا المؤشر فإنه يستبدل العائد الخالي من المخاطرة بالحد الأدنى للعائد المقبول الذي لا يقبل المستثمر عائدا أقل منه عند حساب الانحراف المعياري، و تم من خلال هذا المؤشر قياس أداء المديرين من أجل الوقوف على قدرتهم في إدارة الصناديق المتوافقة مع الشريعة خلال الأزمة المالية العالمية.

تاسعا/ صعوبات الدراسة

- صعوبة الحصول على المعلومة مجانا بالإضافة إلى كون قاعدة البيانات (Morningstar database) تُوفر البيانات الكاملة لكل الأسواق المالية العالمية، لكن هذه القاعدة تتعامل فقط مع المنظمات و الجامعات.

الفصل الأول

الإطار النظري لصناديق الاستثمار

تمهيد:

تعتبر بورصة القيم المنقولة جهاز تمويلي، يقوم بدور رئيسي في تعبئة المدخرات و توجيهها نحو الاستثمار في مختلف القيم و الأدوات المالية، و من بين أهم تلك الأدوات المالية، و التي اكتست أهمية بالغة صناديق الاستثمار، إذ تلعب صناديق الاستثمار دورا مهما في أسواق المال في العالم كوسيلة فعالة في تجميع المدخرات وإتاحة فرص الاستثمار لصغار المستثمرين تحت إشراف أجهزة متخصصة.

و لقد ظهرت صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة استجابة لرغبات كثير من المسلمين الذين يحرصون على الربح الخالي من الشبهات، فقد شهدت بعض الدول الإسلامية تأسيس المئات من صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، و التي ساهمت في رفع الاستثمار و زيادة الفرص الاستثمارية للأفراد و الشركات المالية وزيادة الثقة فيها، و من خلال هذا الفصل سوف نتطرق إلى النقاط التالية:

1. ماهية بورصة القيم المنقولة و كفاءة الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية؛
2. مفاهيم أساسية حول صناديق الاستثمار التقليدية، و صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة؛
3. تداعيات الأزمة المالية العالمية على السواق المالية و أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة؛

1.1. ماهية بورصة القيم المنقولة

أصبح موضوع أسواق الأوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة و النامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور بالغ الأهمية في جذب الفائض من رأس المال غير الموظف و غير المعبأ في الاقتصاد الوطني، و تحوله من مال عاطل خامل إلى رأس مال موظف و فعال في الدورة الاقتصادية، و ذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم و السندات و الصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية.

1.1.1. واقع بورصة القيم المنقولة

1.1.1.1. تعريف بورصة القيم المنقولة: وردت العديد من التعاريف لبورصة القيم المنقولة، و اتفقت جميعها على إبراز أهم الجوانب التي تميزها و فيما يلي عرض لبعض التعاريف التي اعطت شمولية لمفهومها²:
جاء في القاموس الاقتصادي تعريف بورصة القيم المنقولة كالتالي: إن سوق الأوراق المالية هي سوق منظمة تنظيما دقيقا لتداول الأسهم و السندات.

حسب **G.Defosse et P.Balley (1993)** فإن بورصة القيم المنقولة هي سوق ثانوية متاحة لعموم الجمهور و تكون منظمة بحيث يتم فيها تداول القيم المنقولة المسجلة في التسعيرة.
حسب **شمعون شمعون** فإن بورصة القيم المنقولة عبارة عن سوق تنعقد في مكان معين و في أوقات دورية بين المتعاملين في بيع و شراء مختلف الأوراق المالية.

حسب **ليلي شحاتة، و نبيل شاكر (1989)** فإن بورصة القيم المنقولة هي سوق تتم فيه عمليات البيع والشراء، فعندما يشتري عميل فهو يشتري من عميل آخر، و عندما يبيع فهو يبيع لعميل آخر، أما البورصة لا تشتري و لا تبيع.

حسب **محمد براق** فإن البورصة هي مكان أو سوق يلتقي فيه دوريا أعوان مختصون معتمدون، حيث يقومون بإبرام صفقات بالبيع و الشراء لقيم متداولة (أوراق مالية من أسهم و سندات)، أو أشياء غير موجودة تحت نظر الأطراف المتعاقدة بأسعار متفاوض عليها تعرف بتسعيرة البورصة، و التي إما تكون بالتقايض (عمليات عاجلة)، أو بصفة آجلة شريطة ان تتم كل العمليات في البورصة و تحت مراقبة السلطات العمومية، ضمانا لحرية التعامل و العلانية.

من خلال استعراض التعاريف السابقة يمكن اعطاء تصور لتعريف شامل و هو " إن بورصة القيم المنقولة هي كل مكان-سوق ثانوي- منظم أو غير منظم يلتقي فيه دوريا أعوان مختصون (سماسرة) يقومون بإبرام صفقات بالبيع و الشراء على أوراق مالية (أسهم، سندات، قيم مهجنة) يسبق إصدارها، أو على عقود مرتبطة بتلك

²سويبي الهواري، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة الجزائر
2008/2007، ص 115.

الأوراق المالية (عمليات آجلة، مستقبلات، خيارات)، لصالحهم أو لصالح زبائنهم (المستثمرون الماليون) وفق أسعار تتحدد تبعا لآلية العرض و الطلب، مع العلم أن كل هذا يحدث تحت رقابة السلطات الوصية³.

2.1.1.1.I. الأدوار المنوطة ببورصة القيم المنقولة

تتمثل تلك الأدوار في:

1. تتوفر بورصة القيم المنقولة على منتجات متنوعة (أوراق مالية، أسهم، سندات، قيم مهجنة، أدوات مستحدثة مثل المشتقات)، حيث نسمح للمستثمرين بتكوين و تنوع محافظهم من خلال هذه المنتجات⁴؛
2. توفر المعلومات و الافصاح كما و كيفا لأصحاب المحافظ المالية، حتى تمكنهم من اتخاذ قرارات رشيدة فتحدد قيمة الأوراق المالية بناء على معلومات صحيحة هو تحديد لقيمتها الحقيقية؛
3. تتميز بورصة القيم بالتنظيم، الأمر الذي يمكنها من حماية المستثمرين و محافظهم المالية؛
4. ان وجود عدد كبير من المنتجات المالية في بورصة القيم أظهر أن للبورصة دور مهم يتمثل في تسيير المخاطر إذ يعتبر السبب الرئيس في تكوين محافظ الأوراق المالية؛
5. تسمح لأصحاب محافظ الأوراق المالية بتسييل مكونات محافظهم في أي وقت، و ذلك بيعها و بالتالي فهي تقلل من مخطر سيولة حافظة الأوراق المالية، كما تسمح لهم باستبدالها بأوراق أخرى و بالتالي تساعد في عملية مراجعة و استحداث المحافظ؛
6. تقوم بورصة القيم بتقييم دائم و مستمر لمنتجاتها، مما يسمح لمدراء المحافظ بمراجعة محافظهم المالية وتحديثها⁵؛

3.1.1.1.I. مؤشرات بورصة القيم المنقولة

1. مفهوم المؤشر: هو تقنية تعطي لمستعمليه نظرة شاملة حول تطور أسعار القيم المتداولة في وقت معين والتعرف على اتجاه وسلوك البورصة بصدق⁶، و غالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر ان يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه⁷.
- و يوجد نوعين من المؤشرات، المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة (DJIA) و مؤشر 500 لستاندرد أند بورد (S&P 500)، و مؤشرات قطاعية تقيس حالة

³.سويسسي الهواري، مرجع سبق ذكره، ص 116.

⁴عبد الغفار حنفي، رسمية قريفاص، أسواق المال و تمويل المشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص 10.

⁵منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2002، ص 241.

⁶بوكساني رشيد، معوقات اسواق الأوراق المالية و سبل تفعيلها، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 2006/2005، ص 112.

⁷عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، الطبعة الثالثة، العدد السابع و العشرون، مارس 2004، ص 07.

السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة، و منها مؤشر داوجونز لصناعة النقل، و مؤشر ستاندرد أند بورد لصناعة الخدمات العامة.

ظهرت مؤشرات البورصة في البداية لغرض قياس تحركات السوق في الجمل القصير، من أجل التنبؤ باتجاهات السوق و سرعة تحركاته، و لم يدخل ضمن حسابات تلك المؤشرات ما يلي:

- قياس أداء السوق؛
 - قياس أداء المحافظ أي المخاطر المنتظمة لحافطة الأوراق المالية؛
 - توزيعات الأرباح؛
- و مع تطور البيئة الاستثمارية في الدول الصناعية، و ذلك من حيث الأدوات المالية، و حجم التداول و ظهور شركات الأوراق المالية، و صناديق الاستثمار، و المساهمات العلمية في هذا المجال، ادخلت ضمن حساب المؤشرات ما يلي:

- نظرية حافطة الأوراق المالية؛
- نظرية هيكل رأس المال؛
- نظرية المراجعة و نموذج تسعير الأصول المالية؛

2. استخدامات المؤشرات

إضافة إلى كون المؤشر أداة هامة لمعرفة الأداء الاقتصادي في الدولة أو التنبؤ بما ستكون عليه مستقبلا له استخدامات عديدة تمه للمستثمرين الأفراد و غيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، كإعطاء فكرة سريعة عن العائد المتولد عن حافطة الأوراق المالية للمستثمر، و الحكم على مستوى أداء المديرين المحترفين القائمين على إدارة المحافظ في المؤسسات الاستثمارية المتخصصة، كما أنها تستخدم لوضع تصور لحالة السوق في المستقبل إلى جانب استخدامها لقياس المخاطر المنتظمة لحافطة الأوراق المالية، يمكن توضيح هذه الاستخدامات في ما يلي⁸:

- **إعطاء فكرة سريعة عن أداء الحافطة:** القاعدة العامة أن حركة أسعار الأسهم المتداولة في السوق تسير في نفس الاتجاه، و هذا يعني بالتبعية وجود علاقة طردية بين التغير في أسعار الأسهم، و التغير الذي طرأ على مؤشرات الأسعار، و عليه فإنه يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد حافطة أوراقه المالية إيجابا أو سلبا، لمجرد معرفته لاتجاه التغير الذي طرأ على مؤشر حالة السوق، دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدة، و إذا كانت كل استثماراته في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

⁸ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 246.

- **الحكم على أداء المديرين المحترفين:** وفقا لفكرة التنوع الساذج يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على حافظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا، يعادل تقريبا معدل عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المالية المتداولة بالسوق) الذي يعكسه المؤشر، و لكن المدير المحترف المشرف على حافظة معينة، و الذي يستعمل طرق فعالة و أساليب تنوع علمية (تنوع ماركويتز) سيحقق عائد أعلى من متوسط عائد السوق، و ذلك باستخدام أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي تحققه حافظة الأوراق المالية المعنية.
- **التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق:** يمكن التنبؤ مقدما بالحالة التي سيكون عليها السوق في المستقبل، و ذلك من خلال دراسة بعض المتغيرات الاقتصادية و علاقتها مع المتغيرات التي تطرأ على المؤشر، كما أن إجراء تحليل للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط لهذه المتغيرات، و عليه يمكن اتخاذ القرار الاستثماري السليم في الوقت السليم، و يتم تحليل ذلك من خلال التحليل و التحليل الفني للأوراق المالية.
- **تقدير مخاطر الحافظة:** يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لحافظة الأوراق المالية أو ما يسمى بالمخاطر العامة، و تقاس هذه المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في الحافظة و معدل العائد على حافظة السوق.

3. أنواع المؤشرات

تتمثل أهم المؤشرات الرئيسية في⁹:

- (1) **مؤشر داوجونز Dow Jones Index** : تم استخدام هذا المؤشر ابتداء من عام 1884، و هو يصدر لمتابعة سلوك بورصة نيويورك، و يتكون من 30 شركة، و يقيس مستوى أسعار أسهم 30 شركة صناعية كبرى تمثل أعلى مستوى في الإدارة و الخبرة من الأرباح و التوزيعات في بورصة نيويورك، و هذه الشركات تعد من أقوى و أعظم الشركات الأمريكية.
- (2) **مؤشر S&P500**: بدأ العمل بهذا المؤشر عام 1923 عندما بدأت شركة **S&P500** بنشر أسعار بورصة نيويورك، يعتمد على 233 سهما و يستخدم لقياس الأداء المالي و الاستثماري للأفراد والجماعات، و يحتوي على أوراق 500 شركة متنوعة ما بين صناعة و خدمات و نقل و بنوك و تأمين وتمثل هذه الشركات حوالي 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك، و يقوم هذا المؤشر في حسابه على الوزن المرجح¹⁰.

⁹ سامي خطاب، المحافظ الاستثمارية و مؤشرات أسعار الأسهم و صناديق الاستثمار، ورقة عمل مقدمة خلال ندوة الأسواق المالية المنظمة من طرف هيئة الأسواق المالية والسلع بورصة أبوظبي، الامارات العربية المتحدة، 2005، ص 45.

¹⁰ أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية و آثارها الائتمانية في الاقتصاد الاسلامي، الطبعة الأولى، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية، جدة، 1995، ص 456.

- (3) مؤشر **Nikkei**: و هو من المؤشرات الرئيسية بسوق طوكيو و يحتوي على أوراق مالية لـ 225 شركة تمثل 70% من الشركات الكبرى في سوق طوكيو، و يستخدم هذا المؤشر لقياس مدى التغير المحقق في حجم الأوراق المالية و مقياس للعوائد و مساعد للمستثمرين على تكوين حافظة الأوراق المالية.
- (4) مؤشر **CAC40**: هو مؤشر بورصة باريس، يقيس التغير في 224 شركة فرنسية وفقا لأوضاعها الاقتصادية، و التي تمثل نسبة 85% من بورصة باريس.

4.1.1.I. كفاءة بورصة القيم المنقولة

1. مفهوم كفاءة بورصة القيم

تعني كفاءة السوق أن سعر الورقة المالية المتداولة في تلك السوق، وفي تاريخ معين يعكس المعلومات المتاحة عن تلك الورقة حتى هذا التاريخ، و ان أي معلومات جديدة عن هذه الورقة المالية ستنعكس و بصورة فورية على السعر فور إتاحة هذه المعلومات إلى المتعاملين في السوق المباشرة¹¹، و هذا يعني أن أي معلومة جديدة سيتم تحليلها في ضوء القيمة الحالية للسعر، و ينعكس أثرها على السعر في شكل تغيرات موجبة أو سالبة حسب أثر تلك المعلومة في القيمة الحقيقية للسهم.

إذن فالسوق الكفاء هو ذلك السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة للسوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، و هو ما يضمن تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تمثله تلك المعلومات من أنباء سيئة أو جيدة، و هذا يعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر و آخر على تلك المعلومات، هذا المفهوم لكفاءة السوق يطلق عليه بالكفاءة التامة و التي فرضياتها كالاتي¹²:

- المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية، فيما يخص وضعيتها الحالية أو توقعاتها متاحة للجميع في ذات اللحظة ودون أي تكلفة تذكر؛
- وجود عدد كبير من المستثمرين للأوراق المالية على النحو الذي لا يمكن لدخول احدهم أو خروجه التأثير أو تغيير أسعار السوق المعلنة، و المحددة وفقا لقوى العرض و الطلب و القبول بها، و من ثم يفترض انه ليس باستطاعة أي متعامل ان يؤثر على الأسعار من خلال عمليات البيع و الشراء، و إن كانت ذات حجم كبير؛
- تكاليف الصفقات و المعاملات معدومة مثل: تكاليف السمسرة، الضرائب... إلخ، بمعنى عدم وجود أي قيود على التعامل؛

¹¹ محمد السهلي، التحليل المالي-نظرة محاسبية- كفاءة السوق، ص 04.

¹² هوارى سويسى، مرجع سبق ذكره، ص 135.

- اتصاف المستثمرين بالرشادة الاقتصادية، حيث يسعى كل منهم إلى ترشيد تصرفاته الاستثمارية على النحو الذي يحقق له المنفعة القصوى عن طريق استثمار ثروته؛

يلاحظ أن ما تقدم من الفرضيات غير قابل للتطبيق على أرض الواقع، سوى الفرضية المتعلقة بالرشادة الاقتصادية، إذن فالكفاءة التامة هي مجرد تصور نظري بعيد عن الواقع، حيث لا يمكن لأي سوق أن تتوافر به جميع الفرضيات التي تقوم عليها الكفاءة التامة، لأنه في الواقع يوجد فاصل زمني يطول أو يقصر بين دخول المعلومة إلى السوق و انعكاسها في سعر الورقة المالية، و بالتالي فإنه في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومة إلى السوق و حتى تبدو آثارها على سعر الورقة المالية.

- حسب " L.Haim & S.Marshall "(1984): يكون السوق ذو كفاءة لما تنعكس المعلومات الملائمة المعطاة عن الأسهم على أسعارها، و يصبح سعر السهم الحالي هو أفضل توقع لقيمته، و بذلك لا يمكن تحقيق أية أرباح غير عادية بالاعتماد على هذه المعلومات الجديدة¹³.
- حسب "Fama"(1970): السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي يحتوي على اعداد كبيرة من المتدخلين الراشدين (لديهم الرشادة الاقتصادية) و الراغبين في تعظيم أرباحهم، و تكون أسعار الأوراق المالية به تعكس جميع المعلومات المتاحة و المتعلقة بالأحداث الماضية، الجارية و المتوقعة¹⁴.

2. أنواع الكفاءة الاقتصادية:

هناك نوعين رئيسيين هما:

- 1) الكفاءة الخارجية (التسعيرية): تحدث خارج أسوار السوق المالي، و تعني قدرة المستثمرين الماليين على تحليل و ترجمة المعلومات المتدفقة إلى بشكل جيد للوصول إلى تقدير القيمة الحقيقية للمؤسسة بشكل سريع و بتكاليف معقولة و اقتصادية¹⁵.
- 2) الكفاءة الداخلية (التشغيلية): تعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض و الطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة، و دون أن يتاح للتجار و المتخصصين (أي صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه¹⁶.

¹³ سويسي الهواري، مرجع سابق ذكره، ص 132.

¹⁴ E. Fama , Efficient capital markets : A review of theory and empirical work, in Journal of finance, Vol 25.N^o2, May1970, P : 384.

¹⁵ أرشد فواد التميمي، اسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل و إدارة)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2004، ص 140.

¹⁶ عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية و ارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي الخامس " اقتصاد المعرفة و التنمية الاقتصادية" جامعة الزيتونة، الأردن، 16-18/3/1426هـ، ص 06.

3. صيغ كفاءة بورصة القيم المنقولة:

قام "Fama" عام 1970 بتعريف الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي، و تتمثل في¹⁷:

(1) **فرض الصيغة الضعيفة:** يقتضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية أو الماضية عن أسعار الأسهم بالكامل، و معنى ذلك انه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتمادا على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي، لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض و هو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم، و في ظل هذه المعلومات لا يستطيع المستثمر المالي تحقيق أرباح غير عادية، و لقد استخدمت الدراسات الميدانية مداخل مختلفة لاختبار فروض الصيغة الضعيفة، مثل سلاسل الارتباط و قواعد التصفية، و كان الهدف من استخدام هذه النماذج الإحصائية هو تحديد درجة العشوائية لسلسلة متتالية من الأسعار، و لقد توصلت هذه الدراسات إلى تأكيد صحة فرض السوق من الشكل الضعيف، مما يعني رفض الفكرة التي يقوم عليها التحليل الفني والتي ترى أنه يمكن دراسة التغيرات في سعر السهم خلال فترة ماضية بهدف التنبؤ بحركة السهم في المستقبل.

(2) **فرض الصيغة متوسطة القوة:** يفترض المستوى متوسط القوة بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية، بل تعكس أيضا المعلومات الحالية المنشورة، و المتاحة للمستثمرين سواء كانت معلومات خاصة بالاقتصاد ككل، أو بالصناعة، أو بالقطاع، أو بالمؤسسة نفسها، أو بصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم و التقارير المالية (عادة ما تكون المعلومات المحاسبية)، و في هذا الفرض تستجيب أسعار الأوراق المالية لورود المعلومات الجديدة إلى السوق، حيث انه كلما زادت سرعة استجابة السوق، كلما كان هذا دليلا على الكفاءة، و بالتالي فالمستثمر المالي لا يستطيع تحقيق أرباح غير عادية كنتيجة لدراسة و تحليل هذه المعلومات، و هو ما يعرف بالتحليل الأساسي.

هناك العديد من الدراسات التي قامت باختبار صيغة الفرض متوسط القوة من خلال دراسة مدى استجابة الأسعار لبعض المعلومات المالية مثل الأرباح، التوزيعات، الإصدارات الجديدة، إعلان اشتقاق أو تجزئة الأسهم، الإعلان عن إتباع أساليب جديدة عند إعداد القوائم المالية... إلخ.

هناك اختلاف في اختبار فرض السوق الكفاء من النوع متوسط القوة، حيث أثبتت بعض الدراسات سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات بما لا يتيح الفرصة لأي مستثمر لأن يحقق عائدا متميزا، أو ربح غير عادي و هذا تأييدا لهذا الفرض، في حين كشفت دراسات أخرى أن هناك فاصل زمني يعطي فرصة

¹⁷ محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص ص 127، 130.

لتحليل المعلومات الواردة للسوق و إمكانية تحقيق أرباح غير عادية، مما يعني رفض صيغة الفرض متوسط القوة.

(3) **فرض الصيغة القوية:** يقصد به أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة و الحالية والمميزة وهذه الأخيرة تعني أن المعلومات التي تملكها فئة خاصة مثل أعضاء إدارة المنشأة دون وصولها لعموم المستثمرين، و بالتالي مهما امتلك المستثمر المالي من خبرة و مهارة في التحليل فإنه لا يستطيع تحقيق أرباح غير عادية.

و لقد اهتمت الدراسات التي تهدف إلى اختبار فرض الصيغة القوية بقياس العائد الذي يحققه بعض المستثمرين الذين يمكنهم الحصول على المعلومات المميزة (المعلومات غير المتاحة للسوق ككل) مثل المؤسسات المالية، و المحللين الماليين و كبار المساهمين، و أقارب مسيري المؤسسات، و قد بينت بعض هذه الدراسات أن المؤسسات المالية الكبرى مثل صناديق الاستثمار لا تحقق عائد غير عادي يفوق العائد الذي يقوم بتكوين محافظ أوراق مالية بطريقة عشوائية¹⁸، أما بالنسبة للمتخصصين في مجال التحليل المالي فقد أظهرت بعض الدراسات قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية، كما يمكن أيضا لكبار العاملين تحقيق أرباح غير عادية نتيجة للتعامل في الأوراق المالية التي تقوم المؤسسة التي يعملون بها بإصدارها، و هذا ما جعل الو.م.أ تقوم بإصدار قانون يعاقب كبار العاملين الذين يستغلون البيانات الخاصة بمؤسستهم لتحقيق أرباح غير عادية.

5.1.1.I. طريقة اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية

تم اختبار السوق الكفاء حسب "Fama" (1970) من خلال ثلاثة نقاط في¹⁹:

1. دراسة إمكانية التنبؤ بمعدلات المردودية: لا يمكن في السوق الكفاء التنبؤ بالمردودية المستقبلية، لأن الأسعار الملاحظة تعكس في كل لحظة كل المعلومات الممكن استخراجها من دراسة الأسعار أحجام التداول الماضية أو تغيرات معدلات الفائدة أو العائد؛
2. مدى استجابة السوق لأحداث نقطية: تكون السوق كفاء إذا كانت الأسعار الملاحظة تعكس كل المعلومات المعلنة أو المتاحة للجمهور، مثل التقارير السنوية التي تصدرها المؤسسات، تغيرات معدلات الفائدة، الإعلان عن عقد جديد، أو الزيادة في توزيعات أرباح الأسهم؛
3. مدى تأثير المعلومات المميزة على السوق: تكون السوق كفاء إذا لم تكن للمستثمر الذي يملك معلومات مميزة قدرة التأثير بشكل مبالغ فيه على الأسعار، لأنه في ظل السوق الكفاء يفترض أن الورقة المالية تعكس كل المعلومات العامة و الخاصة، أي الماضية و الحالية و المميزة؛

¹⁸ شعبان محمد اسلام البرزاري، بورصة الأوراق المالية (دراسة تحليلية)، دار الفكر، دمشق، 2002، ص 36.

¹⁹Pierre Verniment, *Finance D'entreprise*, 3^e edition, Dalloze, Paris, 1998.

6.1.1.I. تحليل الأزمة المالية العالمية في ظل فرضية كفاءة الأسواق المالية

تعني فرضية كفاءة السوق المالي أن جميع المعلومات السابقة و الحالية حول أصل ما تنعكس في أسعارها، و أن السوق يصل إلى نقطة التوازن بين المشتريين و الباعين عند السعر الصحيح.

فحسب "Fama" (1970) إن الأسعار في السوق حقيقية أي أنها تعكس جميع المعلومات المتوفرة و المتعلقة بالسوق، و هذا يرجع لعقلانية المستثمرين، لكن حسب Grossman and Stiglitz (1980) فإن الأسواق لا يمكن أن تكون كفأه بمعنى العقلانية، و قد أشارا إلى ذلك في مقالهما المعنون ب "استحالة الكفاءة المعلوماتية للأسواق المالية" : و هذا لأن السوق التي تكون فيها أسعار الأوراق المالية مساوية لقيمتها الحقيقية لا تعوض تكاليف المعلومات التي قد تكشف انحرافات الأسعار عن قيمتها الحقيقية²⁰، حيث أضعفت الأزمة المالية العالمية الادعاء بأن الأسعار صحيحة أي أنها تعكس الواقع، فالعديد من الأسعار كانت بوضوح غير صحيحة²¹.

بعد حدوث الأزمة المالية العالمية كان الاعتقاد بأن إيماننا بكفاءة الأسواق المالية هو سبب حدوث الأزمة المالية العالمية لكن في دراسة لكل من Meir Statman & Hersh Shefrin (2011) توصلنا فيها إلى انه من الصعب إلقاء اللوم على الأزمة كوننا نعتقد أن السوق تتسم بالكفاءة سواء كانت عقلانية أو مجرد أن السوق لا تقبل المنافسة هذا عند أكثر من أربعة أو خمسة صناديق استثمار أين يرفض مديروها الإيمان بأن السوق تتسم بالكفاءة، سواء من جانب العقلانية أو كونها لا تقبل المنافسة، و مديرو صناديق الاستثمار هم سوى مجموعة بسيطة من العديد ممن يرفضون الفكرة، بما في ذلك مديري صناديق التحوط، محللي الأوراق المالية، و المستثمرون الأفراد الذين يحاولون تحدي السوق و الفوز عليها عن طريق جمع المعلومات من المجالات و البرامج التلفزيونية.

و من الصعب أيضا إلقاء اللوم على الأزمة على أساس الاعتقاد بأن الأسواق تتسم بالكفاءة، مع العلم أن الأزمات تحدث و بانتظام منذ قرون مضت، قبل فترة طويلة من تبلور فرضية كفاءة الأسواق في الستينيات²² و هذا ما يؤكد أن ظهور الأزمات ليس متزامنا مع فرضية كفاءة الأسواق المالية.

²⁰ Grossman, S., and J. E. Stiglitz, 1980, **On the impossibility of informationally efficient markets**, American Economic Review 70, 393–408.

²¹ Jayanth R Varma (2011) **Finance Teaching and Research After the Global Financial Crisis**, VIKALPA • VOLUME 36 • NO 4 • OCTOBER - DECEMBER 2011p7 .

²² Hersh Shefrin , Meir Statman, **Behavioral Finance in the Financial Crisis: Market Efficiency, Minsky, and Keynes**, Santa Clara University, November 2011,p 17.

2.1.1 واقع الأصول المالية

تمثل الأصول المالية السلع (الأوراق) التي يجري تداولها بيعاً و شراءً في السوق المالية، لذلك فهي العمود الفقري في الأسواق المالية المعاصرة، من هنا تبرز ضرورة دراسة الأوراق المالية جزءاً مهماً من دراسة الأسواق المالية لا سيما وأن مفهوم السوق المالية يتضمن الإشارة إلى طبيعة الأصول التي يجري التعامل بها، وعلى الرغم من أن السوق المالية تتضمن تداولاً لأصول أوسع من حدود الأوراق المالية، إلا أن التمويل المعاصر بأشكاله كافة يركز على الأوراق المالية بسبب خصائصها و مرونة التعامل بها ما بين وحدات العجز و وحدات الفائض²³.

1.2.1.1 فئات الأصول التقليدية

1.1.2.1.1 الأسهم العادية:

تمثل الأسهم العادية Commun Stocks مستند ملكي له قيمة اسمية، قيمة دفترية، قيمة سوقية²⁴ وقيمة تصفوية²⁵.

و تمثل القيمة الاسمية القيمة المدونة على وثيقة السهم و هي قيمة نظرية لتوثيق رأس المال المدفوع في المستندات المحاسبية للشركة، و عادة ما يكون منصوص عليها في عقد تأسيس الشركة، غير أنه يمكن تغييرها عملياً بموجب قرار اشتقاق الأسهم، و تحدد معظم الدول حداً أدنى للقيمة الاسمية حيث لا يمكن للشركة إصدار الأسهم بقيمة أقل من ذلك أما القيمة الدفترية فتمثل قيمة الأسهم المقيدة بدفاتر الشركة معبراً عنها بقيمة حقوق الملكية* (و لا تتضمن قيمة الأسهم الممتازة) مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، أما القيمة السوقية للسهم فتمثل السعر الذي يتداول به السهم في السوق، و لا يشترط تطابقها مع أي من القيمتين الدفترية و الاسمية²⁶.

و بالتالي فمن المتوقع أن تتذبذب هذه القيمة صعوداً و هبوطاً بسبب تأثيرها بعوامل عديدة كالقيمة الدفترية للسهم وظروف العرض و الطلب في السوق، و توقعات المحللين الماليين بخصوص مستقبل أوضاع الشركة (أي مركزها المالي و قدرتها على تحقيق الأرباح) و توزيعات الشركة للأرباح، فضلاً عن تأثير الظروف الاقتصادية كالتضخم و الركود الاقتصادي²⁷.

في حين تمثل القيمة التصفوية للسهم العادي نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة المصفاة بعد تسديد كل الالتزامات و حقوق الدين و حملة الأسهم الممتازة²⁸، و يشير المتعاملون في السوق المالية إلى أن القيمة

²³ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، الطبعة العربية الأولى، الإصدار الأول 2005، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان- الأردن، ص 85.

²⁴ منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، الاسكندرية، منشأة المعارف 1995، ص 07.

²⁵ نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا و البحوث التطبيقية، طرابلس، 1998، ص 60.

* تتضمن حقوق الملكية للسهم العادي مجموع الاحتياطات و الأرباح المحتجزة و علاوة الإصدار و مجموع قيم الأسهم العادية.

²⁶ أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص 25، 26.

²⁷ Pascal, Quiny, Yann le Fur, *Finance d'entreprise*, 5^e Edition (Paris; Dalloz), p 541

²⁸ الهيتي، مرجع سابق، ص 60.

الاسمية والقيمة الدفترية لا تمثلان تقييما حقيقيا للسهم، نظرا لأن القيمة الحقيقية للسهم العادي تتوقف على العائد الذي يتوقع تحقيقه نتيجة لامتلاكه، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية و التوزيعات²⁹ Dividends، لذلك لا يوجد في واقع الأمر ما يضمن قدرة الشركة المصدرة على تسويق أسهمها بقيمتها الاسمية، بل إن وجود الخصم أو العلاوة على القيمة الاسمية هو السيناريو الأكثر احتمالا لضمان بيع السهم بقيمته السوقية.

و تمثل الأسهم العادية مصدرا دائما للتمويل، إذ لا يمكن الرجوع إلى الشركة لاسترداد قيمتها، لكن إذا ما أراد المستثمر تسيلها فلا سبيل أمامه إلا بيعها في سوق الأوراق المالية، و يتمتع المساهمون من حملة الأسهم العادية بعدد من الحقوق من بينها الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو التنازل، و الحق في الحصول على نصيب من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها بعد استيفاء حملة السندات و الأسهم الممتازة لحقوقهم، و قد تكون هذه التوزيعات في صورة نقدية Cash Dividends، أو في صورة توزيعات مجانية للأسهم Stock Dividend وتتيح الأسهم العادية حقوقا أخرى لحاملها كالحق في نصيب من أصول الشركة عند تصفية أصولها، و الحق في حضور الجمعية العمومية والتصويت على قرارات مجلس الإدارة بنسبة ما يملكه المساهم من أسهم عادية³⁰.

1. الاتجاهات الحديثة للأسهم العادية:

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية، ظهرت خلا الثلث الأخير من القرن العشرين عدة أنواع من الأسهم العادية يمكن إبرازها فيما يلي:

• الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

من المعتاد أن يتمتع حملة الأسهم العادية بالحق في الحصول على نصيب من الأرباح المحققة في نهاية كل دورة مالية إذا ما قررت إدارة الشركة توزيعها، غير أن شركة "جنرال موتورز" قد أصدرت في الثمانينيات مجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية، فإلى جانب الأسهم العادية للشركة ككل أصدرت الشركة المذكورة مجموعة من الأسهم أطلق عليها "صنف E" E Class، و قد ربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملتها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الالكترونية في الشركة. و مجموعة أخرى أطلق عليها "صنف H" H Class و قد ربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج قطع غيار الطائرات³¹.

• الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:

الأصل في التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية أنها لا تعتبر جزءا من الأعباء التي تخصم قبل فرض الضريبة كما هو الحال بالنسبة للفوائد التي لحملة السندات، غير أنه مع بداية ثمانينيات القرن العشرين صدر

²⁹ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 89.

³⁰ أمين السيد أحمد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص 438.

³¹ منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 504، 505.

في الو.م.أ. تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تباع حصة من أسهمها العادية للعاملين بها بخصم التوزيعات المقررة على تلك الأسهم من الإيرادات قبل فرض الضريبة، و هذا في إطار تشجيع مشاركة العاملين بالشركة على ملكيتها كما نص هذا القانون على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء تلك الأسهم من دفع الضرائب على 50% من الفوائد التي تحصل عليها من خلال هذا الصندوق³².

• الأسهم العادية المضمونة:

و هي نوع من الأسهم العادية و تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب إصدار السهم، و إذا لم يصل انخفاض السهم إلى الحد المنصوص عليه أو تجاوز هذا الحد و لكن بعد انتهاء الفترة المحددة فليس للمستثمر الحق في مطالبة الشركة بأي تعويض³³، و يمثل الضمان الذي توفره هذه الأسهم بمثابة عامل جذب للمستثمرين المتريدين في التعامل في سوق الأوراق المالية، إذ تتيح لحاملها المزيد من الأرباح كلما ارتفعت القيمة السوقية للسهم، في حين أن خسائرها عادة ما تكون محدودة.

و لا تقتصر مزايا الأسهم المضمونة على جذب المستثمرين فحسب، بل إنها تحقق الحماية لبنوك الاستثمار التي تتولى عملية إصدار الأسهم، إذ من شأن هذه حماية ضمان التصريف الكامل للإصدار بتكلفة منخفضة وبالتالي توفير الموارد المالية التي خططت الشركة المصدرة تعبئتها.

2.1.2.1.I. الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز Preferred Stock مستند ملكية، و إن كانت ملكيته تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي، و لهذا المستند قيمة اسمية، و قيمة دفترية و قيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي غير أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز تحسب بنسبة قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة إلى العدد الإجمالي للأسهم المصدرة³⁴، بمعنى أنه ليس للأسهم الممتازة نصيب من الاحتياطات و الأرباح المحتجزة التي تظهر في القوائم المالية للشركة.

و تجدر الإشارة إلى أن السهم الممتاز ليس له عادة تاريخ استحقاق، غير أنه من الممكن أن ينص في العقد على شرط استدعائه في وقت لاحق مقابل أن يحصل حاملته على قيمة تفوق القيمة الاسمية لهذه الأسهم، و يمثل هذا الحق ميزة للشركة المصدرة، إذ يمكنها الاستفادة من أسعار الفائدة في السوق و ذلك بالتخلص من الأسهم الممتازة المصدرة و إحلالها بسندات أو بأسهم ممتازة ذات معدل فائدة/ عائد منخفض، و تجمع الأسهم الممتازة بين الأسهم العادية والسندات، إذ تتفق مع الأسهم العادية من حيث أنها تمثل مستند ملكية ليس له تاريخ

³²محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، 2005، الاسكندرية، ص 35.

³³نفس المرجع، ص 35.

³⁴عبد الغفار حنفي، رسمية زكية قرياقص، الأسواق و المؤسسات المالية، الاسكندرية، الدار الجامعية، 2004، ص 258.

استحقاق محدد، و أن مسؤولية حملة هذه الأسهم محدودة بمقدار مساهمته في رأس المال، كما لا يحق لحملة هذه الأسهم المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت الإدارة إجراء توزيعات³⁵، و من ناحية أخرى الأسهم الممتازة تشبه السندات في أن لحامل السهم الممتاز الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، و من ثم فتحقيق الشركة لأرباح مرتفعة أو متواضعة لن يؤثر في التوزيع الخاص بهذه الأسهم، أما إذا لم تحقق الشركة أرباحا في سنة معينة أو حققت أرباحا فإنه لا يحق للشركة إجراء توزيعات على حملة الأسهم العادية في أية سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على توزيعات، و في حالة تصفية الشركة فإن حملة الأسهم الممتازة سيحصلون على قيمة أسهمهم من صافي التصفية قبل حملة الأسهم العادية و بعد حملة السندات مباشرة³⁶.

و تحقق الأسهم الممتازة للشركة المصدرة جملة من المزايا أهمها عدم إلزام الشركة قانونيا بإجراء توزيعات كل سنة تحقق فيها الشركة أرباحا، علاوة على محدودية التوزيعات بمقدار محدد، كما لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في الحالات النادرة التي تستدعي التدخل، غير أن ما يعاب على هذه الأسهم ارتفاع تكلفتها مقارنة بتكلفة التمويل بالاقتراض، حيث أن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد لا تخصم قبل فرض الضريبة ما يعني حرمان الشركة من الوفرة الضريبية، أما السبب الثاني لارتفاع تكلفة هذه الأسهم إذ يتمثل في مطالبة حملة هذه الأسهم بعائد مرتفع كتعويض عن المخاطر العالية التي يتعرض لها المساهمون مقارنة بحملة السندات³⁷.

I.1.2.1.3 آليات التأثير على أسعار الأسهم:

هناك بعض الآليات التي تستخدمها الشركات في التأثير على أسعار أسهمها سواء باتجاه رفع سعرها أو تخفيضها ضمن ضوابط معينة، و من أهم هذه الآليات إعادة شراء الشركة لأسهمها، سياسة التوزيعات المجانية للأسهم و سياسة اشتقاق الأسهم، و فيما يلي توضيح لفحوى هذه الآليات:

1) إعادة شراء الأسهم Shares Repurchase

عندما تزيد الموارد المالية المتاحة للشركة عن احتياجاتها الاستثمارية قد يكون من الملائم توزيع الفائض على المساهمين، و قد يكون هذا التوزيع في صورة نقدية أو في صورة إعادة شراء الشركة لأسهمها و يترتب عن هذا الإجراء انخفاض عدد الأسهم القائمة و بالتالي ارتفاع قيمتها السوقية، و يمكن إيضاح الفكرة بالمثل التالي³⁸:

³⁵ مروان عطوان، الأسواق النقدية و المالية؛ البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، الطبعة الثالثة، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية 2003، ص 85.

³⁶ Jack Clark Francis, **Investment: Analysis and Management**, Fourth Edition, New York: Me Graw-Hill, Inc, 1976.

³⁷ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 27.

³⁸ إبراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم و السندات، الإمارات العربية المتحدة، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية (2005)، ص 10.

فبافتراض أن شركة ما حققت أرباحاً قدرها 2.25 مليون دولار و أن عدد الأسهم القائمة لهذه الشركة هو 900 ألف سهم تتداول بسعر 70 دولار للسهم الواحد، فإذا كانت هذه الشركة ترغب في إجراء توزيعات قدرها 1.8 مليون دولار فإنه يمكن توضيح أثر هذا الإجراء على قيمة أسهم هذه الشركة و ربحيتها على النحو التالي:

إذا كان سعر السهم المعطى هو 70 دولار فإن نصيب السهم من الأرباح هو 02 دولار أي (900000+1800000) ، و بأخذ بعين الاعتبار نصيب السهم من الأرباح فإن قيمة السهم الواحد ستصبح 72 دولار (72+2)، أما عدد الأسهم التي يكون بمقدور الشركة شراؤها بالسعر الجديد فهي 25000 سهماً أي (72+1800000) و بالتالي سيصبح عدد الأسهم بعد الشراء 875000 سهماً (900000-25000) فإذا كانت ربحية السهم الواحد قبل إعادة الشراء 2.5 دولار ، (900000+2250000) فتصبح بعد الشراء 2.57 دولار للسهم الواحد أي: (875000+2250000).

يستنتج مما سبق، أن ربحية السهم قد ارتفعت إثر قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها و تتمثل فائدة المساهمين من سياسة التوزيع المتبعة في أن إقدام الشركة على سحب عدد من الأسهم من التداول قد يعطي انطباعاً بوجود معلومات **Information Content** إيجابية يتوقع أن تؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم بعد قرار التوزيع عما كانت عليه من قبل، أي بأن تصبح القيمة السوقية كما في هذا المثال أعلى من 72 دولار.

و الجدير بالذكر، أن هناك سلطات رقابية تابعة للبورصة تفرض قيوداً على عملية شراء الشركات لأسهمها وذلك من أجل حماية حقوق الدائنين و بعض حملة الأسهم، كأن تشترط على سياسة إعادة شراء الشركة لأسهمها الموافقة المسبقة من السلطات الرقابية للبورصة إلى جانب ضرورة أن تكون مخصصات إعادة الشراء ممولة من الأرباح المحققة لا أن يكون مصدرها الأموال المقترضة، كما يتم غالباً تحديد نسبة من الأسهم لإعادة شرائها كأن تكون مثلاً 10% من مجموع الأسهم القائمة.

(2) سياسة توزيع الأسهم المجانية Stocks Dividends :

يقصد بتوزيع الأسهم إعطاء المستثمر عدداً من الأسهم بدلا من منحه توزيعات نقدية، و عادة ما يشار إلى تلك الأسهم بالأسهم المجانية، و يتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم و حسب ما تقرره الشركة، و من ميزات هذا النوع من التوزيعات عدم لجوء الشركة إلى دفع عوائد نقدية للمساهمين و نتيجة لتزايد عدد الأسهم فإن ذلك سيعمل على تخفيض نسبة القروض إلى قيمة حقوق المساهمين في الشركة، و من بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة انخفاض القيمة السوقية للسهم و لذلك تلجأ إليها الشركات عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة يخشى منها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها، كما يؤدي هذا الإجراء أيضاً إلى انخفاض ربحية السهم الواحد بالتبعية³⁹ ، فمثلاً لو كان سعر سهم الشركة X في تاريخ محدد 30 دولار

³⁹ ، إبراهيم الكراسنة، مرجع سبق ذكره، ص 12.

وكان لدى المساهم في هذه الشركة 200 سهم فإن ثروة هذا المساهم ستبلغ نحو 6000 دولار (200*30) ولو قررت هذه الشركة توزيع ما نسبته 10% كأسهم مجانية، فمندئذ سيكون نصيب المساهم 20 سهما (200*10%) بقيمة 27.3 دولار للسهم الواحد (220÷6000 سهما)، و يلاحظ مما سبق أن لقيمة السوقية للسهم قد انخفضت من 30 دولار للسهم لواحد إلى نحو 27.3 دولار، و يمثل الفرق بين القيمتين أثر سياسة توزيع الأسهم المجانية (2.7 دولار).

(3) اشتقاق الأسهم Stocks Split :

قد تلجأ الشركة إلى تخفيض القيمة الاسمية للسهم مما يضاعف عدد الأسهم المكونة لرأس مال هذه الشركة وهذا ما يطلق عليه عملية اشتقاق أو تقسيم الأسهم، و تختلف هذه السياسة عن عملية إعادة شراء الأسهم في كونها تهدف في نهاية المطاف إلى تخفيض القيمة السوقية للسهم بما يسمح بزيادة الطلب عليه على نحو يترك أثرا إيجابيا على سيولته⁴⁰ ، و إلى جانب ذلك فقد يفسر المتعاملون في السوق قرار الشركة بتجزئة أسهمها على أنه إشارة مالية Financial Signal إلى مستقبل واعد للشركة يتوقع أن ترتفع معه القيمة السوقية للسهم، و من ثم فقد وجب التقسيم كوسيلة للحد من تأثير ذلك على السعر السوقي للسهم.

4.1.2.1.I السندات:

يمثل السند Bond مستند مديونية تصدره الشركة أو أية هيئة أخرى، و هو بمثابة اتفاق أو عقد بين المستثمر أو المدخر (المقرض) و الشركة (المقرض)، و بمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الأول مبلغا محمدا للطرف الثاني الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض و الفوائد المترتبة عليه في تواريخ محددة سلفا⁴¹. و يعطي السند لحامله الحق في استرجاع القيمة الاسمية للسند (أصل القرض) في تاريخ لاحق، و حق الأولوية في الحصول على فائدة دورية تتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند تدفع مهما كانت نتيجة الدورة المالية للشركة على عكس الأسهم التي ترتبط عوائدها بنتائج الشركة و سياسة مجلس الإدارة فيما يتعلق بالتوزيعات، كما يتيح السند لحامله حق الأولوية في استيفاء حقوقه إذا ما تمت تصفية أصول الشركة⁴²، و على عكس حملة الأسهم لا يعد حامل السند شريكا في الشركة المصدرة لهذا السند و تبعا لذلك لا يحق له التدخل في إدارتها أو حضور جمعيتها العمومية.

و يتميز التمويل بواسطة السندات مقارنة بالقرض التقليدي بمرونة التسييل العالية لحامله، فضلا عن إمكانية تحقيقه المكاسب الرأسمالية خلال عملية التداول، و للسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل أو تتساوى مع قيمته

⁴⁰ عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية: أسهم و سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الإسكندرية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، 2003، ص، ص 255، 256.

⁴¹ رياض دهال، تحليل السواق المالية، سلسلة جسر التنمية: سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع و العشرون، الكويت، المعهد العربي للتخطيط مارس(2004)، ص 06.

⁴² مروان عطوان، مرجع سبق ذكره، ص 66.

الاسمية وتتحدد القيمة السوقية للسند على ضوء درجة المخاطر التي يتعرض لها حامله و التي تتوقف بدورها على المركز المالي للشركة و الظروف الاقتصادية السائدة و بخاصة مستوى أسعار الفائدة السائدة في السوق⁴³.

5.1.2.1.I. السندات الحكومية:

تمثل السندات الحكومية أداة دين طويلة الأجل شأنها في ذلك شأن السندات التي تصدرها شركات الأعمال وتهدف الحكومة من وراء إصدار السندات تمويل احتياجاتها الجارية و الاستثمارية ذات المنافع الاجتماعية أو لمواجهة عجز الموازنة العامة أو كسياسة لاستهداف Target التضخم و امتصاص السيولة الفائضة في الاقتصاد⁴⁴.

و فضلا عن ذلك تمنح السندات الحكومية لحاملها الحق في استعادة أصل القرض مع الفائدة المتفق عليها وتعتبر السندات الحكومية أكثر ضمانا و أقل مخاطرة من تلك التي تصدرها شركات الأعمال، إذ غالبا ما يكون البنك المركزي أو وزارة المالية هي جهة الإصدار للسندات الحكومية، و يمكن أن تتولى الحكومات المحلية أو حكومات الأقاليم (الحكومات الفدرالية) بإصدارها كما هو الحال في الو.م.أ، و حسب ما يدل عليها اسمها لا يمكن للشركات الخاصة إصدار مثل هذه السندات، إلا أنه بإمكان المستثمرين تداولها في سوق الأوراق المالية ولسندات الحكومية أشكال عديدة أهمها:

1. السندات الادخارية Saving Bonds:

و هي صكوك اسمية تصدرها الخزانة العامة أو وزارة المالية و لا يمكن تداولها، و تتمثل الفوائد المدفوعة على هذه السندات في قيمة الفرق بين سعر الشراء و بين القسيمة الاسمية التي يحصل عليها المستثمر عند استرداد القيمة الاسمية للسند، و من الطبيعي أن تنخفض هذه الفوائد كلما رغب المستثمر في استعادة أمواله قبل بلوغ تاريخ الاستحقاق⁴⁵.

2. سندات الخزانة Treasury Bonds:

تمثل هي الأخرى أداة استثمار متوسطة و طويلة الأجل قابلة للتداول، و لحاملها حق التصرف بها دون انتظار موعد استحقاقها، و بالمقابل تستطيع الهيئة التي أصدرتها استدعاءها بالقيم و التواريخ المحددة سلفا و عادة ما تنشر في إعلانات الصحف اليومية لترويجها، إذ يتم استبدال السندات المتداولة بأخرى تتميز بسعر فائدة أقل من الأولى متى كانت أسعار الفائدة السائدة أقل من تلك التي تدفعها وزارة الخزانة على سنداتها⁴⁶.

⁴³ مروان عطوان، مرجع سبق ذكره، ص 67.

⁴⁴ جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، الجزائر، دار هومة 2002، ص 62.

⁴⁵ محمود الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 112.

⁴⁶ جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 65، 64.

6.1.2.1.I. الاتجاهات الحديثة للسندات:

ظهرت في السنوات الأخيرة أشكال جديدة من السندات لها مميزات تختلف عن سمات السندات التقليدية فهناك السندات التي لا تحمل كوبونا، و السندات ذات معدل فائدة متحرك، و سندات ذات الدخل و السندات الرديئة و فيما يلي عرض لهذه الأنواع:

1. السندات بدون كوبون(السندات الصفرية) Zero Coupon Bonds :

و هي سندات تباع بخصم على قيمتها الاسمية، و يمكن للمستثمر بيعها في السوق بالسعر السائد إذا ما رغب في التخلص منها دون انتظار تاريخ استحقاقها⁴⁷، و يمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشرائها و القيمة الاسمية مقدار الفائدة التي يجنيها المستثمر.

2. سندات بمعدلات فائدة متحركة Floating Rate Bonds :

يهدف هذا النوع من السندات إلى الحفاظ على مصالح كل من الشركات المصدرة و جمهور المستثمرين من مخاطر تغير بعض المؤشرات الاقتصادية كمعدل التضخم، و يعود ظهور هذا النوع من السندات إلى موجة التضخم التي سادت الاقتصاديات الرأسمالية خلال عقد الثمانينات، و عن طريق معدلات الفائدة المتغيرة التي توفرها هذه السندات يستطيع المستثمر التغطية ضد مخاطر تآكل القيمة الاسمية لاستثماراته من جراء تغير المستوى العام للأسعار⁴⁸.

و غالبا ما يحدد لهذه السندات معدل فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر على أن يعاد النظر فيه دوريا بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

3. السندات الرديئة (منخفضة الجودة) Junk Bonds :

استحدث هذا النوع من السندات في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأسمال الشركة المسيرة، و ذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جزء كبير من أسهمها المتداولة في السوق و ينجم عن ذلك زيادة نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بصورة تجعل الاستثمار في تلك السندات محفوفًا بالمخاطر⁴⁹، الأمر الذي يجعل معدل الكوبون الذي تحمله مرتفعا لتعويض المستثمر عن تلك المخاطر.

4. السندات المغطاة Covered Bonds :

تعتبر السندات المغطاة إحدى الأدوات المالية الجديدة التي انتشرت في الأسواق المالية الأوروبية خلال عقد التسعينات كأداة لتخفيض المخاطر، و تتولى مؤسسات ائتمانية متخصصة إصدارها بقيمتها الاسمية على الأقل

⁴⁷ حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2000، ص 255.

⁴⁸ الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل و تقييم الأوراق المالية، الاسكندرية، الدار الجامعية، 2002، ص 252.

⁴⁹ نوزاد الهيتي، مرجع سبق ذكره، ص 68-69.

كما تضمن وفاء الدين من خلال حق رجوع حامل السند عليها و عادة ما تكون تلك السندات مضمونة من خلال الرهونات العقارية أو قروض القطاع العام أو أية أصول عقارية أخرى موثقة، و يخضع إصدار السندات المغطاة لإشراف القانون المحلي للدولة الذي يقوم بتحديد الأصول الصالحة لاستخدامها كضمانات لهذه السندات⁵⁰.

و تجذب السندات المغطاة العديد من المستثمرين مثل شركات التأمين، صناديق الاستثمار و صناديق المعاشات، سيما الباحثين منهم عن أنواع الاستثمار منخفض المخاطر و المتسم بجودة الأصول و العوائد.

2.2.1.I فئات الأصول الحديثة

اكتسبت الأوراق المالية المشتقة في السنوات الأخيرة أهمية متزايدة في مجال التمويل، وخصوصاً بعد ثورة تكنولوجيا الاتصالات وانعكاساتها على أسواق المال والتي بدخولها فيما يُعرف بعصر العولمة زادت عمقاً واتساعاً وقد قادت الثورة الحادثة في عالمي الاستثمار والتمويل، وما صاحبهما من تعاضم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية، إلى ابتكار أدوات استثمارية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة، أدوات تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر **Risk Transfer and Diversification**، مما يساعد في توفير عنصر السيولة في السوق الثاني، وبذلك توفر لهذا السوق خاصيتي العمق والاتساع وفي اتجاه يؤدي إلى تحسين كفاءته.

تمثل المشتقات المالية عقوداً يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي يتحمل المتعامل بمقتضاها تكلفة محدودة وتتوقف مكاسب أو خسائر أطراف التعامل على القيمة السوقية للأصل المالي محل التعاقد⁵¹، و تتنوع الأصول محل التعاقد ما بين الأسهم و السندات و السلع و العملات الأجنبية و مؤشرات البورصة و من أبرز صور المشتقات العقود الآجلة، العقود المستقبلية و الخيارات و عقود المبادلة و فيما يلي تفصيل لهذه العقود:

1.2.2.1.I العقود الآجلة:

تعتبر العقود الآجلة **Forward Contracts** من أقدم صور العقود المستقبلية، و هي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل مالي أو عيني في وقت لاحق و بسعر محدد مسبقاً، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية وشركة أعمال على إتمام الصفقة بسعر معين و بكمية محددة في موعد لاحق⁵²، و من أمثلتها عقود الاستيراد والتصدير.

⁵⁰ إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 35.

⁵¹ Aimé Scannavino, **Les Marchés Financiers Internationaux**, Paris, Dunold, 1999, pp.62-64.

⁵² طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2001، ص 31.

و عمليا إذا كان سعر الأصل (سعر التنفيذ) المتفق عليه بين طرفي العقد أقل من السعر السائد في تاريخ التسليم فإن المشتري سيحقق مكاسب مساوية لقيمة الفرق بين السعر الجاري (السائد) في تاريخ التسليم و سعر التنفيذ أما إذا كان هذا الأخير أعلى من السعر السائد للأصل عند استحقاق العقد فعندئذ سيحقق البائع أرباحا على حساب المشتري.

و لتوضيح الفوائد المترتبة عن العقود الآجلة، يمكن افتراض أن مستثمرا ما أبرم عقد آجلا في تاريخ ما لشراء مليون جنيه إسترليني بعد 90 يوما بسعر صرف قدره 1.6065 دولار للجنيه الواحد، و بمقتضى هذا العقد سيلتزم المستثمر بشراء مليون جنيه مقابل تسديده لنحو 1606500 دولار، فإذا ارتفع مثلا سعر صرف الجنيه مقابل الدولار إلى نحو 1.6500 دولار للجنيه الواحد عند تاريخ الاستحقاق فسيحقق المستثمر أو المشتري ربحا قدره 44400 دولار أي:

$(1.6065 - 1.6500) \times 1000000 = 44400$ دولار، و ذلك لأن الجنيهات الإسترلينية يمكن أن تباع بنحو 165000 دولار فور شرائها، و بالمثل إذا انخفض سعر صرف الجنيه إلى نحو 1.55 دولار عند تاريخ الاستحقاق فإن المستثمر سيتكبد خسائر قدرها 56500 دولار لأن العقد الآجل سيلتزم المستثمر بدفع مبلغ يزيد عن السعر السوقي للجنيه بمقدار 56500 دولار.

I.1.2.2.العقود المستقبلية:

تشابه العقود المستقبلية Future Contracts و العقود الآجلة بدرجة كبيرة، و قد أدى تطور التعامل بالعقود الآجلة و توسعها إلى إيجاد تقنيات التعامل بالعقود المستقبلية و تعرف هذه العقود على أنها اتفاق نمطي ينطوي على التسليم المؤجل لأداة مالية أو سلعة معينة في تاريخ لاحق و بسعر محدد مسبقا⁵³، و لكن مع ذلك تختلف العقود المستقبلية عن العقود الآجلة في عدة أوجه، إذ غالبا ما تتسم العقود المستقبلية بمخاطر التسييل المتدنية نظرا لإمكانية تداولها في البورصة و تميزها بالنمطية و المعيارية، و فضلا عن ذلك تتميز العقود المستقبلية بانخفاض مخاطر عدم الوفاء أو العجز عن سداد الالتزامات مقارنة بالعقود الآجلة⁵⁴، و يعزى ذلك إلى أن إبرام العقود المستقبلية يستدعي من طرفي العقد إيداع ضمان أو هامش مبدئي Initial Margin لدى بيت السمسرة كضمان لتنفيذ العقد عند تاريخ التسليم، و يزداد هذا الضمان تأكيدا بوجود غرف للمقاصة أو غرف التسوية اليومية Clearing Houses.

و يتم تعديل الهامش المبدئي تبعا لتغير أسعار الإقفال اليومية للأصل محل العقد، ففي نهاية كل يوم تعامل يتحدد سعر التسوية لكل عقد مستقبلي، و وفقا لذلك تتم تسوية المركز المالي للأطراف المتعاقدة طالما أن بيت السمسرة مسؤول عن دفع تكاليف تنفيذ العقد في حالة تعثر أحد زبائنه باستخدام الهوامش المبدئية المسددة

⁵³Scannavino, Op.Cit, P65.

⁵⁴Ibid,p65.

سلفاً، و تتيح هذه الآلية لبيت السمسرة إمكانية تخفيض مخاطر عدم السداد في حالة تعثر أحد متعامليه، و تتسم عقود المستقبلية بخصائص عديدة، نذكر منها⁵⁵ :

1. إن لعقود المستقبلية طرفين يقبل أحدهما بموقع المشتري أو المستلم للأصل الاستثماري (Long Position) و الآخر بموقع البائع أو المسلم للأصل المالي (Short Position) و بالتالي فإن ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني (في الموقع المعاكس).
2. إن طرفي هذه العقود غالباً ما لا يعرف أحدهما الآخر، و بالتالي لا يدخل هذان الطرفان التبادل مع بعضهما البعض مباشرة، و لكن من خلال بيوت التصفية (Clearing House) التي تعمل كمشتريّة أو كبائعة دون أن تنافس أي من المشتريين أو البائعين، و هي تمارس وظائفها الأساسية في توازن الحسابات و دفع الأرباح و تجميع المدفوعات و تحقيق الاستقرار و تجاوز التبادلات المباشرة بين المتعاملين، و ضمان انجاز العقود بكفاءة.
3. إن عقود المستقبلية عقود معيارية تنظم حسب أنماط محددة، و يفترض منظموها مخاطر الفشل المتوقعة مسبقاً، و يمكن للمالك الأصلي للسلعة أو الأداة، تعديل هذه العقود أو إلغائها بسهولة و قبل وقت التسليم، و قد تبين في إحدى الدراسات أن أقل من (2%) من العقود المذكورة تستمر حتى وقت التسليم دون تعديل أو إلغاء.
4. يقوم متاجرو المستقبلية بوضع ما يعرف بالهامش الأولي Initial Margin و الذي هو أموال يجري إيداعها في حساب خاص لدى غرفة التصفية بالسوق المالية كضمان لاستبقاء الأطراف بالتزاماتهم و يحدد هذا الهامش بصيغ مختلفة منها: وديعة حقيقية أو اعتماد مصرفي أو أذونات الخزينة... و هو يمثل غالباً نسبة قليلة من القيم الإسمية للأصول الخاضعة لعقود المستقبلية و التي لا تتجاوز عادة (5%).
- و بشكل عام يحدد الهامش المطلوب حسب ظروف التبادل و سلوك المستثمر، فكلما سادت تقلبات الأسعار و كان المستثمر متحوطاً فإن هذا الهامش يرتفع أكثر، و تتدخل بيوت التصفية بالتأثير على هذا الهامش من خلال بحثها عن استقرار السوق و موازنة الحسابات، و خاصة من خلال تحميل جزء من الخسائر على الهامش المذكور و إلزام المتاجرين بتوفير السيولة الاضافية لرفع موازنات الحسابات اليومية.
5. تحديد المجال الذي يسمح خلاله للأسعار المتفق عليها بالتغيير و لتحقيق هذه الخاصية يمنع أصحاب الودائع من استخدام المستقبلية لأغراض المضاربة.
- و لتوكيد الخاصية السابقة أن أسعار عقود ترتبط مباشرة بأسعار الأصول الاستثمارية، و خاصة في الأسواق النقدية التي توفر فرص الربحية و تقل فيها المخاطر، و ذلك لإمكانية هذه الأسواق على تعديل

⁵⁵ هوشيار معروف، الاستثمارات و الأوراق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان الاردن، الطبعة الاولى 2003، ص 153.

الاختلافات التي تحدث في التعاملات السوقية الخاصة بالمستقبلات، و هنا يمكن ضمان علاقة قابلة للتنبؤ بين الأسعار التي ستسود الأسواق النقدية و تلك التي ستتحقق في أسواق المستقبلات.

يمكن حصر أهم أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية في الجدول الآتي:

الجدول (1.1): أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
- عقود غير نمطية خاصة بين طرفين	- عقود نمطية لحاملها يتم تداولها في البورصة
- هناك تاريخ تسليم واحد محدد في العقد	- هناك عدة تواريخ للتسليم
- تتم تسوية العقود عند نهاية تاريخ العقد	- تتم تسوية العقود يوميا
- لا توجد هناك متطلبات الهامش المبدئي	-إلزامية تقديم الهامش المبدئي و تعديله وفق تغيير الأسعار

المصدر: طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 201.

3.2.2.1.I عقود الخيار:

تمثل عقود الخيار Options إحدى الأدوات الاستثمارية الحديثة التي تعطي للمستثمرين و المضاربين فرصة للحماية من مخاطر تغير أسعار الأصول و تحقيق الأرباح الرأسمالية، و بعد الاختلاف في توقعات طرفي العقود الخيار الدافع وراء إبرام هذه العقود بيعا و شراء⁵⁶، و يقصد بعقود الخيار اتفاقا بين طرفين يكون فيه لأحدهما الحق دون الإلزام في تنفيذ شراء أو بيع أصل محدد (أوراق مالية، عملات ، سلع ، مؤشرات البورصة...) لطرف ثان في تاريخ مستقبلي و بسعر يحدد زمن الاتفاق مقابل مبلغ معين (عمولة) غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني على سبيل التعويض أو المكافأة Premium.

4.2.2.1.I المشتقات المالية و الأزمة المالية العالمية

شهد العقدان الماضيان ظهور شكل جديد ومبتكر للتجارة في الأدوات المالية المعقدة، يُطلق عليه "المشتقات" ولقد اعتبرها العديد من الاقتصاديين أدوات بالغة الفائدة في توفير سيولة كبيرة واستقرار للأسواق، وعليه فقد تضخم حجم هذه المنتجات المعقدة القائمة على المضاربات المالية ليصل إلى ما قيمته نحو 700 تريليون دولار أمريكي، أي عشرة أضعاف حجم الناتج المحلي الإجمالي العالمي.

⁵⁶ هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 154.

لم تكن أزمة الرهن العقاري، بل تجارة المشتقات المالية الخطيرة، هي العامل الحقيقي وراء اندلاع الأزمة المالية العالمية، ويؤكد ذلك أن المصارف والمؤسسات المالية المنهارة، مثل ليمان برذرز والمجموعة الدولية الأمريكية والتي قادت إلى الأزمة المالية العالمية الراهنة، إنما كانت نتائج "الأصول المسمومة" الكثيرة التي أسفرت عنها تجارة المشتقات.

ألقى (وارن بافيت) في فبراير 2003- أحد أغنى أغنياء العالم ومن أنجح المستثمرين ورجال الأعمال- خطابه السنوي أمام الجمعية العمومية لشركته بيركشاير هاثاوي (Berkshire Hathaway)، في هذا الخطاب وصف (بافيت) المشتقات المالية بأنها "قنابل موقوتة للمتعاملين بها وللنظام الاقتصادي"، وأضاف: "إنها مثل جهنم: يسهل الدخول إليها ويكاد يستحيل الخروج منها"، ويقول: "إن الصورة الكلية خطيرة وتتجه نحو الأسوأ"، ثم ختم تعليقه بقوله: "إننا نعتقد أن المشتقات أسلحة مالية للدمار الشامل".

حينما أطلق (بافيت) هذه التصريحات، وقف البعض منها موقف الاستغراب، وبعضهم موقف الاستنكار لأن المشتقات -في نظرهم- أدوات مبتكرة لإدارة المخاطر وتوزيعها بكفاءة، ومن ثم السيطرة عليها وتقليلها، لكن الأيام- للأسف- أثبتت بعد نظر هذا الرجل وصدق حدسه، فالكارثة المالية التي تجتاح العالم اليوم أحد أهم أسبابها هو المشتقات المالية، خاصة المشتقات الائتمانية (credit derivatives)، أو أدوات مقايضة مخاطر الائتمان (credit default swaps) (57).

3.2.1.I. تقييم الأصول المالية و مخاطرها

1.3.2.1.I. تقييم الأصول المالية

1. تقييم الأسهم العادية: يتم احتساب قيمة الأسهم العادية على أساس عدة أنواع و من أهمها ما يلي:
 - القيمة الاسمية: وهي القيمة المثبتة في شهادة السهم، و التي في الغالب تحدد وفق قانون الشركات في البلد المعني، لذلك يمكن ان يطلق عليها بالقيمة القانونية، و هي قيمة متساوية لجميع الأسهم المصدرة و التي من خلالها تتحدد نسبة مساهمة المستثمر برأس المال الشركة⁵⁸.
 - القيمة الدفترية: و هي القيمة المثبتة في سجلات الشركة و تمثل حق الملكية في الميزانية العمومية، و تعتبر هذه القيمة مؤشرا لقوة حقوق المالكين، لذلك فإن نموها من المؤشرات المهمة للمستثمر لتدل على قدرة الشركة في التوسع و الاستمرار، و عليه فإن الاعتقاد السائد بين المتعاملين في السوق المالية على أن السهم العادي يجب أن يباع بأكثر من قيمته الدفترية على الأقل في الأجل الطويل، و بمعنى آخر أن مضاعف القيمة الدفترية للسهم العادي P/BV (سعر إغلاق السهم إلى قيمته الدفترية) يجب أن يكون

⁵⁷ سحنون محمود، مخاطر المشتقات المالية و مساهمتها في خلق الأزمات، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير / جامعة منتوري قسنطينة- الجزائر، ص 15.

⁵⁸ أرشد فواد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم و تقييم الأدوات، دار البازوري العلمية للنشر و التوزيع، طبعة 2010، عمان، الأردن، ص 160.

أكبر من الواحد الصحيح للدلالة على جاذبية أسهم الشركة، و تحسب القيمة الدفترية للسهم الواحد بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية القائمة⁵⁹.

- القيمة الاحلالية: تمثل التكلفة المطلوبة للحصول على السهم بميزاته نفسها، لذلك فهي لا تمثل القيمة البيعية للأصل المالي بل القيمة المطلوبة لإحلال أصل محله يحمل مواصفاته نفسها⁶⁰.
- القيمة عند التصفية: و هي قيمة السهم الذي يحصل عليه المالك عند انتهاء نشاط المنشأة و تصفيتها وبالتالي يحتتمل بشكل كبير أن تكون أدنى قيمة للسهم لافتراض وجود مشاكل تسبب التصفية⁶¹.
- القيمة البديلة: و هي تتشابه مع القيمة الاحلالية من حيث كونها التكلفة المطلوبة للحصول على السهم، و لكن ليس بمواصفاته نفسها و إنما يشاركه في مستوى النشاط و الأداء الاقتصادي بحيث يتيح فرصة بديلة دون الحاجة إلى تماثل النشاط⁶².

و تستخدم هذه القيم المختلفة في تحليل الأسهم وصولاً إلى قرار استثماري سليم، إلا أن طابع التوقعات في عملية الاستثمار فضلاً عن سيادة عدم التأكد و صعوبة تحقق كفاءة تامة للسوق المالية، يجعل من اللجوء إلى القيمة الحالية **Present Value** بمدخلها المختلفة أسلوباً ضرورياً لتحديد القيمة الحقيقية (القيمة المحورية) التي تُعتمد في اتخاذ القرار الاستثماري في شراء الأسهم أو بيعها.

تكلفة التمويل هي مهمة عند التعامل في الأسواق المالية و النقدية لأنه يتم الاستناد عليها في تحديد أدوات التمويل و الاستثمار، و يتم حسابها من قبل المؤسسة المصدرة و تتمثل في نصيب السهم العادي من الربح المدفوع⁶³.

العلاقة (1.1): حساب تكلفة التمويل

تكلفة تمويل السهم العادي = الربح المتوقع للسهم + معدل نمو الأرباح السنوي / سعر بيع السهم - مصاريف الاستثمار

⁵⁹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 160.

⁶⁰ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 165.

⁶¹ نفس المرجع، ص 165.

⁶² نفس المرجع، ص 165.

⁶³ بن عمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية- اطروحة مقدمة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة تلمسان، 2013/2012 ص 53.

2. تقييم الأسهم الممتازة

- القيمة الاسمية للسهم الممتاز: و هي القيمة التي يصدر بها السهم الممتاز لأول مرة و تكون هذه القيمة مكتوبة على السهم، و هي تشكل الأساس الذي يتم بناءا عليه حساب أرباحه.
 - القيمة الدفترية للسهم الممتاز: و هي تساوي القيمة الاسمية و ذلك لأن السهم الممتاز لا يشارك في الأرباح المحتجزة، لأن تلك الأرباح هي من حقوق حملة السهم العادي و ليس للأسهم الممتازة فيها نصيب.
 - القيمة السوقية للسهم الممتاز: هي القيمة التي تباع فيها الأسهم الممتازة في السوق.
 - السعر العادل للسهم الممتاز: تقع الأسهم الممتازة بين الأسهم العادية و السندات، فهي تشبه السندات في عائدها الثابت و المعروف، و هي تعد من الأسهم لأنها تمثل أموال ملكية.
- يمكن حساب القيمة السوقية العادلة للسهم الممتاز:

العلاقة (1.2): القيمة السوقية العادلة للسهم الممتاز

$$POP = DIV / R$$

حيث أن:

DIV : ربح السهم الممتاز

R : معدل الخصم

POP : السعر الحامل للسهم الممتاز

- القيمة العادلة: هي مناسبة لتقييم الأسهم الممتازة التي تشترك مع السندات في التدفقات النقدية (التوزيعات السنوية أو الفوائد) التي يمكن تحديدها مقدما، و توجد هناك أنواع من السهم الممتاز التي تجمع بين صفات السندات و الأسهم العادية، حيث تعطي حد أدنى من الأرباح مثل 5% فإننا نستخدم المعادلة التالية:

العلاقة (1.3): تقييم الأسهم الممتازة

$$\text{قيمة السهم الممتاز} = \frac{\text{الأرباح السنوية الموزعة}}{\text{نسبة الخصم}^*}$$

- و لكن نلاحظ أن المستثمر في الأسهم عموما ينظر إلى إمكانية نمو الشركة التي يحمل أسهمها، و كلما كان هناك نمو أكبر كلما كان هناك اتجاه نحو زيادة العوائد على الأسهم.
- بذلك يمكننا زيادة أو تطوير المعادلة السابقة بحيث تصبح:

العلاقة (1.4): القيمة العادلة للسهم الممتاز

$$\text{القيمة العادلة للسهم} = \frac{\text{الأرباح السنوية الموزعة}}{\text{نسبة الخصم} - \text{معدل النمو}}$$

3. تقييم السندات:

على الرغم من أن السندات تعتبر أداة مهمة لتمويل شركات الأعمال، إلا أن التعامل بها غالباً ما يشهد انفصلاً بين التغيرات التي تطرأ على قيمتها وطبيعة النشاط، و أداء المؤسسة المصدرة لها على عكس الأسهم⁶⁴.

- **الغلة الصافية أو القيمة الصافية:** يعتبر هذا المقياس ملائماً لتقييم السندات، بحيث أنه لو وجدت أمام مستثمر عدة سندات و كان معروفاً لديه فوائدها السنوية، و أسعار شرائها و قيمتها الاسمية، أو قيمتها عند الاستهلاك (أي قيمتها التي تستحق عند السداد)، فإن المستثمر يستطيع حساب الغلة الصافية لكل منها وعلى ضوء ذلك يستطيع أن يختار الاستثمار في السند الذي يعطيه أعلى غلة صافية، أو أعلى عوائد.

العلاقة (1.5): الغلة الصافية لتقييم السندات

الغلة الصافية = الفائدة السنوية + الربح السنوي للاستهلاك / متوسط القيمة لتاريخ السداد

العلاقة (1.6): حساب الربح السنوي للاستهلاك

الربح السنوي للاستهلاك = ربح الاستهلاك / مدة الاستحقاق

العلاقة (1.7): حساب ربح الاستهلاك

ربح الاستهلاك = قيمة الاستهلاك - قيمة الشراء

العلاقة (1.8): حساب متوسط القيمة لتاريخ السداد

متوسط القيمة لتاريخ السداد = القيمة الاسمية + قيمة الشراء / 2

⁶⁴ بن عمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 56.

العلاقة (1.9): حساب الغلة الصافية

الفوائد السنوية + ربح الاستهلاك / مدة الاستحقاق

الغلة الصافية =

القيمة الاسمية + قيمة الشراء / 2

2.3.2.1.I مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

1.3.2.1.I مخاطر الاستثمار في السندات

- **مخطر التضخم:** تنخفض القوة الشرائية و القيمة الاسمية للسند في أوقات التضخم لأقل من قيمتها الحقيقية و أن أصل السند يساهم في ارتفاع و انخفاض هذه المخاطر، و للحد من هذه المخاطر يجب على المستثمر الأخذ بعين الاعتبار التضخم و تغطية الفائدة لهذا المخطر.
- **مخطر الاستدعاء أو الإطفاء:** عندما يكون الاستدعاء أو الإطفاء بالقيمة السوقية للسند، و في أوقات انخفاض قيمة السند يلحق خسارة بحملة السندات، و للحد من هذا المخطر يجب دراسة شروط اتفاقية السند.
- **مخطر سعر الفائدة:** العلاقة عكسية بين القيمة الاسمية للسند و معدلات الفائدة السوقية، فعند ارتفاع معدلات فائدة السوق تنخفض قيمة السندات السوقية خاصة طويلة الأجل، و يتم الحد من هذا المخطر بالعمليات الآجلة، أو السندات ذات الفائدة المتغيرة.
- **مخطر الرافعة:** ينشأ هذا المخطر من كون السندات مصدر تمويل للشركات المصدرة، و أن إفراط الشركة في إصدار السندات يضعف قدرتها الائتمانية و يعرضها إلى مخاطر الإفلاس و تصفية الشركة، و لتجنب هذا المخطر يتطلب توجيه المدخرات نحو السندات ذات النوعية العالية.
- **مخاطر السيولة:** تفتقر السندات لخاصية السيولة، خصوصا إذا كانت طويلة الأجل أو متى ما كانت من فئة متدنية الجودة، و بسبب هذه الخاصية يتعرض حامل السند لما يعرف بمخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد في الفترات التي يسودها التضخم الاقتصادي، حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن قيمته

الاسمية التي يصدر بها، وكلما طال أجل السند ترتفع هذه المخاطر، و لتخفيض مخاطر السيولة إلى حد ما الأدنى يجب الأخذ بعين الاعتبار حجم الإصدار، و حجم الصفقة و فئة السند⁶⁵.

- **مخاطر الائتمان:** و هي عدم مقدرة مُصدر السندات على الوفاء بالتزاماته تجاه حملة السندات في الوقت المحدد، من حيث سداد الفوائد أو الكوبونات أو القيمة الاسمية، أصل المبلغ المقترض في حالة الافلاس أو تحقيق خسائر فادحة⁶⁶.

2.3.2.1.I مخاطر الاستثمار في الأسهم الممتازة

حتى يستطيع المشروع أن يعتمد على مصادر التمويل بالسندات و الأسهم الممتازة، يجب توفر الاعتبارات التالية⁶⁷:

- اتجاه هامش الربح نحو الارتفاع؛
- توقع زيادة الأرباح مع اتجاه الأسعار نحو الارتفاع؛
- اتجاه نسبة المديونية نحو الانخفاض؛
- الرغبة في تخفيض درجة رقابة المساهمين على إدارة الشركة؛
- انخفاض أثر الفائدة على السندات على التدفق النقدي الداخل؛
- عدم مطالبة حملة السندات برهان أحد أصول المشروع؛

3.3.2.1.I المخاطر المرتبطة بالأسهم:

يجب على المستثمر أن يعرف المخاطر المصاحبة لمختلف أنواع الاستثمار والتي تعتبر من الخطوات المهمة في هذا المجال، فمن بين المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم مخاطر السوق الصناعة، الإدارة، الإفلاس، الرفع التشغيلي...، مع ملاحظة أن هذه المخاطر يمكن ان تؤثر في السندات أيضا و لكن بدرجة أقل وضوحا و عمقا.

4.2.1.I مخاطر السوق:

تشير المخاطر السوقية إلى التحرك العام في أسعار الورقة المالية، حيث تتحرك هذه الأسعار معا استجابة لأحداث خارجية (هذه الأحداث غير مرتبطة بصفة أساسية بالشركات)، فعندما يحدث التحرك في السوق الخاص بالسهم صعودا أو هبوطا، نجد أن معظم الأسهم تتجه أسعارها في نفس اتجاه السوق حيث نجد أن الأحداث الخارجية التي تحرك أسعار الأوراق المالية يصعب التنبؤ بها، لذلك لا يستطيع المستثمر فعل شيء لتجنب هذه التقلبات القصيرة الأجل في أسعار الأسهم المصاحبة لتلك الأحداث، و من أهم المخاطر

⁶⁵ جلال العبد، إبراهيم سلطان، محمد صالح الخناوي، تحليل و تقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001، ص 259.

⁶⁶ محمد الجندي، نظرة فنية لتحليل الأسواق المالية-مزايا و مخاطر الاستثمار في السندات-دراسة شاملة، على الرابط:

<https://malgendy.wordpress.com/2011/10/03/mzaia-omkhatr-alastthmar-fi-sndat-dr/>

⁶⁷ محمد سويلم، إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر و التوزيع، 1993، ص 359.

السوقية تلك المخاطر الناتجة عن استثمار الأموال في الأجل القصير في سوق الأسهم، فإذا كانت الحاجة إلى الأموال المستثمرة في لحظة حدوث تدهور في سوق الأسهم، فإن المستثمر مضطر للبيع بخسارة مما يعني أن المستثمر في حاجة إلى مدى زمني أطول، بحيث لا يضطر للبيع في حالة تدهور سوق الأسهم⁶⁸.

I.5.2.1.1. مخاطر الإدارة: يقصد بها أكثر الأخطاء التي يرتكبها المديرون أو سوء الإدارة في الشركات، حيث تؤثر الأخطاء الفادحة للإدارة على مسار الشركة و مستقبلها، فقد أدت أخطاء إدارة بعض الشركات إلى خسائر فادحة و عرضت الكثير منها إلى الإفلاس، و في المقابل فإن يقظة الإدارة و تدخلها في الوقت المناسب لمواجهة المشاكل و استغلال الظروف المواتية، و عمل الإدارة كفريق منسجم في تحقيق أهداف و غايات الشركة، يكون له دون شك مردوداً إيجابياً على عائدها المادي، و بالتالي يؤثر هذا إيجاباً على أسعار أسهمها⁶⁹.

ففي بعض الأحيان تؤدي الممارسات الخاطئة و غير المشروعة لإدارة شركة ما إلى منع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، و في أحيان أخرى تؤدي الأخطاء غير المتعمدة التي تقوم بها الإدارة في تسيير أعمال الشركة إلى الاقتراب من حالة إشهار الإفلاس، فتظهر للوجود حينئذ ما يعرف بمخاطر الفشل المالي، و من الأخطاء الشائعة سوء التصرف و عدم اتخاذ التدابير المناسبة في الظروف الطارئة كأزمات الطاقة، إضرابات العمال، خسارة مصنع أو معدات بسبب عدم التأمين عليها، و يرتبط هذا النوع من الأخطاء الإدارية في معظم الأحيان بتدني قدرة الإدارة على تسيير الأزمات⁷⁰.

I.6.2.1.1. مخاطر الأعمال: تشير مخاطر الأعمال إلى درجة التقلب، أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للمؤسسة المستثمر في أسهمها، و الذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار الذي ينتظره المستثمر و مخاطر الأعمال تنشأ بسبب طبيعة الأداء التشغيلي و متغيرات هذا الأداء، و بيئة التشغيل و التي هي انعكاس لمجموعة من العوامل سببها السياسات الإدارية، و الظروف الاقتصادية، و تغيرات طلب المستهلكين، و التغير في ظروف المنافسة و التي تسهم جميعها في تذبذب عائد العمليات التشغيلية، و تنشق مخاطر الأعمال من القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، لهذا فإن درجتها تتفاوت من قطاع اقتصادي إلى آخر.

I.7.2.1.1. مخاطر الإفلاس: تنشأ مخاطر الإفلاس من عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها اتجاه الغير نتيجة التغير في سلامة المركز المالي لها عن تنفيذ اقتراح استثماري أو توسيع نشاطاتها، فقد يكون لذلك تأثير على سلامة المركز المالي للمؤسسة، قد تبتعد أو تقترب من مخاطر التوقف عن السداد، و هو ما ينعكس في النهاية على القيمة

⁶⁸ حسن السلطان، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، ص 09.

⁶⁹ حامد العربي الحضيبي، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر و التوزيع، مصر، 2000، ص 46.

⁷⁰ محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص 48.

السوقية لأوراقها المالية، و تكمن مخاطر الإفلاس بالنسبة لحملة الأسهم في أن حملة الأسهم لا يحصلون على مستحقاتهم إلى بعد استيفاء الدائنين على حقوقهم كاملة، حيث انه يمكن أن لا يبق بعد التصفية ما يكفي لاسترداد أصحاب الأسهم لأموالهم التي سبق و أن استثمروها في تلك المؤسسة.

2.I. ماهية صناديق الاستثمار

1.2.I. واقع صناديق الاستثمار

تعتبر صناديق الاستثمار إحدى الأدوات الحديثة في إدارة الأموال، و ذلك وفقا لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم الخدمية، و درجة تقبلهم للمخاطر لتحقيق المزايا التي لا يمكن تحقيقها منفردين مما يعود بالفائدة على البنك أو على الشركة.

1.1.2.I. تعريفها

هناك جملة من التعاريف التي تناولت مفهوم صناديق الاستثمار، سنورد أهمها فيما يلي:

- حسب حسين بن غالب آل دائلة: هي برنامج استثماري مشترك، يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعيا في أرباح البرنامج، و يديره مدير الصندوق مقابل رسوم محددة⁷¹.
- حسب محمد صالح الحناوي(2005): هو مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة، أو وحدة تنظيمية مستقلة محاسبيا و ماليا عن المؤسسة التي تنشؤه، يتولى تجميع المدخرات من الجمهور بموجب صكوك، أو وثائق استثمارية موحدة القيمة ثم يعهد إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار بغرض استثمار هذه المدخرات مع رأس مال الصندوق في الأوراق المالية أساسا ومجالات الاستثمار الأخرى لصالح المدخرين و المستثمرين معا⁷².
- حسب عصام حسين (2008): هو عبارة عن محفظة استثمارية مشتركة، يسمح لأي عدد من المستثمرين حسب رغبتهم وقدرتهم المالية، و بمبالغ متواضعة بالاشتراك فيه من خلال شراء حصة من أصوله تسمى الوحدة، و يتم تقييم هذه الوحدة دوريا، و تستثمر هذه الصناديق في الأسهم، السندات النقد بالعملات او ما شابه من الأدوات الاستثمارية⁷³.
- حسب تهامي عزالدين فكري(1997): هي وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد، و استثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية⁷⁴.

71 حسين بن غالب آل دائلة، زكاة صناديق الاستثمار، ص ص 05، 06.

72 محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2005، ص 201.

73 عصام حسين، أسواق الاوراق المالية- البورصة، دار أسامة، عمان، الأردن، 2008، ص 213.

74 تهامي عزالدين فكري، تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر، مدخل محاسبي كمي، بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع و المستقبل، 22 مارس 1997، ص 03.

- حسب أحمد مصطفى علي (1997): هي تجميع أموال الأشخاص الطبيعيين أو الاعتباريين، بغرض إخضاعها لإدارة ما تتولى تنميتها عبر استثمارها في أدوات استثمارية و مجالات أخرى⁷⁵.
- حسب الحسيني أحمد حسن أحمد (1999): عقد شركة بين إدارة الصندوق و المساهمين، يدفع بمقتضاها المساهمون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق، في مقابل حصولهم على وثائق اسمية بقيمة معينة تحدد نصيب كل مساهم بعدد من الحصص في أموال الصندوق، التي تتعهد باستثمارها في بيع و شراء الأوراق المالية، و يشترك المساهمون في الأرباح الناتجة عن استثمارات الصندوق، كل بنسبة ما يمتلكه من حصص وفقا للشروط التي تبثها نشرة الاصدار⁷⁶.
- من خلال التعاريف السابقة الذكر يمكن إعطاء تعريف شامل: "صناديق الاستثمار عبارة عن مؤسسات مالية في شكل شركة مساهمة، تتولى تجميع المدخرات من الجماهير بموجب صكوك، أو وثائق استثمارية موحدة القيمة تعهد بها إلى جهة أخرى لإدارتها و استثمارها في الأوراق المالية أساسا، و مجالات الاستثمار الأخرى، نيابة عن المدخرين لتحقيق أعلى عائد من الربح، بأقل مخاطرة وفق شروط متفق عليها⁷⁷.

2.1.2.I. نشأتها:

تعود فكرة انشاء صناديق الاستثمار إلى الربع الأول من القرن 19 في أوروبا، و تحديدا في هولندا في العام 1822، تلتها إنجلترا في عام 1870، مرت صناديق الاستثمار بالعديد من التطورات و التغييرات التي طرأت على عالم الاقتصاد و المال، حتى وصلت إلى شكل يقارب ما عليه الآن، و قد تبلورت فكرة صناديق الاستثمار بالمفاهيم القائمة حاليا في الو.م.أ عام 1928 حينما أنشأ أول صندوق في بوسطن باسم Massachusetts Investment Trust على يد أساتذة جامعة هارفورد الأمريكية.

و استمرت هذه الصناديق بعدها في التوسع و التنوع داخل الو.م.أ و خارجها، و لاسيما بعد الحرب العالمية الثانية حتى وصلت في عام 1966 إلى نحو 550 صندوقا استثماريا، بلغ صافي أصولها نحو 50 مليار دولار أمريكي⁷⁸.

⁷⁵ أحمد مصطفى علي، صناديق الاستثمار (مزايها و أنواعها، التكيف الشرعي)، بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار في مصر-الواقع و المستقبل، 22 مارس 1997، ص 112.

⁷⁶ الحسيني أحمد حسن أحمد، صناديق الاستثمار- دراسة و تحليل من منظور الاقتصاد الاسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1999، ص 06.

⁷⁷ غدير أحمد خليل، تطوير و ابتكار صناديق استثمار متوافقة مع الشريعة، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الأول للمالية و المصرفية الاسلامية، الجامعة الأردنية، أيام 08/07/06، ص 07.

⁷⁸ هيئة السوق المالية، صناديق الاستثمار، العربية السعودية، ص 02. على الرابط: <https://www.tadawul.com.sa>

و في ماليزيا فقد تم إنشاء أول صندوق استثماري من قبل المستثمرين البريطانيين، إذ تأسست شركة "الملايو وحدة الاستثمار المحدودة" في عام 1959، و ما بين سنوات 1960 و 1970 تم إنشاء فقط 5 شركات إدارة وحدة الاستثمار، ما مجموعه 18 صندوق استثماري⁷⁹.

I.3.1.2. أهدافها

إن الاستثمار من خلال صناديق الاستثمار يُمكن صغار المستثمرين من توجيه مدخراتهم إلى الاستثمار في الأوراق المالية بطريقة أقل خطورة و بصورة غير مباشرة، بدلا من الاستثمار في الأوراق المالية، حيث تضع صناديق الاستثمار جملة من الأهداف التي تلي متطلبات المستثمرين، و تتناسب مع مستويات المخاطرة المقبولة لديهم ومن بين أهدافها ما يلي:

- تجميع أموال المدخرين و توجيهها لمجال الاستثمار "غير البنكي" يؤدي إلى زيادة نشاط و فاعلية سوق الأوراق المالية، و كذلك حماية المدخرات الوطنية سواء للمقيمين، أو العاملين بالخارج و ذلك بإتاحة وسائل استثمار مرتفعة العائد، و هذا في مجمله يؤدي إلى الحفاظ على المدخرات الوطنية حيث إن كان هناك فترة أدى فيها انعدام الوسائل الأخرى للادخار بخلاف البنوك إلى ضياع المدخرات الوطنية من خلال شركات توظيف الأموال، و التي لم يلجأ المواطنون إليها إلا بسبب انعدام الأدوات التي تستوعب مدخراتهم، فلم يكن أمامهم سوى الأوعية الادخارية، و الشهادات البنكية، التي كانت عوائدها منخفضة في مقابل ما تمنحه شركات توظيف الأموال من عوائد مرتفعة و بالتالي فوجود صناديق الاستثمار سيؤدي إلى تعدد الخيارات الادخارية أمام المدخرين.
- تدوير محافظ الأوراق المالية للبنوك، بهدف تحقيق فائدة للبنك الذي يؤسسها، و كذلك زيادة فعالية محافظ الأوراق المالية التي يمتلكها البنك، حيث أن تحريك المحفظة سيؤدي إلى بيع أسهم و شراء غيرها وقد دأبت البنوك لسنوات طويلة على الاحتفاظ بمحفظة أوراقها المالية دون تحريك و خاصة بالنسبة للشركات الناجحة فهي لا تفرط فيها، و من هنا فهناك فرصة عالية و كبيرة لتحقيق ربحية من جراء بيع جزء من المحفظة لصندوق الاستثمار، و يتحقق هذا الربح نتيجة فروق تقييم الأسهم، التي معظمها لم يتحرك و لم يتم بيعه منذ تم الاكتتاب به بالقيمة الاسمية⁸⁰.
- تطوير و تنشيط سوق الأوراق المالية، و ذلك من خلال حركة البيع و الشراء للأوراق المالية، مما يؤدي إلى نهوض السوق المالية، و جذب رؤوس أموال خارجية، و هو ما يسمى "تدويل السوق المالية"⁸¹.

⁷⁹Yap Voon Choong, Chan Kok Thim, David Yong Gun Fie, Chew Huang Ng, **Development and Performance Trends of Malaysian Unit Trusts**, Journal of Modern Accounting and Auditing, ISSN 1548-6583 December 2012, Vol. 8, No. 12, 1804-1813, pp 01,02.

⁸⁰ عبد المطلب عبد الحميد، صناديق الاستثمار (سياستها و آلياتها)، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، طبعة الأولى، القاهرة، 2010، ص 37.

⁸¹ خالد بن علي ثويني الثنيان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع و الآثار)، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الاسلامي، جامعة أم القرى، 2005، ص 07.

- أوجدت صناديق الاستثمار في كثير من بلدان العالم منفذا لصغار المدخرين و المستثمرين للدخول إلى السوق المالية و الإسهام فيها، بعد أن كانت قاصرة على كبار المستثمرين فقط.
- صناديق الاستثمار مصدر من مصادر التمويل في سوق المال، إذ يعد تملك الصندوق حصة في شركة أو مشروع ما، بمثابة تمويل لها لتوسيع نشاطاتها، مما يدفع الشركات إلى القيام بحملات تسويقية بهدف إقناع إدارات الصناديق بالاستثمار فيها.
- مراعاة اعتبارات الأمان، حيث أن منهج أسلوب عمل صندوق الاستثمار يهدف تماما إلى تقليل وتوزيع مخاطر الاستثمار، من خلال تعدد منافذ الاستثمار و قيام المستثمر باختيار المدى الزمني المناسب له إذا كان طويل أو قصير الأجل وفقا لاحتياجاته، فرغبات المستثمر تحدد الأوراق المالية التي سيتعامل بها من خلال صندوق الاستثمار⁸².

4.1.2.I أنواع صناديق الاستثمار

تعددت أنواع الصناديق حسب رغبات و أهداف المستثمرين و حاجاتهم، كما اختلفت أنواعها حسب الأسواق التي تدار بها.

1.4.1.2.I صناديق الاستثمار حسب معيار هيكل رأس المال

تصنف صناديق الاستثمار وفق هيكل رأس المال كالآتي:

1. صناديق الاستثمار المفتوحة Open-End Funds

تسمى أيضا صناديق الاستثمار المشتركة Mutual Funds ، و هي صناديق يتم إنشاؤها من طرف شركة استثمار، أو بنك أو شركة تأمين، تقوم بإصدار عدد غير ثابت من الحصص التي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية⁸³.

تقوم استراتيجية هذا النوع من الصناديق بإصدار أسهم جديدة، كلما استثمر مستثمر أموالا إضافية في هذا الصندوق، فتصدر له أسهم بقيمتها، و هناك نوعين من صناديق الاستثمار المفتوحة⁸⁴، الصندوق المحمل بعمولة، الصندوق غير المحمل بعمولة.

2. صناديق الاستثمار المغلقة Colsed-End Funds

و هي عبارة عن صناديق مشتركة تشكلها شركات الاستثمار، ذات النهاية المغلقة يتم فيها تحديد حجم الصندوق، و عمره عند الابتداء، ثم يبدأ إصدار وحدات استثمارية (Units)، تباع إلى الجمهور حتى

⁸² منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك و المستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، 1995، ص 48.

⁸³ عصام أحمد البهجي، الموسوعة لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2009، ص 858.

⁸⁴ أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العملي للاستثمار في البورصة، دار السحاب، القاهرة، 2008، ص 248.

يبلغ الحجم المقرر، فإذا اكتملت عملية الإصدار أغلق الصندوق، فلا يقبل مشاركين جدد، كما لا يسمح للمشاركين الأصليين بالانسحاب عن طريق استرداد أموالهم حتى ينتهي عمر الصندوق المقرر⁸⁵.

توفر الصناديق المغلقة مجموعة من المزايا الفريدة في عالم الاستثمار، والتي لا يمكن الحصول عليها في كثير من الأحيان في الصناديق المفتوحة، فهي توفر للمستثمرين العديد من الطرق لتوليد رأس المال و نمو الدخل من خلال أداء المحفظة، الأرباح الناتجة عن التوزيعات، وكذا العائد الناتج عن التداول في السوق المالي، و الحافز الثاني الذي دفع المستثمرين على الاستثمار فيها هو قيامها بخلق نوع جديد منها يسمى "ترست" (Trust) و هو نوع من الصناديق الاستثمارية التي لها تاريخ استحقاق، و قد تم العمل بها لأول مرة في الو.م.أ عام 1988، حيث لم تكن أسهم أي من صناديق الاستثمار لها تاريخ استحقاق ويعمل هذا النوع من صناديق الاستثمار في الاستثمار في محفظة من السندات و تحديد تاريخ استحقاق للمساهمين في الصندوق، أو تاريخ تصفية للصندوق، و يهدف هذا النوع من الصناديق الاستثمارية إلى إعادة قيمة الأسهم الأصلية للمساهم في الصندوق، بالإضافة إلى عائد يعادل العائد على سندات الخزانة التي لها مدة استحقاق تعادل مدة الاستحقاق للصندوق⁸⁶.

2.4.1.2.I. صناديق الاستثمار حسب معيار النطاق الجغرافي

تصنف الصناديق الاستثمارية حسب هذا المعيار إلى صناديق محلية، و صناديق دولية كما يلي:

1. **الصناديق المحلية:** هي تلك الصناديق التي تباشر نشاطها داخل الحيز أو النطاق الجغرافي للدولة الواحدة وغالبا ما تكون هذه الدولة هي دولة تأسيس و نشأة هذه الصناديق، و على هذا يصبح المعيار في تصنيف الصندوق كونه صندوق استثماري محلي، أو صندوق استثماري هو نشاط الصندوق ذاته، فإن كان نشاط الصندوق ذاته لا يتعدى البلد الذي تأسس فيها كان الصندوق محليا أما إذا تعدى ذلك النشاط هذا البلد إلى بلدان أخرى، كان الصندوق دوليا⁸⁷.
2. **الصناديق الدولية:** أصبحت التدفقات المالية التي تتم داخل الأسواق المالية الدولية تشكل جانبا مهما من جوانب العلاقات الاقتصادية الدولية، لذلك تهدف الصناديق الدولية إلى الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية، و لا تتأثر عوائد تلك الصناديق فقط بأسعار الأسهم و السندات المكونة لمحافظها المالية، بل تتأثر أيضا بالتقلبات التي تعترى أسعار صرف العملات التي تُقَوَّم بها تلك الأصول⁸⁸.

⁸⁵ بشار المصري، تجربة الصناديق الاستثمارية في فلسطين، ورقة مقدمة للملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، سبتمبر 2007، ص 02.

⁸⁶ فتيحة كحلي، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية-دراسة تجارب بعض الدول العربية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة الشلف، 2010/2011، ص 09.

⁸⁷ عصام أحمد البهجي، مرجع سبق ذكره، ص 857.

⁸⁸ عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطورها، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2007، ص

3.4.1.2.I. صناديق الاستثمار حسب معيار العائد

يمكن تصنيف صناديق الاستثمار حسب هذا المعيار إلى الأصناف التالية⁸⁹:

1. الصناديق ذات العائد الدوري Periodical Return Funds:

تتميز هذه الصناديق بتوزيع الأرباح الصافية لحملة وثائق الاستثمار على فترات دورية ربع سنوية، أو نصف سنوية، أو سنوية، و تضمن شركة الاكتتاب في الوثيقة توزيع العائد، و يشبه هذا النوع من الصناديق شهادات الاستثمار، و الأسهم الممتازة للشركات الكبرى، من حيث عدم ضمان توزيع الأرباح في كل الفترات مما يدع المستثمرين إلى دراسة السجل التاريخي لأداء الشركة و الصندوق قبل الإقبال على الاشتراك في الصندوق أو شراء أسهم الشركة، و يعد هذا النوع من الصناديق الأكثر إقبالا من طرف الأفراد.

2. الصناديق ذات العائد التراكمي Accumulated Return Funds

يختلف هذا الصندوق عن سابقه من حيث طريقة توزيع العائد، حيث يجمع في كل فترة و يضاف إلى السعر السوقي بدلا من توزيعه دوريا، و عند استرداد الأصل، يسترد مبلغ الأصل بالإضافة إلى ما تحقق من أرباح سابقة و يعد هذا الصندوق أكثر قبولا من سابقه لدى الفئات ذات الدخل المرتفع نسبيا.

3. الصناديق ذات العائد الدوري التراكمي Periodical /Accumulated Return Funds

هو نوع يجمع بين النوعين المتقدمين، فيتم التوزيع الدوري لجزء من الأرباح، و يضاف الجزء الآخر منها إلى أصل الوثيقة ليتم توزيعه في الفترات اللاحقة أو عند الاسترداد.

4.4.1.2.I. صناديق الاستثمار حسب معيار السياسات الاستثمارية المتبعة

ضمن هذا المعيار تصنف الصناديق الاستثمارية إلى ما يلي:

1. صناديق الاستثمار المتحفظة Conservative Funds:

⁸⁹خالد بن علي الثويني الثنيان، مرجع سبق ذكره، ص 19.

هي تلك الصناديق التي تتبع سياسات استثمارية دفاعية أو متحفظة، في تكوين محافظها المالية بمعنى اتصافها بالتحفظ اتجاه مخاطر الاستثمار بما يحقق عوامل الأمان والاستقرار، و يضمن للمستثمر دخلاً ثابتاً ومنتظماً، و لتحقيق هذا الغرض تبتعد تلك الصناديق عن التعامل في الأوراق المالية المنطوية على المخاطر وتكتفي بالعائد القليل الثابت الذي تدره الأوراق المالية المستقرة كالسندات و أذون الخزانة، و أسهم الشركات المستقرة، و غيرها من الأوراق التي تضمن سلامة المركز المالي للصندوق⁹⁰.

2. صناديق الاستثمار الهجومية Aggressive Funds

تشتمل الصناديق التي تتبع سياسات هجومية، تتسم بقدر كبير من المخاطر بما يسمح بتحقيق أرباح رأسمالية عالية من المضاربة، و لتحقيق هذا الغرض يتم التركيز في الاستثمار على الأسهم العادية ذات الأسعار المنخفضة المتوقع ارتفاع قيمتها السوقية بعد فترة، و يتم الاحتفاظ بتلك الأوراق المالية إلى حين ارتفاع أسعارها في السوق، فيتم بيعها و تحقيق أرباح رأسمالية من جراء عملية البيع⁹¹.

3. صناديق الاستثمار المتوازنة Balanced Funds

هي تلك الصناديق التي تتبع سياسات تجمع بين عنصري الأمان و المخاطرة، و فيها يتم تركيز الاستثمارات في خليط متوازن من الأسهم و السندات، بحيث تجني مزايا كلا النوعين⁹².

5.4.1.2.I. صناديق الاستثمار حسب معيار الأوراق المالية المكونة لها

تصنف صناديق الاستثمار حسب هذا المعيار وفق الأوراق المالية المكونة لها إلى ما يلي:

1. صناديق الأسهم Common Stock Funds

على الرغم من أن صناديق الأسهم تشمل فقط على أسهم عادية، فإنها تختلف فيما بينها باختلاف سمات تلك الأسهم، فهناك الصناديق التي تركز على الأسهم العادي التي تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو وهناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعة معينة، أو في منطقة جغرافية معينة⁹³.

2. صناديق السندات Bonds Funds

⁹⁰ عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-أسهم، سندات، وطاق استثمار، خيارات-، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2000، ص 414.

⁹¹ أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة و الإفصاح في صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2002، ص 27.

⁹² نفس المرجع، ص 27.

⁹³ منير ابراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2002، ص 342.

تقوم هذه النوعية من الصناديق باستثمار أموالها في السندات، و تحصل على عائد استثماراتها من توزيعات الكوبونات، و من خلال تحقيق أرباح رأسمالية على تعاملاتها على السندات في الأسواق الثانوية⁹⁴، و هناك صناديق تتكون فقط من سندات تصدرها الحكومات المحلية كما هو الحال في الو.م.أ و تتميز هذه الصناديق بأن عائدها معفى من الضريبة⁹⁵.

3. صناديق سوق النقد Money Market Funds

يقصد بهذه الصناديق تلك التي تتكون محفظة أوراقها المالية من أوراق مالية قصيرة الأجل، و التي تتداول في سوق النقد من خلال المؤسسات كالمصارف التجارية، و بيوت السمسرة، و من أمثلة هذه الأوراق المالية أذون الخزانة، و شهادات الإيداع، و الكمبيالات المصرفية⁹⁶، تعتبر صناديق استثمار قصيرة الأجل، و التي تلبي احتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة و الأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية.

4. الصناديق المتوازنة Balanced Funds

يقصد بالصناديق المتوازنة تلك التي تشمل على مزيج من أسهم عادية، و أوراق مالية أخرى ذات العائد الثابت، مثل السندات التي تصدرها الحكومة، و منشآت الأعمال، و السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية والأسهم الممتازة، لذا يطلق عليها أيضا بالصناديق المتنوعة، أو التشكيلية⁹⁷.

5. الصناديق المتخصصة Specialised Funds

تتخصص صناديق الاستثمار هذه في بعض الأوراق المالية لعدد من الشركات في نشاط اقتصادي معين أو عدد من السلع مثل المعادن الثمينة كصندوق استثمار أحد البنوك، صندوق استثمار خاص بشركات تكنولوجيا المعلومات، صندوق استثمار لشركات البترول و غيرها⁹⁸.

6. صناديق المؤشرات Index Funds

تعتمد صناديق المؤشرات على تكوين محافظ مالية تقترب إلى حد كبير من تكوين مؤشر معين لأسعار الأوراق المالية، و بالتالي يرتبط أداء الصندوق بأداء المؤشر صعودا أو هبوطا، فمدير الاستثمار يحتاج إلى

⁹⁴ أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، الطبعة الثالثة، 2008، ص 59.

⁹⁵ منير ابراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار و كبار المدخزين، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 1999، ص 35.

⁹⁶ عصام أحمد البهجي، مرجع سبق ذكره، ص 859.

⁹⁷ أمين أحمد لطفي، مرجع سبق ذكره، ص 60.

⁹⁸ فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2009، ص 127.

مؤشر صناديق الاستثمار لتحقيق أداء متميز على السوق و تحقيق أهداف الصندوق، وتقوم استراتيجية الاستثمار في صناديق المؤشرات على افتراض أن جميع المؤشرات سوف ترتفع على المدى الطويل⁹⁹.

6.4.1.2.I. صناديق الاستثمار حسب معيار الأهداف المراد تحقيقها

تقسم إلى الأنواع التالية الذكر:

1. صناديق النمو Growth Funds

تناسب هذه الصناديق مع المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع مع مستوى مقبول من المخاطر¹⁰⁰، يهدف هذا النوع إلى تنمية قيمة رأس المال المستثمر، و تحقيق أعلى نمو رأسمالي على المدى ممثلاً هذا العائد المتحقق في القيمة الرأسمالية و توزيعات الأرباح، و في المدى القصير قد تنذبذب القيمة الصافية لأصول صناديق النمو بشكل أكبر بسبب ارتفاع نسبة الأسهم في محافظها التي قد تصل من نحو 80% إلى نحو 90% من إجمالي الأصول، و تتشكل البقية من سندات و استثمارات قصيرة الأجل.

2. صناديق الاستثمار ذات رأس المال المخاطر

تتكون استثمارات هذه الصناديق من الأسهم المحتمل أن تحقق أعلى معدل نمو، و قد يتحقق ذلك أم لا إذ يوجد في مثل هذا النوع من الاستثمار مخاطر كبيرة، لذلك تتلائم مع فئة المستثمرين الراغبين في تحمل المخاطر فيلجأ مدراء هذه المحافظ إلى تتبع الظروف الاقتصادية و إعادة النظر في مكونات المحفظة بصفة منتظمة و أحيانا يلجأ المدراء إلى استخدام القروض لتدعيم هذه المحافظ، مما يعني استخدام الرفع المالي لزيادة العائد المتوقع مع مقابلة المخاطر المترتبة عن ذلك¹⁰¹.

3. صناديق الاستثمار ذات العائد أو الدخل Income Funds

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق أرباح إيرادية تتمثل في عائد الأسهم، و كوبونات السندات و يخلو هذا النوع من الصناديق من المضاربات، حيث يكون الهدف الأول هو تحقيق الأرباح الإيرادية و المحافظة على رأس المال¹⁰².

⁹⁹ فتيحة كحلي، مرجع سبق ذكره، ص 11.

¹⁰⁰ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 411.

¹⁰¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 267.

¹⁰² عصام أحمد البهجي، مرجع سبق ذكره، ص 859.

4. صناديق الاستثمار ذات النمو و الدخل

تتلائم هذه الصناديق مع المستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق أرباح رأسمالية مع تحقيق عائد مستقر وبذلك فإن استثمارات هذه الصناديق تتكون من أسهم الشركات النامية، و من السندات ذات العائد الثابت، لذلك يكون أكثر ملائمة لمثل هذا النوع من الصناديق ان تركز في استثماراتها أكثر على الأسهم المتوقع ان تحق معدل نمو أكبر و نسبة أقل في السندات، و هذا يعني احتمال تحقيق دخل ثابت أقل¹⁰³.

5. صناديق إدارة الضريبة:

يقصد بصناديق إدارة الضريبة تلك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمر على أسهم، أو وثائق إضافية بما يعادل قيمتها بالمقابل ليس هناك محل لدفع الضريبة طالما لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقداً، و طالما لم يقرر بيع السهم أو الوثيقة هذا النوع من الصناديق يلائم المستثمر الذي يقع دخله في شريحة ضريبية عالية في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة على الربح الايرادي أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي¹⁰⁴.

2.2.I. صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة

تعتبر صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة إحدى أهم الآليات الاستثمارية الرائجة في الأسواق المالية الدولية باعتبارها أدوات مالية و أوعية استثمارية جديدة لها تأثيرها في جذب المدخرات و تشجيع الاستثمار.

1.2.2.I. تعريفها

هناك مجموعة من التعاريف بيّنت مفهوم صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة نوردها كما يلي:

- حسب محمد علي القري(2002): صندوق الاستثمار الاسلامي هو ذلك الصندوق الذي يلتزم المدير فيه بضوابط شرعية تتعلق بالأصول و الخصوم و العمليات فيه، و بخاصة ما يتعلق بتحريم الفائدة المصرفية، و تظهر هذه الضوابط في نشرة الإصدار التي تمثل الايجاب الذي بناءً عليه يشترك المستثمر في ذلك الصندوق، و في الأحكام و الشروط التي يوقع عليها الطرفان عند الاككتاب¹⁰⁵.
- حسب هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية(2010): هي أوعية استثمارية مستقلة في ذمتها المالية عن الجهة المنشئة لها، تتكون من مساهمات في صورة أسهم، أو وحدات متساوية تمثل ملكية أصحابها في الموجودات، مع استحقاق الربح أو تحمل الخسارة، و تدار بالمضاربة أو بالوكالة¹⁰⁶.

¹⁰³ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 412.

¹⁰⁴ منير ابراهيم هندي، إدارة الاسواق و المنشآت المالية، مرجع سابق، ص 307.

¹⁰⁵ محمد علي القري، صناديق الاستثمار الاسلامية، 2002، متوفر على الرابط: www.elgari.com/islamic

¹⁰⁶ هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية، معايير المحاسبة، المعيار 16 الخاص بصناديق الاستثمار، البحرين، 2010.

- حسب حسين حسن شحاتة(2000): هي أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات، أو صكوك استثمارية و يعهد بإدارتها إلى جهة من اهل الخبرة و الاختصاص، لتوظيفها وفقا لصيغ الاستثمار الاسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافي العائد فيما بينهم حسب الاتفاق و يحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الاسلامية، و القوانين و القرارات و اللوائح و النظم الداخلية¹⁰⁷.

- حسب أحمد بن حسين بن أحمد الحسيني(1999): هي عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط و بين المكتتبين فيه يمثل المكتتبون فيه في مجموعهم رب المال فيدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب، فتتولى تجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة، و تدفع للمكتتبين صكوكا بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصة شائعة في رأس المال، الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريق مباشر في مشروعات حقيقية مختلفة و متنوعة، أو بطريق غير مباشر كبيع و شراء أصول مالية و اوراق مالية كأسهم الشركات الاسلامية، و توزع الأرباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب الملتمزم بها من كلا الطرفين، و إن حدثت خسارة تقع على المكتتبين بصفة (رب المال) ما لم تفرط إدارة الصندوق (المضارب)، فإن فرطت يقع الغرم عليها¹⁰⁸.

تشارك التعاريف السابقة فيما بينها في المبدأ الأساسي الذي تقوم عليها الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة و يمكن صياغة تعريف شامل: " هي أوعية مالية تتولى جمع مدخرات المستثمرين و توجيهها في الوجهة الاستثمارية المناسبة من خلال أدوات استثمارية مختلفة و متنوعة متوافقة مع الشريعة الاسلامية، وصولا إلى عوائد مناسبة من خلال تنوع أوجه الاستثمار مما يقلل من نسبة المخاطرة إلى أدنى حد ممكن¹⁰⁹".

2.2.2.1. نشأتها

يعود إنشاء أول صندوق استثماري متوافق مع الشريعة إلى سبعينات القرن الماضي و بالتحديد في العام 1971 حيث أنشأت ماليزيا أول صندوق استثماري متوافق مع الشريعة "Tabung Amanah Baki"¹¹⁰. أما عربيا فأول صندوق استثماري متوافق مع الشريعة فكان في السعودية عام 1987 بإنشاء صندوق الأهلي للتجارة العالمية من طرف بنك الأهلي التجاري.

¹⁰⁷حسين حسن شحاتة، مناهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية و المالية على صناديق الاستثمار الاسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الاسلامي، المملكة العربية السعودية، 2000، ص11.

¹⁰⁸أحمد بن حسين بن أحمد الحسيني، صناديق الاستثمار: دراسة و تحليل من منظور الاقتصاد الاسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999، ص 21.

¹⁰⁹عبد المجيد الصلاحين، صناديق الاستثمار الاسلامية، مفهومها، خصائصها و أحكامها، ص 03.

¹¹⁰Yap Voon Choong, Chan Kok Thim, David Yong Gun Fie, Chew Huang Ng, **Development and Performance Trends of Malaysian Unit Trusts**, Journal of Modern Accounting and Auditing, ISSN 1548-6583 December 2012, Vol. 8, No. 12, 1804-1813, p 02.

أبدت البنوك التقليدية اهتماماً بإنشاء صناديق استثمارية متوافقة مع الشريعة تقوم هي بإدارتها وفقاً لأحكام الشريعة و كان ذلك في ثمانينات القرن الماضي، حيث تم في العام 1988 تأسيس "صندوق الاستثمار الإسلامي المحدود" "The Islamic Management Fund Limited" في جزيرة "جرنسي" من قبل شركة الاستثمار العالمية الشهيرة "Crédit Suisse"، و جرت إدارته من قبل فريق متخصص في لندن يعود إلى "CSFB Fund Management Limited"، و كان هذا الصندوق متخصصاً بالاستثمار في أسهم الشركات الصناعية العالمية بالإضافة إلى المراجعة للأمر بالشراء في السوق الدولية¹¹¹.

في العام 1995 تم تأسيس صندوق "الواحة الإسلامي" بإدارة المصرف الاستثماري البريطاني "Robert Fleming" في "لوكسمبورغ"، و كان هذا الصندوق متخصصاً في الاستثمار في أسهم الشركات الصناعية العالمية.

في عام 1996 أسس المصرف البريطاني في ANZ في "جرنسي" صندوقاً استثمارياً متوافقاً مع الشريعة تحت اسم "صندوق المضاربة الدولية الأول المحدود" "First ANZ International Modaraba Limited" « FAIM » كصندوق متخصص في الاجارة التمويلية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية، و في نفس العام أسس « CITICORB » صندوقاً استثمارياً آخر متخصص بالأسهم العالمية في "لوكسمبورغ" باسم « Citi Islamic Port Folies ».

و في العام 2001 وقع بنك "باريسا" الفرنسي مع بيت التمويل الكويتي مذكرة تفاهم لإنشاء صندوق لسوق مالية إسلامية بقيمة مليار دولار¹¹².

3.2.2.I خصائصها

تتميز الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة بمجموعة من الخصائص هي كما يلي:

1. تتمتع صناديق الاستثمار الإسلامية بشخصية معنوية مستقلة عن المستثمرين مالكي الوحدات الاستثمارية وعن الوجهة المكلفة بإدارتها، و بالتالي فهي مؤسسة لها صفة قانونية و شكل تنظيمي و إطار مالي و محاسبي مستقل¹¹³؛
2. تقوم على أساس عقد المضاربة الشرعية، فالمستثمرون المكتتبون في رأس مال الصندوق يمثلون في مجموعهم رب المال، الذي يوافق على تعيين الجهة المصدرة التي تقوم بدور المضارب لإدارة الصندوق وفقاً لأحكام المضاربة الشرعية و شروط نشرة الاكتتاب أو لائحة الصندوق؛

¹¹¹ مؤتمر التحول إلى الخدمات المالية الإسلامية، على الرابط: <http://www.kantakji.com/economics>

¹¹² مصطفى إبراهيم محمد مصطفى، تقييم ظاهرة تحول البنوك التقليدية للمصرفية الإسلامي-دراسة تطبيقية عن تجربة بعض البنوك السعودية، مذكرة ماجستير، الجامعة الأمريكية المفتوحة، القاهرة، ص 45.

¹¹³ حسين حسن شحاتة، مرجع سبق ذكره، ص 11.

3. تلتزم إدارة الصندوق في كافة معاملاته و تصرفاته المختلفة بأحكام الشريعة الإسلامية، وكذلك بالفتاوى والمقررات و التوصيات الصادرة عن المجامع الفقهية و هيئات الفتوى و الرقابة الشرعية و المسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق؛
4. توظف أموال الصندوق وفقا للضوابط و المعايير الإسلامية في مجال الاستثمار المباشر و غير المباشر وذلك طبقا لصيغ الاستثمار الإسلامية، و منها المساهمات في الأوراق المالية الإسلامية و المضاربة و المشاركة والمراجحة و السلم و الإجارة و الاستصناع، و أي صيغة مستحدثة لا تتعارض و أحكام الشريعة¹¹⁴؛
5. تتولى إدارة الصندوق جهة من أهل الخبرة و الاختصاص و الاحتراف، و تكون الإدارة إما على أساس:
- **المضاربة:** حيث يحدد المقابل للمدير (المضارب) بنسبة معلومة من ربح الصندوق؛
 - **أو الوكالة:** حيث يحدد فيها المقابل للمدير (الوكيل) بعمولة معينة، أو بنسبة من المساهمات وتؤول هذه النسبة إلى مبلغ مقطوع أو بنسبة من صافي الموجودات¹¹⁵؛
6. تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية من الوحدات الاستثمارية المتعددة الأطراف، و تتمثل هذه الأطراف عادة في:
- **الجهة المنشئة للصندوق:** قد تكون مصرفا أو مؤسسة مالية أو مجموعة من أصحاب المال، و يطلق عليهم "المؤسسون" أو "المساهمون"؛
 - **المشركون في الصندوق:** هم الذين يشتركون الوحدات أو الوثائق أو الصكوك الاستثمارية؛
 - **إدارة الصندوق:** الجهة التي تتولى إدارة عمليات و معاملات الصندوق، و تعمل في إطار الأهداف والسياسات و الخطط الإستراتيجية، و المرجعية الشرعية و القانونية و الاستثمارية؛
 - **جهات تسويق الوحدات الاستثمارية:** و هي المؤسسات المالية التي قد تعهد لها الجهة المنشئة للصندوق إصدار و تسويق الوحدات الاستثمارية مقابل عمولة أو أجر¹¹⁶؛
7. يحق للمالكي الوحدات الاستثمارية استرداد قيمة مساهمتهم وفق ضوابط و شروط معينة، بما يتناسب مع الاستمرار لأجل مختلف و يناسب صغار المستثمرين، و هو يستلزم إعادة تقويم الوحدات الاستثمارية على فترات دورية؛
8. إضافة إلى الالتزام بأحكام و مبادئ الشريعة الإسلامية، يلتزم الصندوق الاستثماري الإسلامي أيضا بالقوانين و القرارات الصادرة عن الجهات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق؛

¹¹⁴ نفس المرجع، ص 12.

¹¹⁵ هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية، معايير المحاسبة، المعيار 16 الخاص بصناديق الاستثمار، مرجع سبق ذكره.

¹¹⁶ حسين حسن شحاتة، مرجع سبق ذكره، ص 14.

4.2.2.I. أهمية الصناديق الاستثمارية في النظام الاقتصادي الإسلامي

تتمثل فيما يلي¹¹⁷:

- اتجاه أرباب الأموال إلى تحمل مخاطر العمل الاستثماري مباشرة، و انصراف رغبتهم عن توسيط المصارف لعزل المخاطرة؛
- إن إنشاء صندوق استثماري لا يحتاج إلى سن قانون جديد كما هو الحال عند إنشاء بنك إسلامي، فهو أمر ممكن في ظل القوانين المنظمة لهذه الصناديق في أي مكان من العالم، لأن تلك القوانين أخذت في اعتبارها أن الغرض الأساسي من الصناديق هو تلبية تفضيلات و رغبات المستثمرين الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية و شركات الاستثمار، و بذلك يتم رفع الربا عن مجتمعاتنا الإسلامية؛
- و تتميز الصناديق الاستثمارية على النواذ في البنوك التقليدية، أن الخلط الذي يتخوف منه كثير من الناس لا يقع فيها، لأن لها ميزانية و حسابات مستقلة تماما عن البنك، و قوانين تمنع الاختلاط بين أمواله و أموال الصندوق مع كونه شركة مالية لا تكاد تختلف عن البنك، و لا حدود لنموها و حجمها و هي بخلاف النواذ لا تحتاج إلى أن يغير البنك هيكله الإداري أو نظام عمله، أو تعيين كادر جديد من الموظفين؛
- لهذه الصناديق أهمية في نقل الأموال بين المجتمعات الإسلامية، ذلك أن الانتقال العظيم لرأس المال لغرض الاستثمار في العقدين الماضيين، إنما كان بصفة أساسية باستخدام صيغة الصناديق الاستثمارية، فهذه الاستثمارات الأجنبية في دول شرق آسيا و الصين التي تدل الاحصاءات على أنها تقارب 400 مليار دولار، إنما جرى استقطابها من ملايين المستثمرين عن طريق صناديق الاستثمار المتنوعة و المتخصصة و بذلك تتوفر آلية للاستثمار الإسلامي؛

5.2.2.I. أنواع الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة

تنقسم الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة إلى الأنواع الآتية:

1. صناديق الأسهم الإسلامية: و يقوم مبدأ هذا الصندوق على¹¹⁸:

- اختيار الشركات التي يكون أساس نشاطها مباحا؛
- أن يحسب المدير ما دخل الشركات التي يكون أسهمها في الصندوق من إيرادات محرمة مثل الفوائد المصرفية، ثم يقوم باستبعادها من الدخل الذي حصل عليه المستثمر في الصندوق؛

¹¹⁷صفحة احمد أبوبكر، صناديق الاستثمار الإسلامية: خصائصها و أنواعها، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الرابع عشر، المؤسسات المالية الإسلامية، ص 838.

¹¹⁸غدير أحمد خليل، تطوير و ابتكار صناديق استثمار متوافقة مع الشريعة الإسلامية، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الأول للمالية و المصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية، أيام 2014/8/7/6، ص 13.

- أن يتقيد بشرط صحة البيع، و أن يتقيد بشروط الصرف في حالة النقود؛
- 2. **صناديق السلع:** و يكون نشاطها الأساسي شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، و اتجهت هذه الصناديق إلى أسواق السلع الدولية نظرا لتطور أسواق السلع الدولية، و وجود جهات متخصصة معتمدة في تنفيذ عمليات الصندوق بأجر، و يقصد هنا بالسلع تلك التي تكون لها أسواق بورصة منظمة، مثل الألمنيوم والنحاس و البترول، و يقتصر التعامل بالسلع المباحة و التي يجوز شراؤها بالنقد و بيعها بالأجل و يستثنى من ذلك الذهب و الفضة، و قد تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل، أو المراجحة أو السلم¹¹⁹.
- 3. **صناديق التأجير:** عقد الإجارة هو عقد محله منافع أصل قادر على توليد هذه المنافع، كالسكن بالنسبة للمنزل، و النقل بالنسبة للسيارة، إذن فهو عقد بيع للمنافع¹²⁰.
- 4. **صناديق المراجحة:** و تقوم هذه الصناديق بشراء السلع الدولية بالنقد، ثم بيعها لطرف ثالث بالأجل على أن تقوم بدراسة مركزه الائتماني قبل بيعه هذه السلع بالدين¹²¹.

I.2.2.6. أوجه الاختلاف بين صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة و صناديق الاستثمار التقليدية

- 1 **مجالات الاستثمار:** تتميز صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة بأن مجالات الاستثمار التي توجه هذه الصناديق نحوها مدخرات المساهمين، هي مجالات لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، فلا يمكن أن يكون من بين مجالات الاستثمار هذه تحريم الشريعة الإسلامية الاستثمار فيها كمصانع الخمور، و المصارف الربوية وأنشطة تبييض الأموال، و بالرغم من أن ثمة مجالات لا يمكن لصناديق الاستثمار الإسلامية أن تلجها، إلا أن لا يعني بالضرورة محدودية مجالات صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة لأن مجالات الاستثمار المباحة و متعددة، و متنوعة، مما يفتح آفاقا رحبة أمام هذه الصناديق لتساهم في رفع مستوى المعيشة للمشاركين فيها.
- 2 **صيغ التمويل "الأدوات الاستثمارية":** تتميز صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة بأن أدواتها الاستثمارية تتفق أيضا و أحكام الشريعة الإسلامية، فلا يمكن لهذه الصناديق أن تستثمر مدخرات المساهمين فيها من خلال الفوائد الربوية، و إنما من خلال صيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالمراجحة للأمر بالشراء، و الإجارة المنتهية بالتملك، و عقود الاستصناع، و شركة المضاربة، أو الشركة المتناقصة المنتهية بالتملك، إلى غير ذلك من صيغ التمويل الإسلامية.

¹¹⁹ غدير أحمد خليل، مرجع سابق، ص 14.

¹²⁰ جبر هشام، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الأول: الاستثمار و التمويل في فلسطين، الجامعة الإسلامية، 9/8 مايو 2005، فلسطين، ص 07.

¹²¹ جبر هشام، مرجع سابق، ص 19.

3 وجود هيئات للفتوى و الرقابة الشرعية على هذه الصناديق: حتى يتم التأكد من توافق الأنشطة الاستثمارية لهذه الصناديق مع أحكام الشريعة الإسلامية السمحة في المجالين المتقدمين، كانت الحاجة إلى هيئات الفتوى و الرقابة الشرعية كي تشرف على هذه الأنشطة الاستثمارية، و تتأكد من موافقتها لأحكام الشريعة الإسلامية، و لا يقتصر دور هذه الهيئات على مجرد الإفتاء في المسائل و المعاملات المالية والأنشطة الاستثمارية، بل يتعدى ذلك إلى مراقبة هذه الأنشطة، و التأكد من عدم مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية كما تقوم هذه الهيئات بتصحيح المخالفات إن وُجدت، و تقوم أيضا بإنتاج و تصميم العقود المتوافقة وأحكام الشريعة الغراء.

3.1. تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008

لم تعد الأزمة المالية ظاهرة حديثة من نوعها، فقد اعتاد العالم عليها نظرا لتكرارها بشكل سريع في فترات قليلة كما أن الأزمات المالية في معظم الأحيان متشابهة إلى حد كبير سواء في أسبابها أو في تأثيرها و لكن مع اختلاف قوة الأزمة، غير أن المنتجات المالية الجديدة و زيادة التكامل بين الأسواق المالية العالمية خلال العشرين سنة الماضية قد أضافا بعض العوامل و المخاوف الجديدة و زادا من تعقيد الأزمة المالية.

1.3.1. مفهومها

أزمة الرهن العقاري أو أزمة الرهون العقارية الثانوية، أو أزمة الإسكان الأمريكية، أو أزمة الائتمان، أو الأزمة العالمية كلها مسميات لأزمة مازالت تداعياتها مستمرة إلى يومنا هذا، و كانت أبرز تجلياتها نقص سيولة السوق و سيولة التمويل في النظام البنكي الأمريكي، و التي بدأت خلال 2006 بعد انفجار فقاعة سوق الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية، لتتطور بعد ذلك و تصبح أزمة مالية عالمية ابتداء من عام 2007.

و بدأت الأزمة بعد انخفاض أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية، و ارتفاع معدلات التخلف عن سداد القروض الثانوية و غيرها من القروض العقارية، بسبب ضعف الجدارة الائتمانية لملاك المنازل، خصوصا بعد رفع الاحتياطي الفيدرالي لأسعار الفائدة من 1% عام 2004 إلى 5.25% عام 2007، مما انعكس على أقساط مدفوعات ملاك المنازل بالارتفاع، و مع انخفاض معايير الاقتراض، زادت القروض العقارية الثانوية المتعثرة مما تسبب في إفلاس العديد من شركات الرهن العقارية و المؤسسات العاملة في سوق الرهن العقاري¹²².

¹²² يوسفات علي، أزمة الرهن العقاري، مقال منشور في مجلة العلوم الاقتصادية و التسير و العلوم التجارية، جامعة أدرار، العدد 02 / 2009، ص 01.

1.1.3.I. تعاريف لفهم الأزمة¹²³:

• 1. الرهن الثانوي **Subprime Mortgage**: نوع من الرهون العقارية المنخفضة الجدارة الائتمانية بمعدل فائدة أعلى من الرهن العقاري التقليدي (Prime) لتحمل مخاطرها المرتفعة، و غالباً ما يستفيد منه الأفراد الذين يُعانون من انخفاض جدارتهم الائتمانية، أو لعدم وجود ضمانات تُؤهلهم للحصول على القروض الثانوية الرئيسية.

• 2. الأوراق المالية المضمونة برهون عقارية ثانوية **MBS**

(**Subprime Mortgages-Backed securities**): نوع من الأوراق المالية المدعومة بأصول (ABS) و تكون مضمونة برهن أو مجموعة من الرهون العقارية، و هي أوراق مدد استحقاقها 30 عاماً عدد المستثمرين فيها محدود، لأن المستثمرين يُفضلون عادة أوراق مالية من 02-10 سنوات، و هذا ما استوجب البحث عن بديل مالي يقبله المستثمرون الآخرون، لذا قامت شركات التوريق (SPV) بتوريق MBS إلى ما يُسمى بالتزامات الدين المضمونة، و تُستخدم هذه الأوراق أيضاً لإعادة توجيه مدفوعات الفائدة و الديون من مجموعة الرهون العقارية لحملة الأسهم، و هذه المدفوعات تُقسم إلى فئات مختلفة حسب درجة المخاطرة.

• 3. التزامات الدين المضمونة (**Collateralized Debt Obligation (CDO)**): و هو مجمع قرضي

ويقوم على فكرة عدم اعتبار وعاء الرهن مجموعة واحدة من الرهون ذات آجال استحقاق 30 عاماً وتقسيمها إلى شرائح مستقلة بمجموعة من تواريخ الاستحقاق تتراوح من 01 إلى 30 عاماً تتفاوت درجة تصنيفها و هي ثلاثة شرائح رئيسية: الشرائح الممتازة (صنف AAA)، الشريحة البينية (AA) Mezzanine (BB to)، الأسهم الخاصة (غير مقيم)، و منذ 1987 أصبحت وسيلة هامة لتمويل الأصول ذات الدخل الثابت، بعض وسائل الإعلام ألقّت باللوم على هذه الأوراق و تعقيدات منتجاتها، و التضارب الكبير في تقييمها من طرف وكالات التصنيف الائتماني بالتسبب في الأزمة المالية الراهنة، فالمنتجات سالفه الذكر كان هدفها الرئيسي نقل و توزيع المخاطر على نطاق واسع حيث كان ضمان ذلك هو ازدهار سوق العقارات والاقتصاد الأمريكي مستقبلاً¹²⁴.

• 4. أسواق المعاملات خارج الأسواق **Over-The countre Markets OTC** و التي يتم من خلالها

تداول الأدوات المالية العقارية خارج البورصة، و يكون التداول فيها ثنائياً بين العملاء و السماسرة، و لا يتم الإفصاح عن أسعار و أحجام التداول، و لا تتم عملياتها بالشفافية، كما لا توجد مراقبة للسوق لتحديد

¹²³ نفس المرجع، ص 02.

¹²⁴ يوسفات علي، مرجع سابق، ص 02.

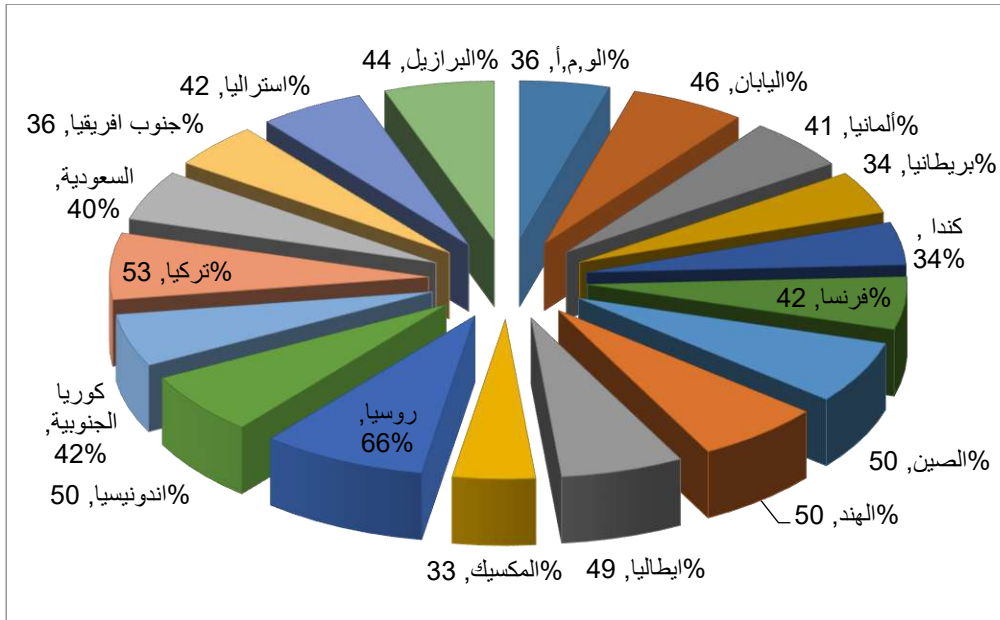
المراكز الكبيرة أو المعرضة للخطر بسبب عدم وجود صناع للسوق، أو مؤشرات لقياس الأداء، أو أي طريقة لتحديد مختلف الشرائح¹²⁵.

2.3.I. آثار الأزمة المالية على الأسواق المالية

تعتبر الأزمة المالية العالمية التي ظهرت في سنة 2008 بالولايات المتحدة الأمريكية من أخطر الأزمات التي شهدتها النظام الرأسمالي منذ أزمة 1929، و قد تفوقها في الحجم و في سرعة انتقالها إلى مختلف دول العالم وذلك بفعل العولمة و من خلال الروابط التجارية و الروابط بين الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية و باقي دول العالم.

إن أول تداعيات الأزمة المالية على البورصة الأمريكية إذ انخفض مؤشر داوجونز الصناعي لأسهم الشركات الأمريكية الكبرى من 9258 نقطة إلى 8579 نقطة أي بمقدار 679 نقطة و بمعدل 7.3%، و قد انتقلت الأزمة إلى معظم الأسواق المالية، فبعد هبوط أسهم بورصة وول ستريت انخفض المؤشر العام في أهم البورصات العالمية¹²⁶، و الشكل الموالي يوضح حجم الخسائر التي لحقت بالبورصات العالمية و حجم الانخفاض الذي لحق بالأوراق المالية.

الشكل (1.1): معدل الانخفاض في البورصات العالمية



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات الملحق (01)

¹²⁵ يوسفات علي، مرجع سبق ذكره، ص 02.

¹²⁶ ناصر مراد، آثار الأزمة المالية الاقتصادية الراهنة-حالة الجزائر-، ص 07.

3.3.I. آثار الأزمة المالية على أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة

أثرت الأزمة المالية العالمية على أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، حيث انخفضت الإصدارات الجديدة من صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة من 173 صندوقاً جديداً في 2007 إلى 78 صندوقاً فقط في عام 2008 بانخفاض 55%، ثم 29 فقط في 2009 بانخفاض قدره 83% عما كانت عليه في 2007 وقد صاحب ذلك أيضاً ازدياداً في أعداد الصناديق التي تمت تصفيتها في عامي 2008 و 2009 إلى 19 صندوقاً و 27 صندوقاً على التوالي، بينما لم يتجاوز ما تمت تصفيته في عام 2007 عن 11 صندوقاً، أي بزيادة حوالي 60% في الصناديق التي صفيت عما كانت عليه في 2007¹²⁷.

بنهاية العام 2010 ارتفع إجمالي عدد الصناديق المتوافقة مع الشريعة بنسبة 12% على أساس سنوي ليصل إلى 681 صندوقاً، مما يعكس انتعاش السوق العالمي الشامل بعد الأزمة المالية العالمية، واستمر العدد الإجمالي للصناديق المتوافقة مع الشريعة في الزيادة في النصف الأول من عام 2011 بنسبة بلغت 2.6% خلال العام لتصل إلى ما مجموعه 699 صندوقاً بمجموع أصول بلغت قيمتها 36.3 مليار دولار.

تصدرت صناديق الصكوك قائمة الصناديق من حيث الأداء، فقد حققت صناديق الصكوك في نهاية العام 2009 ارتفاعاً بنسبة 16.07% مسجلة قفزة قوية مقارنة بعوائد سلبية في عام 2008 بنسبة 10.19% ويعود هذا بالدرجة الأولى إلى تحسن أوضاع سوق الصكوك، كما حققت صناديق الأسهم و الأصول المتنوعة والمتوافقة مع أحكام الشريعة في عام 2009 أداء أفضل من عام 2008، مسجلة عوائد بنسبة 18.48% و 14.07% في المتوسط على التوالي¹²⁸.

بلغ حجم أصول الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة حوالي 60.2 مليار دولار حتى نهاية الفصل الثالث من العام 2015 بانخفاض من حوالي 75.8 مليار دولار في الفصل نفسه من عام 2014، وتستحوذ دول الخليج العربية على حوالي 43% من إجمالي أصول الصناديق المتوافقة مع الشريعة، والسعودية وماليزيا على 69% منها وتجدر الإشارة إلى أن حجم أصول الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة في أوروبا قد بلغ حوالي 14% من الإجمالي العالمي في الفترة نفسها.

¹²⁷ وحدة البحوث و الدراسات و التقارير، بنك بوبيان، 700 صندوق إسلامي حول العالم تدير أصولاً قيمتها 52 مليار دولار، جريدة الشاهد، على الرابط:

http://www.alshahedkw.com/index.php?option=com_content&view=article&id=35177&catid=42:04&Itemid=4

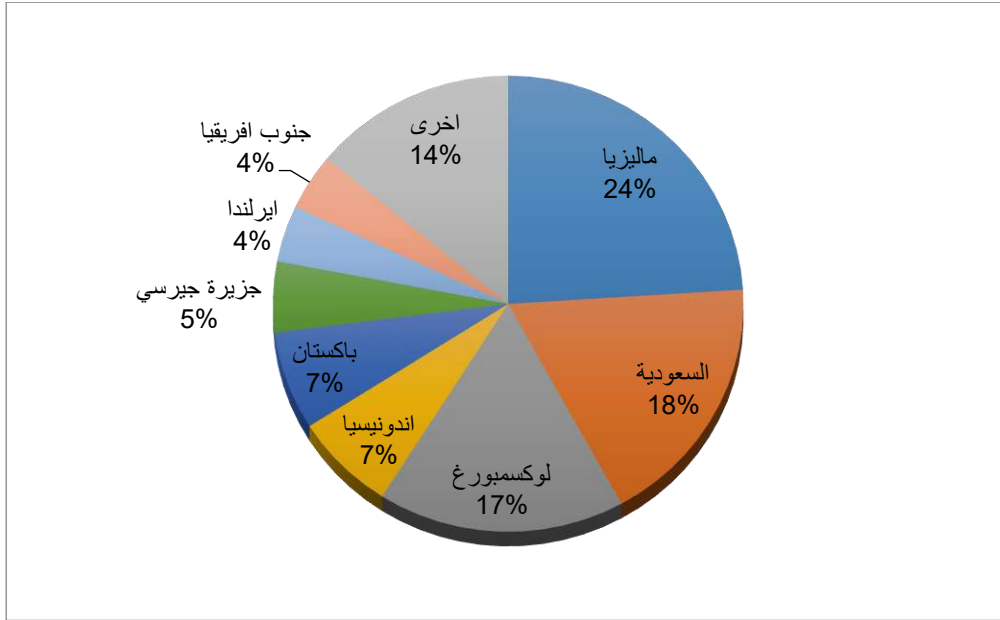
14

¹²⁸ فتحة كحلي، مرجع سبق ذكره، ص 113.

وبينما ارتفع عدد الصناديق المتوافقة مع الشريعة من 285 عام 2004 إلى حوالي 1,161 عام 2014، انخفض عدد الصناديق المتوافقة مع الشريعة إلى 1,030 في عام 2015. ويرجع ذلك أساساً إلى انخفاض أسعار النفط والتغيرات السريعة في الإطار التنظيمي العالمي التي تؤثر بشكل كبير على النمو الإجمالي لصناعة التمويل الإسلامي، وبالرغم من ذلك، فمن المتوقع أن يسجل القطاع نمواً سنوياً يبلغ 5.05%، كما يتوقع أن يصل إلى 77 مليار دولار بحلول عام 2019.

و يُوضح الشكل (1.2) توزيع صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في العالم، حيث نلاحظ استحواذ ماليزيا على نسبة 24% تليها السعودية بـ18%، إذ تعتبران رائدتين في هذا المجال.

الشكل (1.2): توزيع صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة حول العالم-2015



المصدر: تقرير المركز الإسلامي الدولي في ماليزيا عن "صناعة الصناديق الإسلامية" 2015 مراجعة و توقعات

4.I. نماذج تقييم أداء صناديق الاستثمار

1.4.I. النماذج التقليدية

1. مؤشر **Sharp**: يستند هذا القياس على خط سوق رأس المال لجميع المحافظ الكفاءة¹²⁹، إذ قدم " Sharp " مقياساً مركباً لقياس أداء حافظة الأوراق المالية يقوم على أساس العائد و الخطر عند تقييم أداء الحافظة، أطلق عليها المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد، و يقوم النموذج " Sharp " على أساس قياس المخاطر الكلية للحافظة باستخدام الانحراف المعياري، و التي تتضمن كل المخاطر المنتظمة و المخاطر غير المنتظمة، و على ذلك فإن معادلة " Sharp " تحدد في الواقع العائد الإضافي الذي تحققه حافظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في الحافظة.

لا يمكن استخدام نموذج " Sharp " إلا في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة و تخضع لقيود مماثلة، كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط.

و تعرف نسبة " Sharp " بالعلاقة التالية:

العلاقة (1.10): نسبة Sharp

$$S = \frac{R_P - R_F}{\delta}$$

R_P: مردودية الاستثمار بدون خطر.

R_F: المرودية الماضية للحافظة.

δ: الانحراف المعياري لفوائض معدل المرودية على المعدل بدون خطر.

ما يؤخذ على هذا المؤشر أنه يعتمد على الانحراف المعياري لقياس المخاطر، بالرغم من أن بناء الحافظة مبني على مبدأ التنوع، مما يعني أنه لا وجود للمخاطر غير النظامية لتبقى المخاطر النظامية، و التي تقاس بالمعامل **B**.

2. مؤشر **Treynor**

قدم " Treynor " عام 1965 نموذج لقياس أداء المحافظ الاستثمارية، يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة، و المخاطر غير المنتظمة¹³⁰، و يشبه هذا النموذج نموذج " Sharp "، و لكنه يختلف عنه في

¹²⁹Jean-Luc Prigent, **Portfolio Optimization and Performance Analysis**, Chapman Hall /CRC Taylor Francis Group, 2007, p 149.

¹³⁰عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون و موزعون، عمان، الأردن، 2010، ص 224.

أنه يعتمد على معامل β للحفاظ كمقياس للمخاطر و ليس على الانحراف المعياري، و بالتالي فإنه يفحص الأداء في الحافظة من حيث مدى قدرة و كفاءة الإدارة على تنويع الاستثمارات بشكل يمكن من خلاله التخلص من المخاطر غير المنتظمة بدرجة كبيرة، و يقوم بقسمة العوائد الإضافية للحفاظة (معدل عائد الحافظة - معدل العائد الخالي من المخاطر) على معامل β ¹³¹.
و يعبر عنه بالمعادلة التالية:

العلاقة (1.11): نسبة Treynor

$$T_n = (R_n - R_f) / \beta_n$$

T_n : مؤشر Treynor لأداء الحافظة

R_n : معدل عائد الحافظة

R_f : العائد الخالي من المخاطرة

β_n : معامل بيتا

حيث كلما زاد العائد الإضافي الذي تحققه حافظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر المنتظمة يكون أداء الحافظة أفضل، و يعاب على هذا النموذج أن دقة الترتيب و التصنيف للمحافظ تعتمد على فرضية تقييم الاستثمارات من خلال طريقة التنويع المثالي للمحافظ، و التي يمكن من خلالها القضاء على المخاطر غير المنتظمة والمتعلقة بالشركة نفسها، و هذا غير دقيق من الناحية العملية¹³².

3. نموذج Jensen:

اقترح Jensen نموذجاً في عام 1968 لقياس أداء المحافظ الاستثمارية عرفه بمعامل ألفا، حيث يرى أن العائد المتوقع لحافظة المستثمر قد يتجاوز تلك التي يتنبأ بها نموذج CAPM¹³³ و يقوم هذا النموذج على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد الحافظة و متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، و يطلق على هذا المقدار العائد الإضافي، أما المقدار الثاني فيتمثل في حاصل ضرب معامل بيتا (β) في الفرق بين متوسط عائد السوق و متوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، ويسمى علاوة مخاطر السوق فإذا كانت ألفا موجبة هذا يعني أن الأداء جيد، و إذا كانت سالبة هذا يعني أن الأداء

¹³¹سامي حطاب، مرجع سبق ذكره، ص 23.

¹³²James R. Thompson, Edward E. Williams, M. Chapman Findlay, **Models for Investors in Real World Markets**, Wiley interscience, 2003, p 87.

¹³³Caporin, Massimiliano, GrÈgory M. Jannin, Francesco Lisi, Bertrand B. Maillet (2013), " A Survey on the Four Families of Performance Measures ", p 08, available,

http://www.performance-metrics.eu/papers/MCGJFLBM_SurveyPerformance_April2013.pdf

منخفض، أما إذا كانت ألفا صفر فهذا يعني عائد التوازن، حيث لا يختلف في الواقع عائد المحافظة عن عائد السوق، و يعبر عن هذا النموذج بالمعادلة التالية¹³⁴:

العلاقة (1.12): معادلة Jensen α

$$\alpha = (R_P - R_F) - b(R_M - R_F)$$

α : معامل ألفا

R_P : عائد المحافظة الاستثمارية.

R_F : العائد الخالي من المخاطرة.

R_M : عائد محافظة السوق (مؤشر السوق).

b : بيتا المحافظة الاستثمارية.

لقد تم انتقاد مؤشر Jensen على وجه الخصوص، و هذا لأنه المؤشر الذي يهتم بتقدير الخطر المنتظم بالاعتماد على استراتيجيات **Market Timing**، هذه الأخيرة التي تهتم بتصحيح المحافظة، و هذا انطلاقاً من توقعات المدير الخاصة بتطورات السوق.

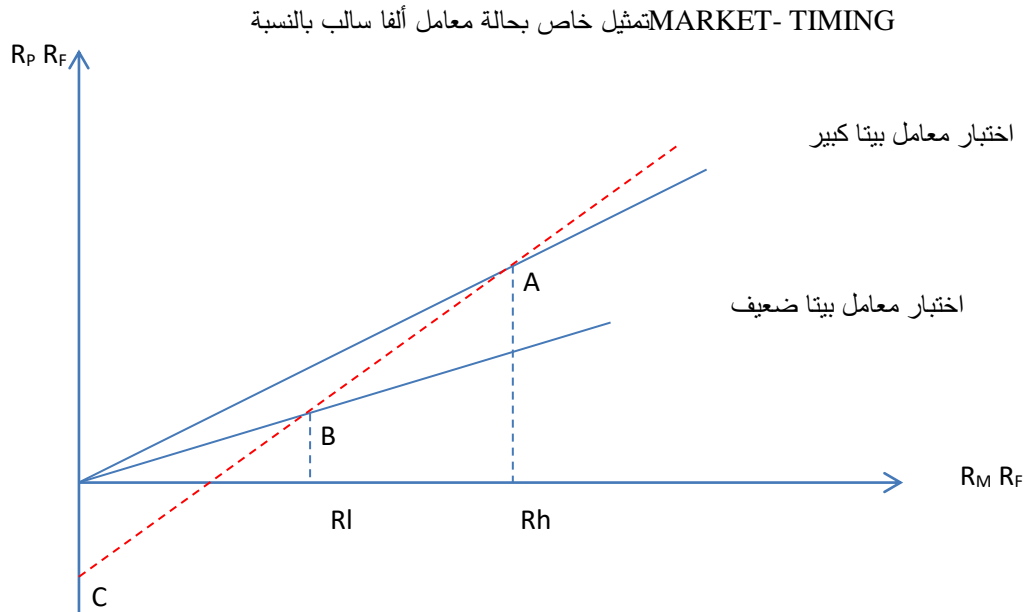
Admit، Ross، Dybvig، Grinblatt، Titman، حيث قاموا بتوضيح الدليل على هذا الانتقاد كما يلي¹³⁵:

لنفترض أن مدير المحافظة مالية له امكانية الاختيار بين محافظتين، و هذا حسب معامل بيتا، و تم تمثيل هذه المحافظ في المنحنى الموالي:

¹³⁴ آل شبيب دريد كامل، الأسواق المالية و النقدية، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الأردن، 2012، ص 323.

¹³⁵ بوزيد سارة، مرجع سبق ذكره، ص 102.

الشكل (1.3): تمثيل المحافظ حسب حالة معامل بيتا



المصدر: بوزيد سارة، مرجع سبق ذكره، ص 102

كما نفترض أن المدير يتحصل على معلومات مهمة حول حالة السوق، و نفترض أيضا إمكانية أن المستثمر بإمكانه استقبال اشارة خاصة بتحسن السوق أكثر من المعدل "Rh"، و إشارة خاصة بتدهور وضعية السوق بأقل من المعدل "Rl"، فإذا استقبال الإشارة الأولى فإنه يختار الاستثمار في محفظة تتميز بمعامل بيتا مرتفع، أما إذا استقبال الإشارة الثانية فإنه سيختار الاستثمار في محفظة تتميز بمعامل بيتا ضعيف، و هاذين الاختبارين يقعان في الشكل على النقطتين "A" و "B" على الترتيب.

و أي ملاحظ لا يعلم بهذه الإستراتيجية، و يرغب في تقدير خطر هذه المحفظة، فسيتوصل إلى العلاقة التي تم عرضها بواسطة الخط المتقطع الذي يربط بين النقطتين، مما يؤدي إلى الحصول على النقطة "C" التي تمثل نقطة تقاطع الخط المتقطع مع المحور العمودي ذات المعامل ألفا سالب، إلا أن الحكم يعتبر غير عادل في حق التوليفة "A" و "C".

2.4.I. النماذج الحديثة

1. نموذج "Black": قدم "Black" نموذجا عرف به "The Black (1972) Zero-Beta

CAPM" يقوم على فرضين من فرضيات نموذج توازن الأصول المالية، الافتراض الأول هو وجود أصول خالية من المخاطر، و بالتالي هناك إمكانية للاقتراض و الاقراض عند هذا المعدل، الافتراض الثاني هو وجود معدل واحد للاقتراض و الاقراض، يقوم هذا النموذج عند تقييم الأسهم أو المحافظ الاستثمارية

باستبدال معدل العائد الخالي من المخاطر بمعدل العائد للمحافظ الاستثمارية التي يكون معامل بيتا لها يساوي الصفر، و يمكن تحديد قيمة المؤشر لهذا النموذج من خلال المعادلة التالية¹³⁶:

العلاقة (1.13): معادلة Black

$$E(R_P) - E(R_Z) = \alpha_P + \beta_P (E(R_M) - E(R_Z))$$

$E(R_P)$: عائد المحفظة الاستثمارية.

$E(R_Z)$: العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية في حال كانت بيتا تساوي الصفر.

$E(R_M)$: عائد محفظة السوق (مؤشر السوق).

α_P : معامل ألفا.

β_P : بيتا المحفظة الاستثمارية.

2. نموذج "Fama": قدم "Fama" عام 1972 نموذجاً لتقييم أداء المحافظ، يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات المخاطر، و يقوم النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع و الذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع و المخاطر لأي محفظة، حيث يمكن حساب قيمة النموذج من خلال المعادلة التالية¹³⁷:

$$CV = R_F + \frac{R_M - R_F}{S_m} \frac{cov R_P - R_M}{S_m}$$

CV : قيمة مؤشر النموذج.

R_F : العائد الخالي من المخاطرة.

R_P : عائد المحفظة الاستثمارية المتوقع.

R_M : عائد محفظة السوق (مؤشر السوق) المتوقع.

Cov : التغيرات بين العائد المتوقع للمحفظة و عائد محفظة السوق.

و يتم حساب التغيرات بين العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية و عائد محفظة السوق من خلال المعادلة التالية¹³⁸:

¹³⁶توفيق شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 61.

¹³⁷الحنوي و آخرون، مرجع سبق ذكره، 2002، ص 306.

Brigham, Eugene F, Ehrhardt, Michael c, **Financial Management Theory and Practice**, 13th Edition , ¹³⁸ Lachina pub, 2011, p 240.

العلاقة (1.14): معادلة التغير

$$\text{Cov} = R_{MP} \cdot S_M \cdot S_P$$

- Cov**: التغير بين العائد المتوقع للمحفظة و عائد محفظة السوق.
- R_{MP}**: معامل الارتباط بين عائد المحفظة الاستثمارية و عائد محفظة السوق.
- S_M**: الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق.
- S_P**: الانحراف المعياري لعائد المحفظة الاستثمارية.

3. نموذج "Modigliani & Modigliani": يعتبر مقياس M^2 أحد مقاييس أداء المحفظة الاستثمارية الذي قدمه كل من "Leah Modigliani" و "France Modigliani" عام 1997، حيث يقوم هذا النموذج بدراسة أثر الرفع المالي على أداء المحفظة الاستثمارية من خلال تقييم العائدات المتوقعة مع الخطر الكلي للسوق، و يتم ذلك من خلال إيجاد الفرق بين عائد المحفظة الاستثمارية و بين العائد الخالي من المخاطر مضروباً في ناتج قسمة الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق على الانحراف المعياري لعائد المحفظة الاستثمارية، و الناتج يجمع مع معدل العائد الخالي من المخاطر، و يمكن توضيح ما سبق من خلال المعادلة التالية¹³⁹:

العلاقة (1.15): معادلة Modigliani & Modigliani

$$RAP_P = y_P \cdot (E(r_P) - r_F) + r_F$$

- RAP_P**: قيمة نموذج M^2 .
- E(r_P)**: العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية.
- y_P**: الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق مقسوماً على الانحراف المعياري لعائد المحفظة الاستثمارية.
- r_F**: معدل العائد الخالي من المخاطر.

4. نموذج "Sortin": قدم "Sortino" نموذجاً عام 1997 شبيه بنموذج "Sharp" في استخدامه للانحراف المعياري كمقياس للمخاطر الكلية، و وفقاً لهذا النموذج فإن الانحراف المعياري يقيس الفرق بين عائدات المحفظة الاستثمارية و الحد الأدنى للعائد المقبول لدى المستثمر، حيث يستبدل هذا النموذج العائد الخالي من المخاطر بالحد الأدنى للعائد المقبول الذي لا يقبله المستثمر عائداً أقل منه، و يتميز هذا

¹³⁹Caporin, et, al : op, cit, p 12.

النموذج بأنه يستطيع أن يميز بين التقلبات الجيدة و غير الجيدة للعائدات، فكلما كانت قيمة النموذج مرتفعة يكون أداء المحفظة أفضل، و يمكن حساب قيمة النموذج من خلال المعادلة التالية¹⁴⁰:

العلاقة (1.16): نسبة Sortino

$$\text{Sortino Ratio} = \frac{E(R_p) - \text{MAR}}{\sqrt{1/T \sum_{t=0}^T (R_{pt} - \text{MAR})^2}}$$

$E(R_p)$: عائد المحفظة المتوقعة.

R_{pt} : عائد المحفظة خلال الفترة t.

MAR : الحد الأدنى للعائد المقبول لدى المستثمر.

T : عدد الفترات المحسوب بها العائد.

5. نموذج "موري" و "فينود": قدم كل من "موري" و "فينود" عام 2001 نمودجا عرف بنموذج مضاعف شارب لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية، حيث يعتمد على نموذج "شارب" الأصلي مع الأخذ بعين الاعتبار هامش خطأ التقدير لنموذج "شارب"، لذا فإن النموذج الجديد يأخذ المعادلة التالية¹⁴¹:

العلاقة (1.17): نموذج مضاعف شارب

$$RV = \frac{R_p - R_f/SP}{S_{RV}}$$

RV : قيمة مؤشر المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد و التي تعكس أداء محفظة الأوراق المالية محل التقييم.

R_p : متوسط عائد المحفظة الاستثمارية.

R_f : معدل عائد الاستثمار الخالي من المخاطر.

SP : مخاطر المحفظة مقاسة من خلال الانحراف المعياري لعوائد المحفظة.

S_{RV} : الانحراف المعياري لقيمة مؤشر نموذج شارب، حيث يمكن حسابه من خلال بناء سلسلة تاريخية للفرق بين

العائد الفعلي للمحفظة الاستثمارية، و العائد المتوقع و المحسوب وفقا لنموذج شارب.

¹⁴⁰Sourd, Veronique, " Performance Measurement for Traditional Investment" , Dhecrisk and asset management research center, 2007, p 31.

¹⁴¹Caporin, et,al,op,cit,p 04.

خلاصة:

تعد صناديق الاستثمار إحدى أهم الآليات الاستثمارية الرائجة في الأسواق المالية، إذ تعتبر أدوات مالية وأوعية استثمارية لها تأثيرها في جذب المدخرات و تشجيع الاستثمار.

توفر صناديق الاستثمار مزايا دفعت إلى تزايد إقبال أصحاب الموال و المدخرين على استثمار أموالهم في هذه الصناديق، مما أدى إلى انتشارها و نموها في الوقت الحالي، و من ثم اكتسبت أهمية كبيرة على الصعيد العالمي.

و ما يميز صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة عن الصناديق الاستثمارية التقليدية هو توجيه مواردها نحو الاستثمارات التي تتماشى مع فكرة الاستثمار المتوافق مع الشريعة، بالإضافة إلى أن الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة ليست مجرد وسيط مالي كما هو الحال في صناديق الاستثمار التي تنشؤها البنوك التقليدية، و شركات الاستثمار، و شركات التأمين، بل إن هذه الصناديق، بالإضافة إلى ذلك، تعتمد على منهج الاستثمار المتوافق مع الشريعة الذي يمزج بين رأس المال و العمل، أي أن صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة تمثل عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط بين المكتتبين به الذين يمثلون أرباب المال، و الذين يحصلون على (وحدات استثمار) تمثل حصة شائعة في رأس مال الصندوق، و تقوم الإدارة باستثمارها في مشروعات مختلفة و متنوعة بالإضافة إلى الاستثمار في الأوراق المالية للشركات التي تتعارض أعمالها مع فكرة الاستثمار المتوافق مع الشريعة.

و لقد برزت أهمية الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة خلال و بعد الأزمة المالية العالمية، إذ أظهر أدائها تأثيراً نسبياً بالأزمة المالية العالمية مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية التي شهد أدائها تراجعاً ملحوظاً.

الفصل الثاني

الدراسات السابقة

تمهيد:

تعتبر صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة أداة استثمارية حديثة العهد في الأسواق المالية مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية لذلك نجد الدراسات و البحوث الأكاديمية بنسبة ضئيلة مقارنة بنظيراتها التقليدية. و لقد تزايد الاهتمام بصناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة بعد الأزمة المالية العالمية، سواء على المستوى الاستثماري أو على مستوى البحوث و الدراسات، حيث أظهرت أداء لافتا و اعتبرها الكثير من المحللين أداة تحوط مثالية في الأزمات.

و في سياق بحثنا اطلعنا على عدد من الدراسات السابقة و التي كانت عبارة عن مقالات علمية محكمة، حيث اختبرت جُل الدراسات أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة مقارنة بنظيرتها التقليدية، بالإضافة إلى تأثير أزمة النور الآسيوية 1997 على أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة و أيضا الأزمة المالية العالمية الأخيرة، كما تمت البحوث على مستوى الأسواق المالية الناشئة و المتقدمة. سنقوم ضمن هذا الفصل تقديم الدراسات السابقة و ذلك باتباع ترتيب تاريخي.

I. عرض الدراسات السابقة

1. Ainulashikin Marzuki & Andrew Worthington, Malaysian evidence on the performance of islamic mutual funds (2014)¹⁴² :

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم أداء الصناديق الاستثمارية الإسلامية خلال الفترة من فبراير 1996 إلى ديسمبر 2009، و ذلك من خلال كيفية المقارنة بين أداء الصناديق الاستثمارية الإسلامية و صناديق الاستثمار التقليدية، و هل أداء صناديق الاستثمار الإسلامية أفضل خلال تراجع السوق، تتكون عينة الدراسة من البيانات الشهرية لـ 46 صندوق إسلامي، و 101 صندوق تقليدي، و قد تم استخدام مؤشرات الأداء: مؤشر Sharp Jensen، و Treynor، نموذج (Carhart 1997)، بالإضافة إلى نموذج توقيت السوق، و نماذج التنويع والانتقائية.

و قد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- صناديق الاستثمار الإسلامية لها أداء جيد و ذلك من خلال دراسة مدى قوة أداء هذه الصناديق بطريقتين: أولاً و ذلك باستخدام عدة مقاييس مختلفة للأداء بما في ذلك نماذج متعددة العوامل لتحديد ما إذا كانت خصائص العائد و المخاطرة لكل من الصناديق الإسلامية و الصناديق التقليدية مختلفة أم لا، و ثانياً تم الأخذ بعين الاعتبار التغيرات في ظروف السوق خلال الفترة بأكملها، و كذلك خلال فترة الأزمات الأخيرة؛
- على العموم خلال فترة الدراسة صناديق الاستثمار الإسلامية و التقليدية غير قادرة على التفوق على مختلف معايير السوق خلال فترة الدراسة؛
- صناديق الاستثمار الإسلامية لها β أقل مما يعني أن هذه الصناديق أقل حساسية لتغيرات السوق مقارنة بالصناديق التقليدية؛
- من حيث قدرة مديري الصناديق على توقيت السوق، فإن مدراء كلا النوعين من الصناديق هي ضعيفة في ماليزيا، و كما هو متوقع فإن قدرة مديري الصناديق الإسلامية تبدو أسوأ مما هي عليه عند مديري الصناديق التقليدية، قد يرجع هذا إلى أن الصناديق الإسلامية لها أفق زمني طويل للاستثمار، و من حيث تكلفة التنويع فإن كلا النوعين من الصناديق تعاني من تكلفة التنويع؛

¹⁴² Ainulashikin Marzuki & Andrew Worthington, **Malaysian evidence on the performance of islamic mutual funds**, See discussions, stats, and author profiles for this publication at: <https://www.researchgate.net/publication/293071243>, 2014.

- توصلت الدراسة أيضا إلى انه لا يوجد فرق كبير بين أداء الصناديق الإسلامية و الصناديق التقليدية وذلك خلال الأزمات التي نشأت خلال فترة الدراسة، بالإضافة إلى ذلك فإن الصناديق الإسلامية تتفوق على مؤشرات السوق خلال فترة تراجع السوق؛

2. Norafiqah Bt Norman, Mahmoud Khalid Almsafir and Ayman Smadi; Comparative Study of Conventional and Shariah-based Unit Trust Funds Performance of Public Mutual Berhad(2013):¹⁴³

تهدف الدراسة إلى تقييم الأداء من منظور أداء عائد الصناديق التقليدية و الصناديق المتوافقة مع الشريعة من حيث الوضع الاقتصادي و المخطر-العائد. تركز هذه الدراسة على سبعة من صناديق الأسهم التقليدية وسبعة من صناديق الأسهم المتوافقة مع الشريعة من صناديق الاستثمار المشترك العامة بيرهاد، يتم حساب البيانات لمدة عشر سنوات خلال الفترة من يناير 2003 إلى ديسمبر 2012، و تقسم إلى ثلاث فترات فرعية: قبل الأزمة، خلال الأزمة و بعد الأزمة المالية، تستخدم هذه الدراسة مؤشر FTSE بورصة ماليزيا KLCI (FBM KLCI) للصناديق التقليدية، و مؤشر الشريعة لبورصة ماليزيا (FBMS) للصناديق المتوافقة مع الشريعة، المعدلات الخالية من المخاطر باستخدام أذونات الخزانة الحكومية الماليزية لمدة ثلاثة أشهر، بالإضافة إلى استخدام ثلاث نسب: نسبة Sharp، نسبة Treynor، و نسبة Jensen لتقييم أداء الصناديق الاستثمارية.

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- الصناديق الاستثمارية التقليدية لها أداء أفضل قبل الأزمة المالية و بعد فترة الأزمة المالية في حين الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة لها أداء أفضل خلال فترة الأزمة المالية؛
- يكون الانحراف المعياري للصناديق التقليدية أعلى مما هو عليه في الصناديق المتوافقة مع الشريعة؛
- يظهر عند تحليل المخاطر المنتظمة أن الصناديق المتوافقة مع الشريعة لديها قيمة (بيتا) منخفضة مقارنة مع الصناديق التقليدية، و هذا يدل على أن الصناديق المتوافقة مع الشريعة أقل حساسية لتغيرات السوق؛
- فرضيات الحالة الاقتصادية لا تؤثر على أداء الصناديق، و عوائد المخاطر لها علاقة مع أداء الصناديق؛

¹⁴³ Norafiqah Bt Norman, Mahmoud Khalid Almsafir and Ayman Smadi; Comparative Study of Conventional and Shariah-based Unit Trust Funds Performance of Public Mutual Berhad, Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 7(9): 354-363, 2013, Malaysia , <http://ajbasweb.com/old/ajbas/2013/July/354-363.pdf>

3. Elsayed Elsiefy" The Effect of financial crisis on Mutual Funds Performance Evaluation using the CAPM and APT Models Evidence from GCC countries: ¹⁴⁴"(2013)

تمثل هدف هذه الدراسة في قياس الأداء الكمي و النسبي لمجموعة من صناديق الاستثمار التي أديرت استنادا إلى مدخلين مختلفين، صناديق استثمار متوافقة مع الشريعة و أخرى تقليدية، حيث تم استخدام مؤشرات مالية لتقييم الأداء المالي للصناديق الاستثمارية التي تعتمد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM باستخدام مؤشر Sharp و مؤشر Treynor، و مؤشر Jensen α ، و كذلك تقييم قدرة مديري المحافظ المالية على التنبؤ بعنصري التوقيت والانتقائية من خلال مؤشري Mazy & Treynor و مؤشر Fama، و قد تم تطبيق نظرية تسعير المراجعة APT للوقوف على مجموعة العوامل التي تحدد أداء الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة و التقليدية وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 380 صندوق نشطا في دول مجلس التعاون الخليجي مقسمة على مجموعتين أولا الصناديق المتوافقة مع الشريعة وعددها 199 صندوقا، ثانيا الصناديق الاستثمارية التقليدية و عددها 181 صندوق.

وبالجمع بين نتائج نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، و نظرية المراجعة يتضح أنه على الرغم من تحقيق الصناديق المتوافقة مع الشريعة لعوائد معدلة بالمخاطر تفوق عوائد الصناديق التقليدية، إلا أن العوامل الدافعة التي تقود آلية المراجعة بين الصناديق المتوافقة مع الشريعة و التقليدية مختلفة، حيث أظهرت نتائج الدراسة تأثير عوائد الصناديق التقليدية بثلاث متغيرات معنوية هي: مؤشر السوق، و نسبة الذهب إلى الفضة، و اخيرا أسعار البترول، في حين أن هناك عامل واحد يؤثر على أداء الصناديق المتوافقة مع الشريعة ألا و هو مؤشر السوق، و قد أظهرت نتائج نظرية المراجعة عدم معنوية تأثير الصناديق المتوافقة مع الشريعة بالتغيرات في أسعار الذهب و البترول، و الذي أكدته نظرية تسعير الأصول الرأسمالية من خلال قياس درجة التنوع التي تتبعها هذه الصناديق و التي كانت لها قيمة منخفضة.

¹⁴⁴ Elsayed Elsiefy, " The Effect of financial crisis on Mutual Funds Performance Evaluation using the CAPM and APT Models Evidence from GCC countries , ¹⁴⁴"

4. Salima H.Kassim and Saqinah Kamil : Performance of Islamic Unit Trusts During the 2007 Global Financial Crisis ; Evidence from Malaysia(2012)¹⁴⁵ :

أجريت هذه الدراسة في محاولة لتحليل أداء الصناديق المتوافقة مع الشريعة في مختلف الظروف الاقتصادية قبل الأزمة و خلال الأزمة، حيث كانت فترة الدراسة من يناير 2000 إلى ديسمبر 2009. قد تم اعتماد مؤشر Adjusted Sharp، مؤشر Adjusted α Jensen، و مؤشر Treynor لمقارنة أداء الصناديق المتوافقة مع الشريعة أمام مؤشر السوق والعائد الخالي من المخاطر.

اعتمدت الدراسة في قياس المخاطر و التنويع على الانحراف المعياري، و معامل التحديد R^2 على التوالي.

النتائج التي توصلت إليها الدراسة:

- خلال فترة ما قبل الأزمة أداء الصناديق المتوافقة مع الشريعة مماثل لمؤشر (محفظة) السوق، في حين أن الصناديق المتوافقة مع الشريعة خلال فترة الأزمة لها أداء أفضل مقارنة بفترة ما قبل الأزمة؛
- الصناديق المتوافقة مع الشريعة يمكن ان تكون أداة تحوط مثالية خلال تراجع السوق، و توفر فوائد تنويع المحفظة المحتملة للمستثمرين؛
- يمكن للمستثمرين وضع إستراتيجية و تنويع محافظهم وفقا لذلك خلال ظروف السوق المختلفة؛
- يمكن لصناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة ان تكون اداة تحوط عند تراجع الاسواق؛
- خلال فترات التحليل تبين أن صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة تُدار بشكل جيد و ذات مستوى تنويع جيد أيضا؛

¹⁴⁵ Salima H.Kassim and Saqinah Kamil, Performance of Islamic Unit Trusts During the 2007 Global Financial Crisis ; Evidence from Malaysia .Asian Academy of Management Journal, Vol. 17, No. 2, 59 –78, 2012.

5. Suhana, M. (Corresponding author) & all, PERFORMANCE ANALYSIS ON ISLAMIC UNIT TRUST,2012:¹⁴⁶

تهدف هذه الدراسة إلى مقارنة أداء الصناديق الاستثمارية الإسلامية مع نظيرتها التقليدية، و قد استخدمت الدراسة صافي قيمة الأصول الشهرية، و تم استخدام مؤشرات قياس الأداء: شارب، Sharp، و Jensen α لتقدير أداء الصندوق بشكل عام، و العينة تتكون من أربعة صناديق استثمار إسلامية و أربعة صناديق استثمار تقليدية. توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- فيما يتعلق بقياس الأداء لكل من الصناديق الإسلامية، و التقليدية باستخدام مؤشر Sharp Treynor و كانت النتائج سلبية مما يعني أن كلا النوعين من الصناديق تفوق عليها مؤشر السوق (KLCI)؛
- أظهرت نتيجة مؤشر Jensen إلى أن جميع الصناديق لها قيمة سلبية و تشير إلى أن لديهم قدرة ضعيفة لإدارة الصناديق؛
- الصناديق الاستثمارية التقليدية لا زالت تتفوق على الصناديق الإسلامية؛
- رغم ضعف الأداء بالنسبة للصناديق الإسلامية، إلا أن هناك مجالاً للتحسن و علاوة على ذلك فإن الكشف عن أنماط التقلب في العائدات قد يفيد المستثمرين أيضاً في إدارة المخاطر و تحسين المحفظة؛

¹⁴⁶ Suhana, M. (Corresponding author) & all, **PERFORMANCE ANALYSIS ON ISLAMIC UNIT TRUST,2012**, Proceedings International Conference of Technology Management, Business and Entrepreneurship, 2012 (ICTMBE2012), Renaissance Hotel, Melaka, Malaysia 18-19 Dec 2012.

<https://core.ac.uk/download/pdf/12008228.pdf>

6. Mohamed Sharif Bashir, Wan Rasyidah Wan Nawang; Islamic and Conventional Unit Trusts in Malaysia: A Performance Comparison(2011):¹⁴⁷

الهدف من الدراسة هو تقييم الأداء العام للصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة و التقليدية في سياق سوق رأس المال في ماليزيا، و ذلك من حيث المخاطر، العائد، و التنوع لمدة 5 سنوات(من 2002 إلى العام 2006) و تم استخدام المؤشرات التقليدية و الأكثر استعمالا في الأدبيات المالية: مؤشر Sharp، مؤشر Treynor، مؤشر Jensen. توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- صناديق الاستثمار في ماليزيا قادرة على إضافة قيمة؛
- الصناديق المتوافقة مع الشريعة ذات تنوع جيد مقارنة بالصناديق التقليدية؛
- متوسط العائد للصناديق المتوافقة مع الشريعة أقل من محفظة السوق خلال الفترة بأكملها(2002-2006) ، بينما الصناديق التقليدية لديها متوسط عائد أعلى من السوق في نفس الفترة، و هذا يدل على ان الصناديق التقليدية هي أفضل أداء من حيث العائد مقارنة بالصناديق المتوافقة مع الشريعة ؛
- من حيث المخاطر فقد كان للصناديق التقليدية أدنى انحراف معياري مقارنة مع الصناديق المتوافقة مع الشريعة، و هذا يعني ضمناً أن المخاطر التي تتعهد بها الصناديق لا تتفق مع الهدف المعلن للصناديق؛
- مديرو الصناديق لديهم ضعف قدرة التوقيت، و أنهم غير قادرين على تحديد أسهم الصفقة الجيدة بشكل صحيح و توقع تحركات سعر السوق العام؛
- ينبغي إعطاء مديري الصناديق مساحة أكبر للتخطيط لمحفظة الاستثمار التي تتلائم مع الهدف من الصندوق؛

¹⁴⁷ Mohamed Sharif Bashir, Wan Rasyidah Wan Nawang, **Islamic and Conventional Unit Trusts in Malaysia: A Performance Comparison**, Journal of Islamic Economics, Banking and Finance, Vol. 7 No. 10 4, Oct - Dec 2011

7. Fadillah Mansor, M.Ishaq Bahatti" Islamic Mutual Funds Performance for Emerging Market, During Bullish and Bearish :The case of Malaysia" 2011¹⁴⁸ :

أجريت هذه الدراسة في سوق ماليزيا المالي، حيث قامت الدراسة بتقييم أداء عوائد صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية، و مؤشر السوق الذي يغطي السوق الصاعد والهابط، قبل و أثناء الأزمة المالية الآسيوية و الأزمة المالية العالمية في 1997-1998 و 2007-2008 على التوالي، شملت العينة متوسط البيانات الشهرية ل 128 صندوق استثمار متوافق مع الشريعة، و 350 صندوق استثمار تقليدي و تغطي فترتين للسوق، خلال الفترة من يناير 1995 إلى ديسمبر 1998 وخلال الفترة من يناير 2005 إلى ديسمبر 2008. لدراسة أداء المحافظ تم توظيف العوائد و الخطر المعدل، و لالتقاط فرق حركة الصناديق استنادا إلى اتجاه حركة السوق بشكل خاص. و تم استخلاص النتائج التالية:

- في المتوسط و على حد سواء المحافظ تتفوق على عائد السوق؛
- أداء عوائد صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة ليست أفضل من صناديق الاستثمار التقليدية أثناء اتجاه معين، السوق الصاعد و السوق الهابط.
- صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة تتفوق قليلا على نظيرتها التقليدية، و ذلك عند تطبيق قياس أداء مختلف؛

¹⁴⁸Fadillah Mansor, M.Ishaq Bahatti, "Islamic Mutual Funds Performance for Emerging Market, During Bullish and Bearish :The case of Malaysia" 2011.

8. Fadillah Mansor and Ishaq Bhatti, The performance of the Islamic mutual funds in Malaysia(2011): Risk and Return Analysis¹⁴⁹:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل العائد و المخاطرة للصناديق المتوافقة مع الشريعة و الصناديق التقليدية المتداولة في سوق ماليزيا المالي، شملت هذه الدراسة العوائد الإجمالية ل 127 صندوق متوافق مع الشريعة و 350 صندوق تقليدي، استخدمت الدراسة متوسط العوائد الشهرية خلال الفترة من يناير 1996 إلى أبريل 2009، و تم استخدام الاختبارات التالية: Skewness, Kurtosis, Jarque-Bera, Bartlett, F-test . توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- أهم نتيجة في هذه الدراسة هو وجود علاقة قوية جدا بين محافظ الصناديق المتوافقة مع الشريعة و الصناديق التقليدية مع محفظة السوق، حيث تشير إلى أن اتجاه السوق أعطى تأثير على تطور سوق الأسهم و مباشرة إلى صناعة صناديق الاستثمار في ماليزيا؛
- توفر المحافظ المتوافقة مع الشريعة عند الأداء المتوسط عائد أقل مقارنة بنظيرتها التقليدية؛
- توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين الانحراف المعياري للمحافظ، حيث تشير إلى أن محفظة الصناديق المتوافقة مع الشريعة هي أكثر خطورة من نظيرتها التقليدية؛
- إن متوسط عوائد كل من الصناديق المتوافقة مع الشريعة و التقليدية أعلى من مؤشر (KLCI) و هو مؤشر لعوائد السوق للفترة من يناير 1996 إلى أبريل 2009؛
- أتت النتائج لتنفي فرضية أن محفظة التمويل الإسلامي الأصغر يمكن أن تحقق أداء أفضل من الصناديق التقليدية بسبب نموها بشكل كبير في السوق، و يمكن أن يرجع سبب ذلك إلى أن الصناديق المتوافقة مع الشريعة جديدة نسبيا و لا تزال تطورات الصناديق صغيرة و محدودة؛
- إن صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة لا تزال في مراحلها الأولى من النمو، كما أن نموها آخذ في التحسن مع مرور الوقت؛

¹⁴⁹Fadillah Mansor and Ishaq Bhatti, **The performance of the Islamic mutual funds in Malaysia: Risk and Return Analysis**, <http://repository.um.edu.my/9088/1/323-Fadillah%20Mansor.pdf>

9. Hesham Mardad, M. Kabir Hassan and Yasser Alhanawi, Islamic Versus Convention Mutual Funds Performance in Saudi Arabia : A case study (2010)¹⁵⁰ :

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم أداء صناديق شركة HSBC، في الفترة الممتدة من يناير 2003 إلى يناير 2010 و مقارنة أداء الصناديق المتوافقة مع الشريعة مع الصناديق التقليدية، و قد تم استخدام مؤشر Sharp، مؤشر Jensen، مؤشر Teynor، و تم التوصل إلى النتائج التالية:

الفترة	يناير 2003 إلى يناير 2010	يناير 2003 إلى فبراير 2006 فترة صعود الأسواق	مارس 2006 إلى سبتمبر 2008 فترة هبوط الأسواق	سبتمبر 2008 إلى يناير 2010 أثناء الأزمة المالية
معدل العائد للصناديق المتوافقة مع الشريعة	11.15%	58.52%	-29.88%	-19.74%
معدل العائد للصناديق التقليدية	24.07%	78.68%	-30.56%	-26.29%

و قد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- الصناديق المتوافقة مع الشريعة أكثر مخاطرة في فترة صعود الأسواق؛
- الصناديق التقليدية لها أداء متفوق في فترة صعود الأسواق؛
- كلا النوعين من صناديق الاستثمار لا يحقق عوائد إيجابية أثناء فترة هبوط الأسواق، إلا أن الصناديق المتوافقة مع الشريعة أداؤها يتفوق على نظيرتها التقليدية في فترة تراجع الأسواق و فترة الأزمة المالية، و يرجع ذلك إلى أن مدراء المحافظ المتوافقة مع الشريعة يملكون قدرة جيدة على توقيت السوق و اختيار الأصول في فترة تراجع الأسواق، بينما مدراء المحافظ التقليدية يملكون قدرة جيدة على توقيت السوق و اختيار الأصول في فترة الصعود؛
- الصناديق المتوافقة مع الشريعة تقدم للمستثمرين تحوطاً جيداً في فترة الركود الاقتصادي بسبب القواعد التي يفرضها الاستثمار الإسلامي في اختيار الأصول؛

¹⁵⁰Hesham Mardad, M. Kabir Hassan, Yasser Alhanawi, **Islamic Versus Conventional Mutual Funds performance in Saudi Arabia: A Case Study, 2010.**

10. Miss. Shazia Iqbal Khalid, Dr. Zaheer Abbas & Dr. S.M. Amir Shah, Performance Evaluation of Close-ended Mutual Funds by Investment Objectives in Pakistan's Economy¹⁵¹(2010):

الهدف من الدراسة هو قياس أداء صناديق الاستثمار المغلقة في السوق المالي في باكستان، و تحديد تصنيفها إلى فئات مختلفة لتوجيه المستثمرين كما أنها تحدد الصناديق و الأداء المرتفع و المنخفض وفقا لأهدافهم الاستثمارية و لقياس أداء صناديق الاستثمار المغلقة تم استخدام خمس نسب: نسبة Sharp، نسبة Treynor، نسبة Jensen، نسبة Sortino، و نسبة المعلومات/التقييم المسبق. و تم جمع البيانات من بورصة "كراتشي"، و مسجل الأعمال لصناديق الاستثمار و كلها مغلقة، و التي تم تداولها في السنوات الثمانية الماضية، أي من العام 2001 إلى العام 2008، تم جمع البيانات على أسس شهرية.

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- نتائج القياسات المقدمة في إطار نسبة مختلفة لها علاقة مماثلة تقريبا بين المخاطر و العوائد إلا نسبة Sortino التي تعاملت فقط مع خطر الهبوط؛
- فروق الترتيب من خلال القياسات (النسب) المختلفة تشير إلى البيئة المتغيرة للسوق المالي الباكستاني وذلك في ضوء أهداف استثمارية مختلفة؛
- اختلاف نتائج القياسات للصناديق تسبب في اختلاف ترتيبها؛
- صناعة صناديق الاستثمار المغلقة ليست في مرحلة مزدهرة في باكستان؛
- تشير النتائج إلى تبني مديري الصناديق هذه الاستراتيجيات التي يمكن أن توفر أقصى قدر من الفائدة للمستثمرين؛
- تقدم الدراسة التحليلية مقارنة بين مختلف شركات الاستثمار المغلقة، و التوجيه الكبير لمديري الصناديق وكذلك المستثمرين؛

¹⁵¹ Miss. Shazia Iqbal Khalid, Dr. Zaheer Abbas & Dr. S.M. Amir Shah, **Performance Evaluation of Close-ended Mutual Funds by Investment Objectives in Pakistan's Economy**, Proceedings of the International Conference on Applied Computer Science 96, <http://www.wseas.us/e-library/conferences/2010/Malta/ACS/ACS-11.pdf>

11.Miranti Kartika Dewi & Ilham Reza Ferdian, Evaluating Performance Of Islamic Mutual Funds in Indonesia and Malaysia(2010)¹⁵²:

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في كل من إندونيسيا و ماليزيا و هما البلدان اللذان فيهما سوق رأس مال اسلامية متنامية، و تشمل عينة الدراسة 10 صناديق استثمار متوافقة مع الشريعة من إندونيسيا و 14 صندوق استثمار متوافق مع الشريعة من ماليزيا، و الدراسة كانت خلال الفترة من 1 يناير 2006 إلى 31 أبريل 2009، و تم اختيار هذه الفترة لمعرفة كيف تؤثر الأزمة الاقتصادية العالمية على أداء صناديق الاستثمار المشتركة المتوافقة مع الشريعة في كل من إندونيسيا و ماليزيا، تم استخدام مؤشر جاكارتا الاسلامي(JII)، و مؤشر داوجونز للأسواق المالية الماليزية (DJIMY)، أما بالنسبة للمعدلات الخالية من المخاطر تم استخدام المعدل اليومي لأذون الخزانة الحكومية الماليزية (MGIY5Y)، و المعدل اليومي لبنك اندونيسيا (GIDN5YR) أيضا تم استخدام صافي قيمة الأصول اليومية لكل صندوق استثمار مشترك، و لقياس أداء الصناديق محل الدراسة تم استخدام أدوات القياس: مؤشر Sharp، مؤشر Treynor، مؤشر Jensen منهجية Sanil Trail، و توقيت السوق.

النتائج التي توصلت إليها الدراسة:

- تفوق صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الماليزية على نظيرتها الإندونيسية في فترات الأزمات الاقتصادية العالمية؛
- علاقة مخاطر-عوائد لصناديق الدين المتوافقة مع الشريعة مستقرة نسبيا بالمقارنة مع توزيع أصول و أسهم صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة؛
- قدرة توقيت السوق لدى مديري الاستثمار لصناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في كلا البلدين لا يمكن أن تزيد من عوائد الصناديق ككل؛
- صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة الماليزية لها أداء أفضل بسبب نموها مقارنة مع الصناديق الاندونيسية؛
- من تحليل Sharp كانت صناديق توزيع الأصول الماليزية أفضل نسبيا بالمقارنة مع نظيرتها الاندونيسية، أما بالنسبة لصناديق الدين فإن الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة الاندونيسية أفضل بكثير مقارنة بالماليزية؛
- و نتيجة تحليل Snail Trail بعد الأزمة المالية العالمية عوائد صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في تزايد مستمر في كلا البلدين، كما أن ارتفاع الثقة في هذه الأدوات المالية الاسلامية يُسهم أيضا في هذا العائد العالي؛

¹⁵²Miranti Kartika Dewi & Ilham Reza Ferdian, Evaluating Performance Of Islamic Mutual Funds in Indonesia and Malaysia,2009.

- الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة تتفوق نسبيا على السوق حتى في حالة الأزمات الاقتصادية العالمية، و يمكن أن تؤخذ بعين الاعتبار هذه الأدوات من قبل المستثمرين كجزء من اختيار محافظتهم الإسلامية و التقليدية؛

12. THE COMPARATIVE ANALYSIS OF CONVENTIONAL AND ISLAMIC BOND FUNDS PERFORMANCE (Universiti Utara Malaysia)¹⁵³2009:

تهدف هذه الدراسة الى مقارنة أداء صناديق السندات المتوافقة مع الشريعة بأداء صناديق السندات التقليدية تم إجراء مقارنة الأداء خلال الفترة الإجمالية، و خلال فترة ما قبل الأزمة، و خلال فترة الأزمة للوقوف على تناقض أداء الصناديق و تأثير الظروف الاقتصادية. تم إنشاء عينتين في هذه الدراسة، العينة الأولى: أقصى قدر من عدد صناديق السندات المدرجة طول فترة الدراسة بما في ذلك البيانات لجميع صناديق السندات النشطة خلال الفترة من ديسمبر 2003 إلى اغسطس 2009، و من اجل التغلب على المحاباة بسبب ظروف السوق أو التأثير في السوق، يستخدم فقط مؤشر جنس و هو السوق، و ضبط عائد المخاطرة لإجراء الأداء و أساس المقارنة للحصول على صناديق في هذه العينة، عدد صناديق السندات المدرجة في العينة هو 20 صندوق الإسلامية و 48 صندوق السندات التقليدية. تعيين العينة الثانية يسمح بالمقارنة العادلة بين الصناديق التي تم إطلاقها في سنوات مختلفة عند تعديل عائد الخطر، إذ تم استخدام نسبة Sharp، نسبة Adjusted Sharp، نسبة Jensen، و نسبة Adjusted Jensen، و نسبة Treynor، عدد صناديق السندات المدرجة في هذه العينة هو 18 صندوق السندات الإسلامية و 45 صندوق السندات التقليدية تتم أيضا مقارنة المخاطر و تنوع الصناديق.

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- تفوق صناديق السندات التقليدية على صناديق السندات الإسلامية خلال فترة ما قبل الأزمة (الفترة العادية)؛
- في متوسط فترة الدراسة الشاملة كلا نوعي صناديق السندات لهما أداء جيد و بنفس الدرجة؛
- تشابه الأداء الذي يقاس بجميع المؤشرات لجميع الفترات المتفاوتة؛
- أداء كلا النوعين من الصناديق لا يتغير كثيرا عن فترة الأزمة و عن فترة ما قبل الأزمة؛
- ارتفاع خطر صناديق السندات التقليدية خلال فترة الأزمة مقارنة بما قبل الأزمة؛
- توفر هذه النتائج دليلا على أن الصكوك (السندات الإسلامية) هي أكثر استقرار من السندات التقليدية وأقل تأثرا بالأزمة؛

¹⁵³Universiti Utara Malaysia, THE COMPARATIVE ANALYSIS OF CONVENTIONAL AND ISLAMIC BOND FUNDS PERFORMANCE, 2009, <http://etd.uum.edu.my/1660/2/1.SEGAF.pdf>

13.Fikriyah Abdullah, Taufique Hassan (2007) : Investigation of performance of Malaysian Islamic unit trust funds¹⁵⁴ :

تهدف هذه الدراسة إلى ملاحظة الاختلافات من حيث الأداء بين الصناديق المتوافقة مع الشريعة و الصناديق التقليدية في السوق المالي الماليزي، حيث تناولت هذه الدراسة تقييم أداء 65 صندوق استثمار ماليزي، منها 14 صندوق متوافق مع الشريعة و قد غطت الدراسة الفترة من يناير 1992 إلى ديسمبر 2001، و لقياس أداء صناديق عينة الدراسة تم استخدام مؤشر شارب المعدل(تم تعديل مؤشر Sharp عن طريق Korkie & Jobsen (1981) ليصبح مؤشر (Adjusted Sharp)، مؤشر Modigliani & Modigliani، مؤشر Treynor ومؤشر Jensen . α

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- الصناديق المتوافقة مع الشريعة كان لها أداء أفضل من الصناديق التقليدية، و هذا خلال الاتجاهات الاقتصادية المنخفضة؛
- أظهرت الصناديق التقليدية أداء أفضل من الصناديق المتوافقة مع الشريعة و ذلك خلال الاتجاهات الاقتصادية المرتفعة؛
- ان كلا من الصناديق التقليدية و المتوافقة مع الشريعة لم تتمكن من تحقيق على الأقل 50% من مستويات التنويع؛
- مديرو الصناديق غير قادرين على تحديد صفقات أسهم جديدة بصورة صحيحة، و على التكهن بتحركات أسعار السوق العام و مع ذلك هناك مؤشرات بوجود قدرة على التنبؤ بتوقيت السوق على مستوى الصناديق الفردية؛

¹⁵⁴ Fikriyah Abdullah, Taufique Hassan , Investigation of performance of Malaysian Islamic unit trust funds, 2007.

14. Elfakhani, Hassan, Sidani (2005) : Comparative Performance of Islamic versus Secular Mutual Funds¹⁵⁵ :

تهدف هذه الدراسة إلى فحص أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، و ذلك بغية التحقق من ما إذا كان تطبيق المبادئ التوجيهية الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة في توزيع الأصول و اختيار المحفظة تحت تأثير الهبوط على ثروة المستثمرين من حيث المخاطر المعدلة، و العوائد النسبية لمؤشر السوق.

شملت الدراسة 46 صندوق متوافق مع الشريعة من فئات شتى، خلال الفترة من يناير 1997 إلى أغسطس 2002، عدا عن الصناديق المتوافقة مع الشريعة، الدراسة شملت الصناديق المنتقاة أخلاقياً، أي الصناديق العالمية، الصناديق الأمريكية، الصناديق الأوروبية، الصناديق الآسيوية، الصناديق الماليزية، و صناديق الأسواق الناشئة، لقياس أداء صناديق عينة الدراسة تم استخدام مؤشر Sharp، مؤشر Treynor، مؤشر Jensen، مؤشر Fama و مؤشر Treynor & Mazory.

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- صناديق الأسواق الناشئة كان لها أداء أفضل من بين جميع عينات الصناديق المتوافقة مع الشريعة؛
- غالبية الصناديق المتوافقة مع الشريعة قادرة على أن تتفوق على مؤشراتهم و لديها أداء أفضل خلال فترة الركود؛
- كانت فئة صناديق آسيا أسوأ من حيث الأداء؛
- حققت أيضاً صناديق الأسواق الأمريكية أداء جيداً، بالإضافة إلى صناديق سوق جنوب أفريقيا؛
- تفوقت صناديق الأسواق الأوروبية على مؤشرها الإسلامي، و صنفت الصناديق العالمية بشكل عام أفضل من الصناديق الماليزية؛
- حسب الاختبار الاحصائي ANOVA يظهر أنه لا يوجد فرق ذو دلالة احصائية في أداء الصناديق مقارنة بجميع المؤشرات المستخدمة؛
- أظهرت نتائج مؤشر Adjusted Sharp أن أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة خلال الفترة الثانية التي يسيطر عليها الركود هو الأفضل مقارنة مما كان عليه في الفترة الأولى المزدهرة، و هذا يعني أن أداء هذه الصناديق أخذ في التحسن مع مرور الوقت، حيث يكتسب مديرو الصناديق المزيد من الخبرة حول توقيت السوق؛
- و يترتب على هذه النتيجة أن الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة قد تكون استثماراً تحوطياً جيداً لأي مستثمر في الأسهم، إذا ما استخدمت للتحوط عند تراجع السوق و ركوده؛

¹⁵⁵ Elfakhani, Hassan, Sidani ,Comparative Performance of Islamic versus Secular Mutual Funds, Malaysia 2005.

- تستنتج هذه الدراسة أيضا أن سلوك صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة لا يختلف عن سلوك صناديق الاستثمار الأخرى؛

II. مناقشة الدراسات السابقة:

تعتبر صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة أداة استثمارية حديثة العهد مقارنة بالصناديق التقليدية، لذلك كانت الدراسات السابقة حديثة جدا، و لقد ركزت جُلها على قياس الأداء للصناديق المتوافقة مع الشريعة مقارنة مع نظيراتها التقليدية، و ذلك خلال فترات مختلفة و أبرزها خلال فترة الأزمات المالية، و خاصة خلال الأزمة المالية العالمية الأخيرة، في محاولة لمعرفة مميزات الصناديق المتوافقة مع الشريعة في مواجهة الأزمات المالية، و رغم حداثة الدراسات السابقة إلا أنها لم تركز على قياس أداء المديرين بعد الأزمة المالية من خلال استعمال طرق قياس الأداء الحديثة، و التي جاءت بعد كل من "Sharp"، "Treydor"، و "Jensen"، حيث نجد أن جُل الدراسات ركزت على تأثير أوضاع السوق على أداء الصناديق المتوافقة مع الشريعة، و مقارنة أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة مع نظيرتها التقليدية، حيث نجد 3 دراسات، دراستين تطرقتا إلى أداء المديرين و لكن فترة الدراسة لم تشمل فترة ما بعد الأزمة المالية العالمية، و هي دراسة (Fikriyah Abdullah & Taufique Hassan (2007)، و دراسة (Mohamed Sharif Bashir(2011)، و دراسة تطرقت إلى أداء المديرين خلال الأزمة المالية العالمية و هي دراسة (Hesham & all(2010).

أما دراسة (Ainulashikin Marzuki & Andrew Worthington(2013) فقد تناولت تقييم أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة مقارنة مع نظيرتها التقليدية و ذلك قبل الأزمة و خلالها و بعد الأزمة لكن لم تطرق لأداء المديرين خلال فترة ما بعد الأزمة.

و قد تطرقت دراسة واحدة لاختبار مدى تأثير الصناديق التقليدية و الصناديق الإسلامية بالمتغيرات التالية: مؤشر السوق، نسبة الذهب إلى الفضة، و أسعار البترول و ذلك من خلال تطبيق نظرية تسعير المراجعة و توصل فيها صاحب الدراسة إلى أن عوائد الصناديق التقليدية تتأثر بالمتغيرات الثلاث السابقة الذكر، في حين أن عوائد الصناديق الإسلامية تتأثر بمؤشر السوق (Elsayd Elsiefy(2013).

III مساهمة الدراسة

ستكون مساهمة دراستنا كما يلي:

- سيتم التطرق إلى أوضاع السوق المالي الإسلامي الماليزي بعد الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى قياس أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة؛
- سنقوم باستعمال الأدوات المستخدمة في الدراسات السابقة، بالإضافة إلى استعمال بعض الأدوات الحديثة للمقارنة بين النتائج؛
- ستركز دراستنا على مقارنة أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة خلال فترة الأزمة و بعد الأزمة بالإضافة إلى أداء مديري هذه الصناديق بعد الأزمة المالية، و ذلك باستخدام مؤشرات قياس الأداء التقليدية و الحديثة؛

الفصل الثالث

تحليل أداء صناديق الاستثمار المتوافقة
مع الشريعة في سوق مالميزيا المالي

تمهيد:

تعتبر ماليزيا رائدة في مجال المالية الإسلامية و خاصة الأدوات المالية المبتكرة و المتوافقة مع الشريعة، و يرجع ذلك إلى التطور الحاصل في الأدوات و المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة.

و مما زاد في نجاح التجربة الماليزية هو وجود قسم لسوق الأوراق المالية الإسلامية في بورصة ماليزيا، لإصدار و تداول الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة، بالإضافة إلى وجود هيئات رقابية رسمية و شرعية مهمتها السهر على توفير الجو الملائم لإجراء مختلف العمليات على الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة، أو تكييف التقليدية وفق أحكام الشريعة.

و من بين الأدوات المالية التي عملت على تطويرها صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية إذ تطور حجم الصناديق التي تمت الموافقة عليها من قبل الهيئة الشرعية و المدرجة في سوق ماليزيا المالي الإسلامي، إذ شهدت في السنوات الأخيرة نقلة نوعية في حجم و قيمة الصناديق المتوافقة مع الشريعة، فالصناديق المتوافقة مع الشريعة أضحت تلعب دورا هاما في سوق الأوراق المالية الماليزية، و ذلك في وجود أطر و قوانين تحكم إنشائها و تداولها.

و ضمن هذا الفصل سنقوم بتحليل الجوانب التطبيقية لأداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في السوق المالية الإسلامية الماليزية، حيث سيتم التطرق إلى:

- تجربة السوق المالي في ماليزيا؛
- آثار الأزمة المالية العالمية على السوق المالية الإسلامية الماليزية؛
- أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة؛

1.III. سوق ماليزيا المالي

1.1.III. الإطار التنظيمي لسوق ماليزيا المالي

(1) نشأة سوق ماليزيا المالي: يعود تاريخ ظهور سوق مالية بماليزيا إلى عام 1930، حيث أسست جمعية سماسرة بورصة ستغافورة (Singapore Stockbrokers' Association) كأول جمعية منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، غير أن تأسيس سوق للأوراق المالية بالمفهوم الحالي كان في عام 1960 و ذلك بتأسيس بورصة الملايو¹⁵⁶، و تشكل من غرفتين للتعامل في نفس الأوراق المالية المدرجة، واحدة في سنغافورة و الأخرى في كوالالمبور و شكلتا سوق واحدة يتم الربط بينهما بخطوط الهاتف و الفاكس، و في عام 1964 تم تأسيس سوق الأوراق المالية ليتم في عام 1965 الفصل بين الغرفتين، ليتم تأسيس بورصة في كل بلد على حدة و تمت تسميتهما باسم واحد " سوق الأوراق المالية ماليزيا-سنغافورة"¹⁵⁷، و استمر عمل البورصة و أداء وظائفها ككيان مشترك حتى عام 1973 ليتم التقسيم الفعلي للبورصة، و يتم تشكيل كل من:

- بورصة كوالالمبور للأوراق المالية برهاد بماليزيا؛
- بورصة سنغافورة للأوراق المالية بسنغافورة؛

و في 14 أبريل من العام 2004 تم تغيير اسم بورصة كوالالمبور إلى اسم " بورصة ماليزيا برهاد"¹⁵⁸ و هذا بهدف تجديدها هياكل البورصة و تحسين موقعها التنافسي و التطلع لمواكبة التغييرات الحاصلة في العالم و ما يقتضيه من طلبات زبائن البورصة و توجهات السوق بصفة عامة.

و في 18 مارس 2005 تم تسجيل بورصة ماليزيا في اللوح الأساسي لسوق الأوراق المالية الماليزية برهاد.

(2) تطور سوق الأوراق المالية الماليزية: عملت الحكومة الماليزية على الارتقاء بهذا السوق و الدفع به إلى الأمام، و جعله مصدرا حيويا للتنمية و العنصر الرئيس في تمويل الاقتصاد المحلي، مما أدى إلى اعتماد " برنامج الخطة الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزي" (Malaysian Capital Market Master Plan).

و بدأ العمل لتطوير الخطة الرئيسية لسوق الأوراق المالية الماليزية في 22 فبراير 2001 و التي تتضمن 152 توصية تغطي 11 ناحية.

¹⁵⁶<http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history/>

¹⁵⁷<http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history/>

¹⁵⁸<http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history/>

- و من أهم الأهداف المسطر الوصول إليها¹⁵⁹:
- العمل على توفير البيئة الاستثمارية الملائمة و جعلها تتوافق مع متطلبات المستثمرين و احتياجاتهم؛
 - تشجيع إدارة الاستثمار الفعالة للمحافظ الاستثمارية؛
 - زيادة تنافسية و كفاءة المؤسسات العاملة في السوق؛
 - العمل على تنافسية مؤسسات الوساطة المالية؛
 - تعزيز عمل أنظمة الرقابة الفاعلة و المنتظمة، و ذلك ما يجعل سوق رأس المال المصدر الرئيس في العملية التمويلية للشركات الماليزية؛
 - العمل على زيادة ماليزيا كمركز لابتكار الصكوك، و الوصول بها لأن تكون مركزا دوليا لسوق رأس المال الاسلامي؛
- و تمثلت المراحل في¹⁶⁰:

- المرحلة الأولى من 2001 إلى 2004: عملت ماليزيا في هذه الفترة على تقوية الوسطاء و مؤسسات الاستثمار المحلي؛
- المرحلة الثانية من 2004 إلى 2006: و تميزت هذه المرحلة بتعزيز و تقوية القطاعات الأساسية وجعلها أكثر تنافسية و العمل أكثر على جعل سوق الأوراق المالية بصفة تدريجية قابلة للانفتاح؛
- المرحلة الثالثة من 2006 إلى 2010: و تعد آخر مرحلة و تميزت بالانفتاح على الأسواق و الشركات الأجنبية، مع تخصيص لمؤسسات السوق المحلي و المرافق الملحقة بها، و ذلك لمواجهة التحديات الدولية في مختلف جوانبها؛

(3) أقسام سوق الأوراق المالية الماليزي:

تنقسم بورصة ماليزيا حسب الأدوات المتداولة فيها إلى:

1. سوق الملكية: تتمثل سوق الملكية في ماليزيا في أهم سوق و هو سوق الأسهم، الذي يوفر للمستثمرين فرص كبيرة لتنمية و زيادة رؤوس أموالهم، كما توفر السوق الفرصة للاستثمار طويل الأجل، فهي تتيح للمستثمر بأن يصبح مالكا لجزء من أصول الشركة المقيدة بالبورصة، مما يسمح له بالحصول على جزء من أرباحها في نهاية السنة¹⁶¹، أو يتحمل الخسارة إن تحققت. بالإضافة إلى ذلك، جميع الأسهم المسعرة مقيدة بلوح تداول البورصة الماليزية، التي تأسست عام 1973

¹⁵⁹ <http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history/>

¹⁶⁰ محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الاسلامية، هيئة الأوراق المالية الماليزية، 2008، ص 12.

¹⁶¹ <http://www.bursamalaysia.com/market/securities/>

باسم " بورصة كوالالمبور للأوراق المالية المحدودة" (Kuala Lumpur Stock Exchange) (BHD (KLSEB).

و يحكم هذه البورصة عدة قوانين¹⁶²، شُرعت من أجل توفير الظروف الملائمة لسير عملها منها قانون الشركات الصادر في العام 1965 و تعديلاته عام 1986، قانون صناعة الأوراق المالية لسنة 1983 و تعديلاته سنة 1987، مجموعة القوانين في الحياة و الاندماج سنة 1987، قانون الحفظ المركزي سنة 1991، قانون لجنة الأوراق المالية لسنة 1993 و تعديلاته سنة 2011، قانون سوق الأوراق المالية و الخدمات سنة 2007 و تعديلاته سنة 2011. أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الملكية:

1.1. الأسهم العادية: هي وثيقة مالية تصدرها الشركة المساهمة و تسمى أيضا بأسهم الملكية، مما يجعلها من اخطر رؤوس أموال الشركة، و تضمن لمالكها حقوقا من ملكية جزء من رأس مال الشركة وحق في جزء من الأرباح الموزعة، و حق التصويت في الجمعية العامة للشركة، و حق الانتخاب، و عزل المديرين، و واجبات المالكين في تحملهم للخسائر الناتجة عن عمل الشركة، و في حالة التصفية يأتي حملة الأسهم العادية كآخر طرف في تسوية مستحقاتهم¹⁶³.

2.1. الأسهم الممتازة: هي أوراق تعطي لحاملها الحق في أولوية الحصول على أرباح الشركة مع تحديد نسبة ثابتة لها عند الإصدار، عند رغبتها في جمع مدخرات المستثمرين لتمويل مشروعات جديدة، أو مواجهة بعض الصعوبات مقابل سقوط حق حملتها في التصويت، كما لهم أولوية الحصول على مستحقاتهم مقارنة مع حملة الأسهم العادية عند تصفية الشركة¹⁶⁴، و يمكن تنوعها في سوق الأوراق المالية الماليزية إلى:

- **الأسهم الممتازة المشاركة:** و هي تلك السهم التي لها عائد ثابت مع الربح، مقابل عدم تمتعها بالمشاركة في الأرباح؛
- **الأسهم الممتازة التراكمية:** و هي التي يحق لحملتها الحصول على أرباح تراكمية، إضافة إلى عائد ثابت من الربح و تمنح قبل التوزيع على حملة الأسهم العادية؛
- **الأسهم الممتازة غير التراكمية:** و هي التي يفقد حاملها الحصول على الأرباح التراكمية، في حين يحق لحملتها الحصول على عائد ثابت من الربح؛

¹⁶²<http://www.sc.com.my/legislation-guidelines/>

¹⁶³<http://www.bursamalaysia.com/market/securities/equities/products/shares>

¹⁶⁴<http://www.bursamalaysia.com/market/securities/equities/products/shares>

- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: و هي التي يمكن استدعاؤها من طرف الشركة في أي وقت، قبل الاستحقاق مقابل قيمة اعلى من قيمتها الاسمية؛
- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: و هي تلك الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في تحويلها إلى أوراق مالية أخرى، عادة ما تكون أسهم عادية؛

3.1. وحدات الاستثمار العقاري: هي وحدات الاستثمار في العقارات أو محفظة الأصول المجمعة لها، كم تمنح لحائزها امتياز في استثمار جزء من مبلغ العقار، و سيولة عالية مقارنة بالاستثمار الحقيقي في العقارات، بالإضافة إلى الحصول على عائد ثابت و احترافية في التسيير¹⁶⁵.

و يتم تقييد الشركات التي تريد التسجيل في البورصة في إحدى اللوحين¹⁶⁶:

- **اللوحة الأساسي Main Board:** تتمثل في قائمة أولى من الشركات تسجل فيها وفقا لمتطلبات جد محدودة تضبطها إدارة السوق، تتمثل في الأساس في قيمة رأس المال الذي لا يقل عن 60 مليون رينجت ماليزي.

- **اللوحة الثانوي:** و هو عبارة عن قائمة ثانية تسجل فيها الشركات الأصغر، التي لها خصائص نمو جيدة ولا يقل رأس مالها عن 40 مليون رينجت ماليزي و أقل من 60 مليون رينجت ماليزي.

في حين " بورصة ماليزيا لعرض السعار الأتوماتيكية و التعاملات للأوراق المالية المحدودة. The Malaysian Exchange of Securities Dealing and Automate quotation BHD " MESDAQ" و هي عبارة عن تسجيل لأسهم الشركات المرتبطة بمجالات التقنية الحديثة و التكنولوجيا المتقدمة، و التي لم يتم تسجيلها في اللوحين السابقين¹⁶⁷.

2. سوق السندات:

عرفت سوق السندات في ماليزيا تطورا ملحوظا، من حيث حجم السوق و نوعية الأدوات المستعملة حيث تركز هذه السوق على العمل على تنوع القاعدة المالية بشكل جيد لتلبية الاحتياجات المتغيرة للاقتصاد الماليزي واتخذت الحكومة اجراءات متضافرة لتطوير هذه السوق، و يعكس ذلك نجاح هذه الجهود في النمو الكبير لسوق السندات، حيث بلغت في نهاية ديسمبر 2010 ما يفوق 763 مليار رينجت ماليزي أي 97% من الناتج المحلي الخام، و اعتبارها كواحدة من أسرع أسواق السندات نموا في آسيا، غير أن الأزمة الاقتصادية التي ضربت

¹⁶⁵ <http://www.bursamalaysia.com/market/securities/equities/products/real-estate-investment-trusts-reits/>

¹⁶⁶ عاطف وليم اندراس، مرجع سبق ذكره، ص 385.

¹⁶⁷ نبيل طه خليل سمور، سوق الأوراق المالية الاسلامية بين النظرية و التطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا"، مذكرة ماجستير، جامعة النجاح الاسلامية، غزة فلسطين، ص 87.

البلاد في سنة 1997 أثرت على القطاع المصرفي بشكل كبير، حيث كان حذرا جدا في تقديم القروض الجديدة في فترة ما بعد الأزمة، وكانت نسبة التمويل بالسندات تقارب 10% من الناتج المحلي الخام، فكان التوجه نحو سوق السندات كبديل لجمع الأموال من طرف الشركات، غير أن هذه السوق واجهت مشاكل بنيوية في عملية الاصدار في ذلك الوقت، حيث تراوح الوقت المستغرق للإصدار بين 9 إلى 12 شهرا، مما أدى بالحكومة إلى الاسراع في علاج جوانب القصور الموجودة في سوق السندات، حيث عملت الحكومة على تأسيس هيئات تابعة لها في سنة 1990، هدفها توجيه السياسات و تحديد و تنفيذ الاستراتيجيات المناسبة من أجل تطوير السوق¹⁶⁸.

كما تتداول كل من السندات الحكومية، و سندات الشركات في السوق التقليدية و الاسلامية، في أسواق منظمة، و يمكن للمستثمرين المحليين و الأجانب شراء و بيع أدوات الدين التقليدية و الاسلامية. و يتم إدارة جميع الأوراق المالية في السوق بأمان وفقا " لنظام التحويل الالكتروني في الوقت الحقيقي للأموال و الأوراق المالية"¹⁶⁹ " Real time Electronic Ttransfer of fund and Securities System (RENTAS) ، و هناك نوعين من السندات:

1.2. السندات الحكومية: يقوم بإصدارها البنك المركزي الماليزي، عادة تاريخ استحقاقها طويل الأجل وتصدر لفترات متباينة حسب الظروف التي يمر بها اقتصاد البلد و حالة العجز في ميزانية الدولة، و تعد هذه السندات أكثر الأصول المالية سيولة في سوق رأس المال الماليزي¹⁷⁰. و تم إصدار هذا النوع من السندات الحكومية الماليزية لأول مرة في أواخر السبعينات، و كانت تعرف باسم الأوراق المالية الحكومية الماليزية وتمثل الهدف من إصدارها تمويل المشاريع التنموية الحكومية طويلة الأجل، كما تم إصدار سندات حكومية متوافقة مع الشريعة الاسلامية.

2.2. سندات الشركات: و هي تلك السندات التي تصدر عن القطاع الخاص بغرض تمويل المشاريع الاستثمارية لهذا القطاع، و لقد شهد إصدار هذا النوع من السندات تزايدا في السنوات الأخيرة في ماليزيا وخاصة بظهور السندات الاسلامية¹⁷¹.

¹⁶⁸ محمد غزال، دور الصكوك الاسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية-دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية-، رسالة ماجستير، غير منشورة، 2012/2013، جامعة فرحات عباس، سطيف، ص 166.

¹⁶⁹ www.asianbondsonline.adb.org/Malaysia/structure/overview.php

¹⁷⁰ <http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history/>

¹⁷¹ نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 89.

3. سوق المشتقات: بدأت صناعة المشتقات تتجلى في ماليزيا سنة 1980 مع إنشاء بورصة كوالالمبور للسلع وكانت عقود المستقبلية المتداولة في ذلك الوقت هي عقود المستقبلية لزيت النخيل الخام، لتداول بعدها سائر العقود من مستقبلية و خيارات و عقود آجلة¹⁷².

و في سبتمبر 2009 دخلت بورصة ماليزيا برهاد في شراكة استراتيجية مع بورصة شيكاغو التجارية (CME)، حيث تمتلك هذه الأخيرة ل 25% من رأس مال البورصة الماليزية للمشتقات برهاد، و الباقي تمتلكه بورصة ماليزيا برهاد بهدف تحسين فرص عرض المشتقات الماليزية عالميا، فضلا على التوزيع العالمي لمنتجات بورصة ماليزيا¹⁷³. و تنقسم سوق المشتقات و عقود الخيارات إلى الأقسام التالية:

1.3. عقود الخيارات: و يقتصر على نوع واحد و يتمثل في عقود خيار الأسهم، و هي عقود الخيار لمؤشر كوالالمبور (OKLI).

2.3. عقود المستقبلية: و بها العقود التالية :

1.2.3. عقود مستقبلية السلع: و تنقسم إلى عقود مستقبلية لزيت النخيل الخام (FCPO)، و عقود المستقبلية لزيت النخيل الخام بالدولار (FUPO)، و عقود مستقبلية لزيت نواة النخيل الخام (FPKO)¹⁷⁴.

2.2.3. عقود مستقبلية الأسهم: و تنقسم بدورها إلى عقود مستقبلية لمؤشر كوالالمبور (FKLI)، و عقود مستقبلية الأسهم الواحدة (SSFS)¹⁷⁵.

3.2.3. عقود المستقبلية المالية: و تحتوي على عقود مستقبلية لمعدل بين معدل السندات كوالالمبور لمدة ثلاثة أشهر (FKB3)، و عقود مستقبلية للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة ثلاثة سنوات (FMG3)، و عقود مستقبلية للأوراق المالية الحكومية الماليزية لمدة خمس سنوات (FMG5).

4. مركز لبوان للتعاملات المالية الدولية: Lubuan International Financial Exchange

في عام 1990 تم إنشاء مركز لبوان للتعاملات المالية الخارجية Lubuan International offshor Financial Centre و في نوفمبر 2000 تم البدء بالتعامل في سوق لبوان الدولي للأوراق المالية LFX، و قد جاء إنشاء هذا المركز ليكمل أنشطة السوق المالي المحلي، و يخضع لإشراف البورصة الماليزية برهاد، إذ تعمل على توفير بيئة متميزة

¹⁷² محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص 167.

¹⁷³ <http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history/>

¹⁷⁴ <http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/>

¹⁷⁵ <http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/>

يعمل في إطارها هذا المركز، كما أنه يتمتع بمعاملات في جمع الأموال بسهولة و يسر و بإعفاء من قيود الصرف الأجنبي، و تكلفة التعاملات منخفضة¹⁷⁶.

5. السوق المالية الاسلامية بماليزيا :

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية الماليزية في سوقين رئيسيين¹⁷⁷:

1.5. السوق الأولي أو سوق الإصدار: و تنشط فيها من الحكومة و الشركات الخاصة الماليزية، و تهدف من ذلك توفير التمويل اللازم لاستثماراتها القصيرة أو طويلة الأجل.

2.5. السوق الثانوي أو سوق التداول: و يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة في سوق الاكتتاب، في أسواق منظمة كالبورصة الماليزية للأوراق المالية المحدودة أو في السوق غير المنظمة.

III. 2.1. سوق الأوراق المالية الاسلامية الماليزية

1. مفهومها: عرّفت هيئة الأوراق المالية الماليزية سوق رأس المال الاسلامي "بأنه السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار، و التمويل متوسط و طويل الأجل المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الاسلامية و الخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا، المقامرة و بيعو الغرر... و غيرها، أي سوق مالي تتوفر فيه فرص تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، و لتجميع الموارد المالية و الاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الاسلامية¹⁷⁸.

و لضمان التزام أنشطة سوق رأس المال الاسلامي بمبادئ الشريعة الاسلامية، تخضع أنشطة السوق لرقابة وإشراف المستشارين الشرعيين و الخبراء المتخصصين في مجال المعاملات الشرعية، و خاصة ما يتعلق بالمعاملات المالية، و هذا ما يعزز الثقة بين السوق و المستثمرين¹⁷⁹.

2. نشأتها: كانت أول بداية حقيقية لتطوير نظام العمل المصرفي الاسلامي في ماليزيا تعود إلى سنة 1983، مع إصدار قانون العمل المصرفي الاسلامي و تم بموجبه استحداث مجموعة من الخدمات و المنتجات المصرفية وفق مبادئ الشريعة الاسلامية، ثم تبعه إنشاء أول بنك اسلامي ماليزي و هو بنك ماليزيا برهاد، الذي بدأ

¹⁷⁶ Lubuan Financial Exchange, about.as, on line available at: <http://lfxsys.lfx.com.my/content/about/about.asp>

¹⁷⁷ نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 91.

¹⁷⁸ <http://www.bursamalaysia.com/market/islamic-markets/>

¹⁷⁹ <http://www.bursamalaysia.com/market/islamic-markets/>

عملياته في 01 جويلية 1983، بالإضافة إلى إطلاق مشروع نظام العمليات المصرفية دون فوائد، الذي انطلق العمل به في 04 مارس 1993¹⁸⁰.

3. تطور السوق المالية الاسلامية:

التطور الحقيقي لسوق الأوراق المالية الاسلامية يعود إلى أوائل التسعينات من القرن الماضي، حيث كانت الشركة الخاصة (Shall Mdn Bhd) أول شركة مصدرة للصكوك في السوق المحلية في عام 1990، و قد تبع ذلك عدة إصدارات من الأدوات المالية الاسلامية الأخرى، مما كان له الأثر في زيادة تعميق سوق الأوراق المالية الاسلامية في ماليزيا و اتساعها.

كما تم تأسيس في سنة 1994، من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية للمؤسسات المالية قسم خاص بسوق الأوراق المالية الاسلامية، ليمسى فيما بعد بالسوق المالية الاسلامية، و تأسيس اللجنة الشرعية لدراسة الأدوات المالية الاسلامية¹⁸¹.

و في إطار تنفيذ مبادئ الشريعة في إصدار الأوراق المالية، و لتسهيل قياس أداء الأسهم كان لابد من استحداث مؤشرات اسلامية، فكان أول مؤشر للأسهم الاسلامية يصدر في ماليزيا من طرف (RHB Unit Trust Management BHD) و ذلك في ماي 1996، و كان ذلك متبوعا بإصدار مؤشر داوجونز الاسلامي (DJIM) من طرف داوجونز في فيفري 1999، و المؤشر الشامل الاسلامي (FTSE) من مجموعة (FTSE) في أكتوبر 1999¹⁸².

و في إطار تطوير سوق الأوراق المالية الاسلامية، تبنت سوق الأوراق المالية برهاد المعروفة حاليا ببورصة ماليزيا بإصدار مؤشر يقيس حركة أسعار الأسهم الاسلامية، سمي بـ (Kles. Shariah.Indx) في 17 أبريل 1999 و يضم جميع الأسهم المتوافقة مع الشريعة الاسلامية المدرجة في اللوح الرئيسي للبورصة الماليزية، بالإضافة إلى ذلك تصدر هيئة الأوراق المالية القائمة الرسمية للأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة القابلة للتداول في البورصة الماليزية¹⁸³، و من بين الحقائق التي تشير إلى النمو السريع لهذه السوق ما يلي¹⁸⁴:

- نمو الصناديق المتوافقة مع الشريعة؛
- حجم سوق الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة؛
- إدخال منتجات مبتكرة مثل الصكوك؛

¹⁸⁰ بوعبد الله علي، بوقصبة شريف، أهمية الصكوك المالية الاسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا، ص 03.

¹⁸¹ Resolution of the Scurities Commission Shariah Advisory Council. Second Edition. P 04.

¹⁸² محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص 170.

¹⁸³ نفس المرجع، ص 171.

¹⁸⁴ SALMAN SYED ALI, ISLAMIC CAPITAL MARKETS PRODUCTS, REGULATION & DEVELOPMENT, 2008, p03.

- عدد من التطورات المؤسسية الهامة مثل ظهور المؤشرات العالمية المختلفة المحسوبة بشكل منتظم للأسواق الإسلامية، و منهجيات تقييم منتجات سوق المال الإسلامية، و الشروع في الجهود الرامية إلى تبسيط المنتجات و توحيد آلياتها التنظيمية حسب توافقها مع الشريعة؛

4. تقسيمات سوق الأوراق المالية الإسلامية:

تحتوي سوق الأوراق المالية الماليزية على التقسيمات التالية¹⁸⁵:

- **سوق السلع:** يتداول فيها السلع المتوافقة مع الشريعة الإسلامية و ذلك من اجل تسهيل عمليات التمويل الإسلامي و الاستثمار.
- **سوق الأسهم الإسلامية:** و يتم تداول فيه جميع الأسهم المتوافقة مع الشريعة و التي تم الموافقة عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية، و هو ما يمثل 88% من إجمالي الأسهم المدرجة في السوق المالية الماليزية أي نسبة 64% من القيمة السوقية للسوق المالي.
- **سوق الصكوك:** تعتبر من أهم أقسام السوق الإسلامية للأوراق المالية، و هذا لكونها تصدر بالعملة المحلية الرينجت الماليزي، أو بالعملات الأجنبية مصدرة من قبل هيئات محلية أو دوية، مقيدة أو غير مقيدة و يتم طلب تسجيل الصكوك الجديدة لدى السوق المالية الماليزية.

5. الأدوات المالية الإسلامية المتداولة في هذا السوق

و تأخذ الأشكال التالية:

- 1 **أدوات الملكية الإسلامية:** تمثل الأدوات المالية للملكية الإسلامية ابتكارا للعديد من الأدوات و ذات تنافسية من الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، و ما يتعلق بشهادات حق الشراء من الأسهم الجديدة، و وحدات صناديق الاستثمار الإسلامية، و صناديق الاستثمار المالي العقاري و صناديق التبادل التجاري، و التي يتم إصدارها من طرف الشركات التي يتم تصنيف أوراقها على أنها متوافقة مع الشريعة الإسلامية من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية، ما يسمح للمستثمرين بتنوع محفظة استثماراتهم في مختلف القطاعات الاقتصادية¹⁸⁶.
- 2 **الصكوك الإسلامية:** تعد التجربة الماليزية السباقة لإصدار الصكوك الإسلامية، و تعرف بأنها " عبارة عن شهادات متساوية القيمة و غير مجزأة" في ملكية الأموال الاستثمارية، تحكمها مبادئ و أحكام الشريعة الإسلامية، و مصادق عليها من طرف اللجنة الاستشارية الشرعية، و يتم إصدار

¹⁸⁵ www.boursamalaysia.com/mix/islam-brochur.pdf

¹⁸⁶ محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص 173.

هذه الصكوك من طرف الشركات الخاصة و تخضع لرقابة هذه اللجنة، أما الصكوك الحكومية فتخضع لرقابة البنك المركزي الماليزي.

3 الأدوات الاسلامية المركبة: هي تلك الأدوات الاسلامية المبتكرة و التي تتوافق مع الشريعة، و هذا حتى يتمكن المتعاملون من حماية رؤوس أموالهم، أدوات استثمارية تعتمد على الأصول، أو في معاملات ذات علاقة بالسلع.

4 سمسة اسلامية للبورصة: في التجربة الماليزية، توفر بعض شركات السمسرة خدمة السمسرة الاسلامية، و التي تساعد جمهور المسلمين و غيرهم من الاستثمار في الأسهم المدرجة في البورصة الماليزية و المتوافقة مع الشريعة الاسلامية فقط، و من اهم شركات السمسرة الاسلامية المشهورة في ماليزيا: البنك الاسلامي برهاد ماليزيا، BIMB SECURITIES SDN BHD ، PTB .SECURITIES

5 عمليات سوق الأوراق المالية الاسلامية بماليزيا

و هي ثلاث عمليات نوضحها فيما يلي¹⁸⁷:

1 العمليات العاجلة: و هي العمليات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة، و تسليم الثمن أثناء العقد أو بعده مباشرة و من أهم أنواعها:

- **الشراء بكامل الثمن:** و يقصد به قيام البائع ببيع الأصل الذي يملكه للمشتري، و يدفع له المشتري الثمن كاملا و فورا، قبل أن يتفرقا من المجلس، و قد يتأخر التسليم ثلاثة أيام و أكثر.
- **البيع على المكشوف:** و تتمثل هذه العملية في اقتراض مستثمر أوراق مالية و بيعها قبل تملكها عن طريق السماسرة، ثم إعادة شراء نفس الأوراق أو أخرى تماثلها في الكم و النوع وإعادتها إلى المقرض، و قد برر المجلس الاستشاري الشرعي للهيئة جواز هذه العمليات بما يلي:

- تحقيق المصلحة العامة؛

- توفير السيولة للسوق؛

- أن اقراض الأسهم يتوافق مع مفهوم الاجارة؛

و قد تم التعامل بالبيع على المكشوف وفق نظام اقراض و اقتراض الأوراق المالية لأول مرة نهاية سنة 1995 ولكن عقلت أعقاب أزمة 1997، و أجريت عليها بعد ذلك دراسات مكثفة و قرر المجلس الاستشاري جوازها في عام 2006 شرط الخضوع لقواعد الاقراض و الاقتراض.

¹⁸⁷ بوعبدالله علي، أهمية الصكوك المالية الاسلامية سوق الأوراق المالية في ماليزيا، مجلة الاقتصاد الاسلامي على الرابط:

<http://giem.kantakji.com/article/details/ID/560#.WjKhb1XibIW>

2 المشتقات المالية: هناك نوعين من العقود المستعملة المتوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية من أصل تسعة عقود في سوق المشتقات المالية الماليزية، وهما المستقبلات لزيت النخيل الخام التي أقر جوازها في عام 1997، و أيضا عقود الأسهم الواحدة التي أقرت شرعيتها في أبريل من العام 2006 من قبل المجلس الاستشاري الشرعي، و كانت اهم حججها ما يلي:

- عقود المستقبلات على السلع و الأسهم لا تتضمن عنصر الربا المحرم شرعا؛
 - عقود المستقبلات على السلع ليست من بيع ما ليس عند المتعاملين، لأن السلعة في الحقيقة موجودة في المخازن كما حددتها البورصة في ماليزيا؛
- و تجدر الإشارة إلى أن عقود الخيار اعتبرها المجلس الاستشاري الشرعي غير جائزة، و لا يتم التعامل بها في سوق المشتقات المالية الاسلامية.

III.1.3. دور الهيئات الرقابية في تنشيط سوق الأوراق المالية بماليزيا

تعتبر هيئة الأوراق المالية أحد أهم مكونات النظام المالي بماليزيا، و ذلك لدورها الرئيس في تطوير سوق الأوراق المالية.

1.3.1. الهيئات الرقابية في سوق الأوراق المالية بماليزيا

من الجهات الرقابية العاملة في سوق رأس المال الماليزي نجد:

1. هيئة الأوراق المالية الماليزية

تم إنشاؤها في 01 مارس عام 1993 تحت قانون هيئة الأوراق المالية الماليزية المعروف ب Securities Commission ACT 1993 و تضطلع هذه الهيئة بمجموعة من الوظائف و المهام منها¹⁸⁸:

- ❖ الاشراف على السجلات و عمليات التبادل، و مراقبة أنشطة البورصة و بيت المقاصة و الايداع المركزي؛
- ❖ تسجيل نشرة الاكتتاب "Prospectus" لكافة الشركات المدرجة في قائمة البورصة الماليزية للأوراق المالية؛
- ❖ الموافقة على إصدار سندات الشركات؛
- ❖ تنظيم الشؤون المرتبطة بمجال الحيازات و الاندماجات للشركات بماليزيا؛
- ❖ تنظيم جميع المسائل المتعلقة بالأوراق المالية و عقود المشتقات؛
- ❖ القيام بتنظيم جميع المسائل المتعلقة بصناديق الاستثمار؛
- ❖ تشجيع التنظيم الذاتي، و ضمان السير الحسن لعمل مؤسسات السوق؛

¹⁸⁸ Securities commission, what we do, available at <http://www.sc.com.my/main.asp?pageid=219&menuid=188&newsid=&linkid=&type>

جميع هذه الوظائف التي تقوم بها الهيئة هو في نهاية المطاف لحماية المستثمر، بالإضافة إلى المهام التنظيمية الموكلة لها، فهي ملزمة أيضا بموجب القانون بتشجيع و تعزيز و تنمية سوق الأوراق المالية و عقود المشتقات في ماليزيا.

2. الهيئات الرقابية الفرعية لسوق الأوراق المالية بماليزيا: تتكون الجهات الفرعية الداعمة لعمل هيئة الأوراق

المالية الماليزية من البورصة الماليزية برهاد و المؤسسات التابعة لها، و فيما يلي عرض لأهمها¹⁸⁹:

(1) بورصة ماليزيا للأوراق المالية "برهاد": أنشأت في الرابع ديسمبر من العام 2003، و هي عبارة عن

مؤسسة منظمة تتداول فيها الأوراق المالية، كما أنها مسؤولة عن كافة الأمور الرقابية المرتبطة بالأوراق المالية، و تحرص على تنفيذ القوانين المنظمة للشركات المدرجة في البورصة و ذلك من اجل تحقيق بيئة استثمارية منظمة تتميز بدرجة عالية من الشفافية، و تعمل البورصة الماليزية على حظر العمليات المؤدية إلى عدم استقرار السوق المالي، و ذلك عن طريق إصدار القوانين و الارشادات الخاصة للرقابة على الأنشطة المزاولة في داخل أو خارج البورصة، و تشرف وزارة المالية الماليزية على كافة الأنشطة التي تدار في البورصة الماليزية بصفة غير مباشرة، في حين تسند لهيئة الأوراق المالية الماليزية مسؤولية الرقابة المباشرة و بناءا على ذلك فإن بورصة الأوراق المالية الماليزية برهاد خاضعة لوزارة المالية و هيئة الأوراق المالية الماليزية. و هناك بعض المبادئ التنظيمية التي تسترشد بها بورصة الأوراق المالية و التي لا تتجزأ عن الأطر و القواعد التنظيمية لبورصة ماليزيا، و تتمثل تلك المبادئ في¹⁹⁰:

- سهولة القواعد و وضوح الالتزام بها؛
- الحد من التنظيم الزائد عن الحاجة، و ذلك من أجل تحقيق التوازن بين احتياجات التنافسية من التنظيم و الفعالية التجارية؛
- استخدام السلطة التقديرية للبورصة لتعديل و تغيير القواعد التنظيمية، و ذلك بما يخدم و يسهل الأعمال المالية؛
- تجنب القيود و الإجراءات غير المعقولة، من أجل الحفاظ على الوضع التنافسي لبورصة ماليزيا و ذلك من خلال وضع قواعد مبتكرة و تنافسية؛

(2) بورصة المقاصة للأوراق المالية برهاد: يقصد بها المقاصة المركزية للأسهم المتداولة ببورصة ماليزيا للأوراق

المالية، و هي مختصة بعرض الأسعار و التعاملات المالية الالكترونية (MESDAQ)، و تعرض المقاصة

¹⁸⁹ نيبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 94 - 96.

Bursa malaysia, corporate-structure , on line available at : <http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/our-organisation/corporate-structure/>

¹⁹⁰ Bursa malaysia, regulatory-approach-philosophy < on line > available at :

<http://www.bursamalaysia.com/market/regulation/regulatory-approach-philosophy/regulatory-principles/>

المركزية للأسهم خدماتها على أعضاء البورصة وفقا لقانون صناعة الأوراق المالية لسنة 1983، و تؤدي دورها الرئيسي في معالجة العقود المحلية لكل الأوراق المالية المقيدة في قائمة البورصة، و الرقابة على الأمور المتعلقة بمقاصة الأوراق المالية من جهة أخرى.

(3) **بورصة الإيداع برهاد:** هي البورصة التي يتم من خلالها تجسيد التعاملات على الأوراق المالية بدون تبادل للشهادات بين المشتري و البائع للأسهم، و يستخدم هذا النظام لتسوية أسعار الأسهم للبورصة الماليزية للأوراق المالية بدون إصدار للشهادة، و تتم التسوية من خلال الأنظمة الالكترونية، و تتم عملية التسجيل في حساب المستثمرين عبر نظام الإيداع المركزي المعروف باسم Central Depository System، و تتولى هذه البورصة إدارة جميع الحسابات و الرقابة على تعاملات الأوراق المالية بدون تبادل الشهادة وفق القوانين المنظمة.

(4) **بورصة المشتقات برهاد:** انشأت في 17 أبريل من العام 1993، و يتم فيها تداول منتجات المشتقات المالية من عقود المستقبلات و الخيارات، و يشرف على رقابة هذه البورصة كل من هيئة الأوراق المالية و البورصة ذاتها، و تمتلك بورصة الأوراق المالية المحدودة 75% من أصول هذه البورصة، كما تسند لها عمليات تسجيل عقود مستقبلات زيت النخيل الخام (FCPO) في العالم¹⁹¹.

(5) **بورصة المقاصة للمشتقات برهاد:** أنشأت في 09 سبتمبر من العام 1995، و هي جهة المقاصة للبورصة الماليزية للمشتقات، و هي مسؤولة عن كافة الأمور المتعلقة بإجراءات المقاصة و التسوية عند تبادل عقود المستقبلات و الخيارات.

(6) **بورصة السندات برهاد:** تُدرج في بورصة السندات، كل من السندات الحكومية و سندات الشركات و يقيد عملها كل من البنك المركزي الماليزي، الذي يصدر مدونات و ارشادات و قواعد لضمان السير الحسن لسوق السندات و هيئة الأوراق المالية، في حين هذه الأخيرة هي السلطة الأساسية التي تعمل على تنظيم و تطوير سوق السندات في ماليزيا¹⁹².

(7) **مركز لبوان للتعاملات المالية الدولية:** أنشأ هذا السوق في 30 جويلية من العام 1999 و من أهم الأنشطة التي يتم التعامل فيها، جميع التعاملات المالية المسعرة بغير العملة المحلية.

¹⁹¹Bursa malaysia, bursa malaysia derivatives about-us regulator .

¹⁹²Asian bonds online, malaysia, market structure, overview available at : <http://www.asianbondsonline.adb.org/malaysia/structure/overview.php>. 07/07/2015

8) **بورصة ماليزيا للمعلومات برهاد:** أنشأت في 02 ماي من العام 1986، و يتمثل دورها في توفير ونشر المعلومات و أسعار الأوراق المالية المقيدة في البورصة الماليزية.

9) **بورصة ماليزيا للخدمات الاسلامية برهاد:** استحدثت في 15 أبريل من العام 2009، و حتى تمكن المتعاملين في السوق المالي الاسلامي الماليزي من توفير و تسيير قاعدة التبادلات للأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الاسلامية.

2.3.1. دور هيئة الأوراق المالية الماليزية في تطوير سوق الأوراق المالية:

تعتبر هيئة الأوراق المالية الركيزة الأساسية في النظام المالي الماليزي، إذ تلعب دورا رئيسا في تنمية و تطوير سوق الأوراق المالية.

1. **دور هيئة الأوراق المالية الماليزية:** باعتبار هيئة الأوراق المالية من بين أهم الهيئات الفاعلة في السوق المالي الماليزي أوكلت لها مجموعة من الأدوار¹⁹³:

- تنمية و تطوير سوق الأوراق المالية ليتماشى مع التطورات الحاصلة عالميا؛
- الإشراف على المبادلات المالية، و غرفة التصفية، و مركز الودائع حتى تضمن التعامل السلس وتوفير الثقة للمستثمرين؛
- منح التصاريح و الإشراف على جميع الشركات التي تريد الدخول إلى بورصة الأوراق المالية؛
- تنظيم جميع الشؤون المتعلقة بالأسهم و السندات و الصناديق الاستثمارية، و الأدوات المالية الأخرى؛

بالإضافة إلى الأدوار السابقة الذكر التي ساهمت في تطوير سوق رأس المال الإسلامي، هناك عوامل ساهمت أيضا في تطوير السوق و هي:

- الالتزام الكامل من طرف الحكومة الماليزية في تنشيط و تدعيم و تعزيز هذا السوق؛
- الأثر الإيجابي لنجاح المصارف الإسلامية في ماليزيا، ساهم في إلزام المصدرين و المستثمرين بتعليمات السوق؛
- وجود خبراء و متخصصين في المعاملات المالية الاسلامية المعاصرة، ساهم في توضيح الآراء الشرعية بعقد الندوات و إقامة المناقشات الدورية مع الجهات المعنية بغية تطوير هذه السوق؛

¹⁹³ محمد غادمن، مرجع سبق ذكره، ص 180.

سعت هيئة الأوراق المالية لتطوير السوق المالية الماليزية، إذ وضعت تطوير السوق المالي الاسلامي كأهم الأهداف الواجب تحقيقها ضمن جدول أعمالها، ليتم عرضها ضمن المخطط العام للأسواق المالية الماليزية MASTER PLAN، الذي تم الكشف عنه سنة 2001 و كان من بين الأهداف المراد الوصول إليها هو جعل ماليزيا كمركز للمالية الإسلامية الدولية.

2. الاستراتيجيات المتبعة من طرف هيئة الأوراق المالية: من بين الاستراتيجيات المنتهجة من طرف الهيئة لتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا نجد:

1.2. تطوير سوق رأس المال الإسلامي من خلال البحوث و الدراسات:

تقوم اللجنة الاستشارية الشرعية بالتعاون مع قسم سوق رأس المال الإسلامي على عمل الدراسات و المناقشات والحوارات الدورية بينهم و بين متعاملي السوق فيما يتعلق بمعاملات هذا السوق، و هذا للتأكد من أن معاملاته تسير وفقا لأحكام الشريعة، و إلتزام المتعاملين بالتشريعات الصادرة عن الهيئة التي لا تتعارض مع أحكام الشريعة¹⁹⁴.

2.2. السعي للوصول بماليزيا كمركز دولي لسوق رأس المال الإسلامي:

طرحت هيئة الأوراق المالية الماليزية في العام 2001 خطة بغية تطوير سوق الأوراق المالية الماليزية، و تضمنت الخطة ستة أهداف رئيسية، و أطلق عليها اسم الخطة الشاملة، و كان الهدف الرئيس المستقبلي لهذه الخطة الإستراتيجية الممتدة لمدة عشرة أعوام من 2001 إلى 2010 هو الوصول بماليزيا لأن تكون مركزا دوليا لسوق رأس المال الإسلامي¹⁹⁵، و من أجل أن يتحقق الهدف المنشود كانت هناك بعض الاستراتيجيات المتبعة و هي:

- استحداث أدوات تنافسية متعلقة بسوق رأس المال الإسلامي و هذا بصفة دائمة؛
- العمل على تحسين فعالية سوق الصناديق الإسلامية؛
- التحقق من أن ماليزيا لديها الإمكانيات التنظيمية و الضريبية و المحاسبية، التي تتماشى مع سوق رأس المال الإسلامي؛

2.3. تعيين الهيئة رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية

لعل من مظاهر الاعتراف الدولي بزيادة و تطور سوق رأس المال الإسلامي الماليزي تعيين هيئة الأوراق المالية الماليزية رئيسا للجنة التنفيذية في المنظمة الدولية لهيئة الأوراق المالية "IOSCO" " International Organization of Securities Commission" كي تقوم بدورها في الأنشطة و العمليات في سوق رأس

¹⁹⁴ نبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 115.

¹⁹⁵ Resolution of securities commission, Shariah Advisory Council, Op Cit, p2.

المال الإسلامي، و اعترفت سوق داوجنز الإسلامية "DJIM" "Dow Jones Islamic Market" بسوق رأس المال الإسلامي الماليزي، و اعتبرته نموذجاً عالمياً في القطاع المالي الإسلامي¹⁹⁶.

4.2. الأطر التنظيمية و القانونية و الرقابية للمتعاملين في سوق رأس المال الإسلامي

أصدرت هيئة الأوراق المالية مجموعة من القوانين و التنظيمات تحت البند 377 و 378 من قانون سوق المال و الخدمات، و التي تهدف إلى تطوير تنافسية السوق المالية بوضع إطار منظم لحماية المستثمرين و للوصول إلى ذلك عملت الهيئة على زيادة شفافية قواعدها و تنظيماتها و التمتع بمستوى من الكفاءة و الفعالية¹⁹⁷، و من بين ما أصدرته الهيئة ما يتعلق ب¹⁹⁸:

(1) التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار Guidelines on Unit Trust Funds

قامت الهيئة بإصدار تعليمات خاصة بصناديق الاستثمار في عام 2002.

(2) التعليمات الخاصة بعرض الصكوك الإسلامية Guidelines on the Offering of Islamic Securities

أصدرت الهيئة تعليمات خاصة بعرض الصكوك الإسلامية و كان ذلك في يوليو 2004 وهي تعليمات لتوجيه المتعاملين في هذا السوق حول الإجراءات المتعلقة بإصدار الصكوك الإسلامية في ماليزيا، و ضرورة توفير المعلومات عن التشريعات و القوانين المتعلقة بها و تم مراجعة هذه التعليمات خلال العام 2011 و العام 2012.

(3) التعليمات الخاصة بالصناديق الاستثمارية العقارية الإسلامية Guidelines for Islamic Real Estate Investments

أصدرت الهيئة تعليمات تتعلق بالاستثمار في العقارات وفقاً لأحكام الشريعة، و كان ذلك في 21 نوفمبر من العام 2005.

3.3.1. دور اللجنة الاستشارية الشرعية في تطوير سوق الأوراق المالية

(1) نشأة اللجنة الاستشارية الشرعية: عملت هيئة الأوراق المالية الماليزية منذ نشأتها عام 1994 على تطوير السوق المالي الإسلامي، إذ قامت بتكوين لجان الرقابة الشرعية في السوق المالي الماليزي، و تتمثل هذه اللجان في:

¹⁹⁶ نيبيل خليل طه سمور، مرجع سبق ذكره، ص 116.

¹⁹⁷ Securities commission Malaysia, legislation, Securities commission's rules-making process, available at : <http://www.sc.com.my/main.asp?paiged=918&menuid=955&newsid=&linkid=&type> 16/09/2015.

¹⁹⁸ Securities commission Malaysia, Islamic Capital Market, ICM product and services guidelines, available at : <http://www.sc.com.my>

- 1.1.1. قسم إدارة سوق الأوراق المالية الإسلامي:** بغية تطوير سوق الأوراق الإسلامية في ماليزيا عمدت هيئة الأوراق المالية إلى إنشاء قسم إدارة و مراقبة سوق الأوراق المالية الإسلامية، وإدارة الأدوات المتداولة فيه، و من وظائفه ما يلي:
- تقديم الدراسات و البحوث الخاصة بإقرار الأدوات المالية الإسلامية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية؛
 - مسؤولية هذا القسم عن إصدار و تعديل القوانين ذات العلاقة بسوق الأوراق المالية الإسلامية وتنفيذها؛
 - معاقبة كل من تثبت مخالفته تطبيق القوانين المعمول بها؛
 - العمل باستمرار على التحليل الدوري لقائمة الأوراق المالية للشركات المسعرة في السوق الماليزية، لتحديد مدى توافقها مع الشريعة الإسلامية؛
 - نصح و مساعدة المستثمرين حول أداء الشركات المساهمة من حين لآخر؛
- و يعمل قسم سوق الأوراق المالية الإسلامية على تقديم نتائج دراساته و أبحاثه إلى اللجنة الاستشارية الشرعية لاتخاذ القرارات المناسبة المتعلقة بتلك القضايا¹⁹⁹.

1.2.2. مجمع (اللجنة الشرعية) لدراسة الأدوات المالية الإسلامية: قامت هيئة الأوراق المالية الإسلامية بتأسيس هذا المجمع في العاشر أكتوبر من العام 1994، و يضم مجموعة من الأعضاء بين مستشارين في الشريعة و من أعضاء عاملين في القطاع المالي التقليدي، و بالتعاون مع جمعية العلماء الماليزيين و علماء دوليين، و يقوم المجمع بمناقشة و إصدار القرارات المتعلقة بسوق الأوراق المالية الماليزية، و قد تم عقد ثمان لقاءات من 1995 إلى 1996 وتم خلالها دراسة مدى صلاحية بعض الأدوات المالية المتداولة في السوق التقليدي من منظور شرعي.

- 1.3.3. اللجنة الاستشارية الشرعية:** تم إنشاء اللجنة الاستشارية الشرعية في 16 ماي 1996 مكان مجمع دراسة الأدوات المالية الإسلامية، و ذلك بتعيين من وزارة المالية الماليزية لتؤدي دورها و مهامها التنظيمية والرسمية²⁰⁰.
- 2) دور اللجنة الاستشارية الشرعية في سوق الأوراق المالية الإسلامية:**
- اللجنة لها العديد من المهام في مجال الرقابة و تقديم الاستشارات و التوعية و التوجيه و إصدار القرارات، كما تضطلع أيضا بمهام تفعيل و تطوير الأدوات المالية، و من تلك المهام ما يلي²⁰¹:
- إصدار القرارات في القضايا الشرعية لسوق الأوراق المالية:

¹⁹⁹ طه خليل سمور، مرجع سبق ذكره، ص 122.

²⁰⁰ Resolution of securities commission, Shariah Advisory Council, Op Cit, p4.

²⁰¹ محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص 184.

- حيث تعتبر اللجنة الاستشارية الشرعية الجهة الوحيدة التي تقوم بإصدار هذا النوع من القرارات في القضايا التي يشوبها نوع من اختلاف الآراء الشرعية لدى الفقهاء؛
- **الرقابة:** و تعد حجر الزاوية في عمل و مهام اللجنة الاستشارية الشرعية، فهي ترأب الأدوات المالية الإسلامية و التداولات عليها، و التأكد من أن معاملاتها متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية و تقدم هذه اللجنة بالتعاون مع هيئة الأوراق المالية الماليزية رأبها الشرعي في تطوير الأدوات المالية الإسلامية؛
 - **الاجابة على الأسئلة و الاستفسارات:** تجيب هذه اللجنة طوال العام على الأسئلة و الاستفسارات المطروحة عليها حول سوق الأوراق المالية الإسلامية، من ناحية العمليات أو الأحكام التي أصدرتها و عادة ما تتقدم إدارة هيئة الأوراق المالية الماليزية، أو الباحثين، أو الموظفين من طرف شركات المساهمة و المستثمرين، أو من طرف الحكومة الماليزية بمساءلة هذه اللجنة؛
 - **توعية الأطراف الفاعلة في السوق:** و تعمل على التوعية و التعريف بنظام التمويل الإسلامي خاصة المتعاملين في ماليزيا عن طريق عقد الدورات التدريبية و الندوات و المؤتمرات و الاستفادة من البحوث و الدراسات، و المناقشات التي تدار حولها، و تمنح الفرصة للخبراء الشرعيين و المفكرين الاقتصاديين لتبادل المعرفة و الخبرات في كل القضايا المعاصرة و التي لها علاقة بالمنتجات المالية الإسلامية و أحكامها الشرعية؛
 - **مركز لتقديم الاستشارة و المراجعة:** فهي تعد مركز الاستشارة الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية و المراجعة لكافة الأمور المتعلقة بتطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا بصورة عامة، و تعمل على تقديم يد المساعدة للأطراف التي لها علاقة بهذه السوق و إعطاء الرأي الشرعي للأمور المرتبطة بها إذا تم استشارتها في ذلك، مثل القضايا القانونية، كما تعطي النصيحة للمستثمرين المسلمين و تساعدهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية؛

(3) المهام الأساسية للجنة الاستشارية الشرعية:

اعتمدت اللجنة الاستشارية الشرعية على مقاربتين في تعريفها للأدوات المالية في سوق رأس المال الإسلامي²⁰²:

- **المقاربة الأولى تكييف الأدوات المالية التقليدية وفق أحكام الشريعة:** سعت اللجنة إلى دراسة صلاحية الأدوات التقليدية المتداولة في سوق رأس المال المحلي، من وجهة نظر الشريعة الإسلامية و تركز الدراسة على آلية استخدام هذه الأدوات و التأكد من توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية.

- المقاربة الثانية صياغة أدوات مالية شرعية: عملت اللجنة على صياغة و ابتكار و تطوير أدوات مالية جديدة متوافقة مع أحكام الشريعة الاسلامية، و من بين تلك الأدوات المتوافقة مع الشريعة و التي نمت و تطورت الصكوك الاسلامية.

4) المعايير الشرعية لإصدار الأوراق المالية الاسلامية:

بعد دراسة مطولة و مناقشات مع مختلف الأطراف داخل و خارج ماليزيا، قررت اللجنة الاستشارية الشرعية اعتماد أربعة معايير شرعية يمكن من خلالها تحليل و معرفة ما إذا كانت الورقة المالية للشركة المعنية متوافقة مع الشريعة الاسلامية أم لا، و قد تقرر ذلك في الاجتماع الخامس للجنة في 23 أوت من العام 1995 و جاءت المعايير كالاتي²⁰³:

- **المعيار الأول:** يستند النشاط الأساسي للشركة على المعاملات الربوية، بما في ذلك البنوك التجارية، و المؤسسات المالية و غيرها، فمثل هذه الشركات لا يتم إدراجها في سوق رأس المال الاسلامي.

- **المعيار الثاني:** النشاط الأساسي للشركة هو القمار مثل الكازينوهات، مثل هذه الشركات لا تحض بموافقة إدراجها في السوق المالية الاسلامية من قبل اللجنة الاستشارية الشرعية بحكم نشاطها الذي يخالف مبادئ الشريعة الاسلامية.

- **المعيار الثالث:** يتمثل النشاط الأساسي للشركة في إنتاج و بيع السلع و الخدمات المحضورة في الاسلام بما في ذلك:

- إنتاج و تسويق المشروبات الكحولية؛
- توريد اللحوم غير الحلال مثل لحم الخنزير؛
- توفير خدمات غير أخلاقية مثل: الدعارة، الحانات، و المراقص...إلخ

و هذا ما يقصدها من الادراج في السوق المالية الاسلامية.

- **المعيار الرابع:** من ضمن نشاط الشركة التعامل في الغرر، مثل شركات التأمين التقليدية حيث تعتبر أقساط التأمين من حقها بلا مقابل إلى أن يقع الضرر أو الخطر، شركات من هذا النوع نشاطها غير متوافق مع مبادئ الشريعة الاسلامية، مما يعني عدم قبول إدراجها في السوق المالية الاسلامية.

5) خطوات فرز الأوراق المالية الشرعية:

²⁰³Resolution of the Securities Commission Shariah Advisory Conucil Secound Edition, p 145, 146 onlin : www.Sc.com.my/wp-content/uploads/eng/htm/icom.

تقوم اللجنة الاستشارية الشرعية بفرز الأوراق المالية التقليدية مرتين في العام، تكون الأولى في شهر أبريل والثانية شهر أكتوبر و ذلك من أجل تحديد الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة الاسلامية، و يتم ذلك وفقا للخطوات التالية²⁰⁴:

- (1) استخراج المعلومات المالية: تعمل اللجنة وفق هذه الخطوة على استخراج المعلومات والبيانات من مصادر الدخل و نشاطات الشركة، و من مصادر عدة مثل تقارير المراجعة المالية السنوية ومن خلال التحقيقات التي تقوم بها اللجنة حول الشركات المقيدة في السوق المنظم.
- (2) تقييم نشاطات الشركة: وضعت اللجنة الاستشارية الشرعية عدة شروط و معايير عامة على نشاطات الشركة المسعرة أسهمها في السوق المالي الماليزي، و تصبو إلى جعل نشاط الشركات متوافق مع الشريعة الاسلامية، من أجل الموافقة على إدراج أوراقها في السوق المالية الاسلامية في حين حددت اللجن العناصر التالية للشركات التي لا يمكن قبول أسهمها في السوق المالية الاسلامية و هي:

- الخدمات المالية القائمة على الربا كخدمات المؤسسات المالية المصرفية و غير المصرفية؛
- منتجات صناعة التأمين التقليدي بمختلف أنواعها؛
- نشاطات التسلية غير المسموح بها شرعا، و ما شابه ذلك من القمار و المقامرة؛
- صناعة و بيع المنتجات المحرمة، صناعة أو بيع منتجات التبغ؛
- بيع و شراء أسهم الشركات ذات النشاط غير المتوافق مع الشريعة الاسلامية؛

6) معايير تصنيف الأوراق المالية إلى متوافقة مع الشريعة الاسلامية

لتحديد المستوى المسموح به من الايرادات و الأرباح قبل الضريبة اتجاه الأنشطة المختلطة بين الجائزة و غير الجائزة، قامت اللجنة الاستشارية الشرعية بوضع عدة معايير، فإذا تجاوز حجم النشاط غير الجائز حجم النشاط الجائز، فحسب المعيار سيتم تصنيف الأوراق المالية للشركة بغير متوافقة مع الشريعة الاسلامية، و المعايير هي²⁰⁵:

²⁰⁴محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص 186.

²⁰⁵List of Shariah-Compliant securities by the Shariah advisory council of the securities commission Malaysia, 29 Mai, p 13.

- **المعيار 5%:** يستخدم هذا المعيار لتقدير مستوى الاختلاط بين الأنشطة المحرمة و الأنشطة الجائزة، و التي تبدو و بشكل واضح كالتعامل بالربا (البنوك التقليدية)، القمار الخمر، و لحم الخنزير، فإذا تجاوزت النسبة 5% تصنف أسهمها ضمن الشركات غير المتوافقة مع الشريعة الاسلامية.
- **المعيار 10%:** يستخدم هذا المعيار لتقدير مستوى الاختلاط بين الأنشطة المحرمة و الأنشطة الحلال، و التي تنطوي على عنصر "عموم البلوى"، إذ هو عنصر محذور و يؤثر على جميع الناس و يصعب تجنبه، مثال على ذلك إيرادات الفوائد من الودائع الثابتة في البنوك التقليدية، و أيضا الأنشطة المرتبطة بالتبغ.
- **المعيار 20%:** يستخدم هذا المعيار لتقدير مستوى المساهمة المختلطة بين الأنشطة غير الجائزة و الأنشطة الحلال، من ذلك دفع الإيجار من الأنشطة غير المتوافقة مع الشريعة الاسلامية، مثل دفع الإيجار من منطلق المشاركة في لعب القمار، بيع الخمر... إلخ.
- **المعيار 25%:** يستخدم هذا المعيار لتقدير المستوى المختلط بين الأنشطة المحرمة و الأنشطة الجائزة وفقا لأحكام الشريعة الاسلامية، مع وجود عنصر المصلحة العامة أي الشركات التي تقدم خدمات للجمهور رغم احتوائها على أنشطة محرمة، من أمثلتها نشاطات و أعمال الفنادق و المنتجعات، السمسرة و غيرها، بحيث أن لا تتجاوز النسبة 25%.

III.4.1.1. السوق المالي الاسلامي الماليزي في ظل الأزمة المالية العالمية

على غرار جميع الأسواق العالمية، فإن الظروف المالية لعام 2008 قد ألفت بظلالها على السوق المالي الاسلامي الماليزي و كان لها بعض التأثيرات، و سنحاول من خلال الآتي الوقوف على تأثيرات الازمة المالية على كل من سوق الاسهم الشرعية، و سوق الصكوك، و صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة.

1. سوق الأسهم الشرعية:

الجدول رقم (3.1): تطور الرسملة السوقية للأسهم الشرعية في سوق ماليزيا المالي (2005-2015)

الرسملة السوقية للأسهم الشرعية (بليون رنجت ماليزي)	% إجمالي الرسملة السوقية	% الأسهم الشرعية من إجمالي الأسهم	السنة
439.77	63.25	85	2005
548.42	64.62	85.8	2006
705.05	63.74	85.5	2007
426	64.2	87	2008
637.9	63.8	88	2009
756.1	62.8	87.8	2010
806	63	89	2011
942.15	64	88	2012
1.072.26	63	71	2013
1.040.13	63	74	2014
1.118.7	66	74	2015

Source : Securities Commission, annual report(2005,2006,2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013,2014,2015)

يلاحظ من خلال الجدول (03.01) تأثر سوق الأسهم الشرعية بشكل طفيف بالأزمة المالية العالمية، و كان ذلك خلال العام 2008 حيث نلاحظ انخفاض الرسملة السوقية للأسهم الشرعية، إذ كانت في حدود 705.05 بليون رينجت ماليزي سنة 2007 و انخفضت بنسبة 39.58% سنة 2008 حيث بلغت 426 بليون رينجت ماليزي، و كان هذا الانخفاض الوحيد الذي شهدته الرسملة السوقية للأسهم الشرعية خلال فترة الدراسة، و يلاحظ أيضا هيمنة السوق المالي الاسلامي في تمويل القطاعين العام و الخاص في ماليزيا، من خلال الأسهم المتوافقة مع

الشريعة التي تعدت 71% خلال سنوات الدراسة، و هذا ما يؤكد مساهمة سوق المال الاسلامي في أكثر من 55% من رسملة السوق الاجمالية خلال فترة الدراسة، كل هذا يدل على عدم تأثر سوق الأسهم الشرعية بالأزمة المالية العالمية مقارنة بسوق الأسهم التقليدية.

2. سوق الصكوك

الجدول (3.2): تطور حجم الصكوك التي تمت الموافقة عليها (2005-2015)

حجم الصكوك (بليون رينجت ماليزي)	حجم السندات (بليون رينجت ماليزي)	% حجم الصكوك إلى إجمالي السندات	
43.32	60.66	71.41	2005
42.02	75.83	55.41	2006
121.30	158.80	76.4	2007
43.23	139.99	30.88	2008
34	57.5	59.13	2009
40.33	63.58	63.43	2010
78.90	112.33	70.23	2011
71.09	103.30	68.82	2012
99.13	148.1	66.93	2013
262.76	492.23	53.38	2014
117.70	270.15	43.57	2015

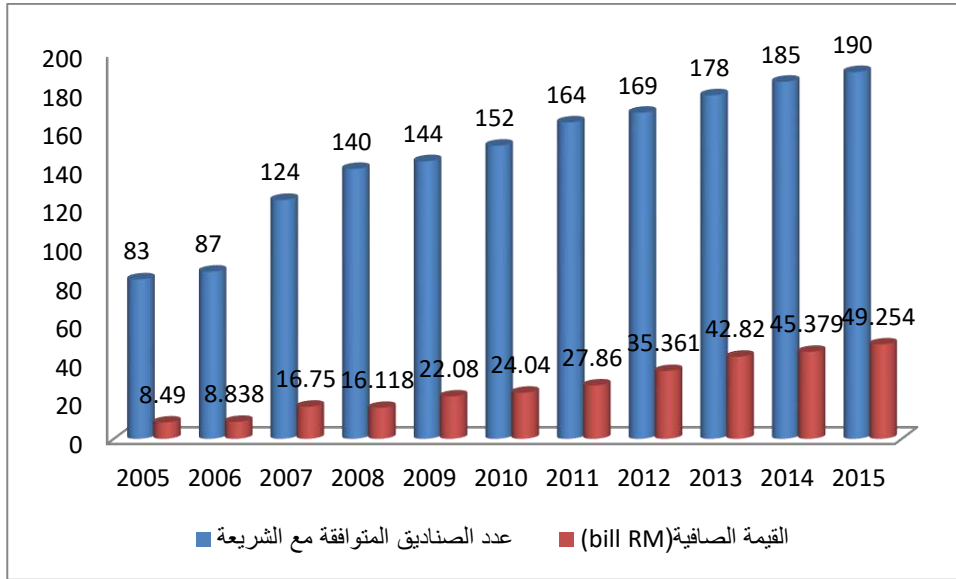
Source : Securities Commission, annual

report(2005,2006,2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013,2014,2015)

يلاحظ من خلال الجدول (03.02) تراجع ملحوظ في حجم الصكوك خلال سنوات 2008، 2009، 2010 حيث بلغت 43.23، 34، 40.33 (بليون رينجت ماليزي) على التوالي، و بلغت نسبة انخفاض حجم الصكوك 45.52% سنة 2008 مقارنة بسنة 2007، و مع بداية العام 2010 بدأ سوق الصكوك بالانتعاش واستمر إصدار لصكوك بوتيرة متصاعدة حتى العام 2014 ليبلغ حجم الصكوك 262.76 (بليون رينجت ماليزي).

3. سوق صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة

الشكل (3.3): تطور حجم صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة خلال الفترة (2005-2015)



Source : Securities Commission, annual report(2005,2006,2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013,2014,2015)

من خلال الشكل (03.03) نلاحظ أن قطاع الصناديق المتوافقة مع الشريعة لم يتأثر بشكل كبير بالأزمة المالية إذ كان هناك تطور في عدد الصناديق المتوافقة مع الشريعة، و في القيمة الصافية لهذه الصناديق و أيضا في نسبة القيمة الصافية من رسملة البورصة، إذ بلغ عدد الصناديق المتوافقة مع الشريعة 124 صندوق سنة 2007 من إجمالي الصناديق التي تمت الموافقة عليها و المقدرة ب 480 صندوق، مع انخفاض بسيط في القيمة الصافية لصناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة إذ كانت في حدود 16.75 (RM.billion) سنة 2007 و تراجعت إلى 16.118 (RM.billion) سنة 2008، و العدد في زيادة حتى بلغ العام 2015 190 صندوق متوافق مع الشريعة بقيمة صافية تقدر ب 49.25 (RM.billion)، و بلغت نسبة القيمة الصافية للصناديق المتوافقة مع الشريعة من رسملة البورصة 2.93% (الملحق رقم 1).

2.III. صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة

كان صندوق "طابون حاجي" النواة الأولى لفكرة تأسيس صندوق استثماري متوافق مع الشريعة وجاءت فكرة تأسيس الصندوق حينما تبناها الاقتصادي الماليزي "أنكو عزيز" عام 1959، حينما دعا إلى إنشاء مؤسسة غير ربوية تقوم على ادخار أموال الماليزيين الراغبين في الحج و استثمارها. و كانت الفكرة أن يحقق المدخرون أرباحا من استثماراتهم بإتباع أسلوب تقاسم الربح، بما يمكنهم من تجنب الربا فضلا عن مساعدتهم ماليا في مواجهة نفقات الحج، إلا أن هذا الاقتراح لم يتم تنفيذه في ذلك الوقت،

و لم تسنح الفرصة لتنفيذ توصية الأستاذ "أنكو عزيز" إلا في عام 1962 حين قام الشيخ "محمود شلتوت" شيخ الجامع الأزهر في القاهرة بزيارة إلى ماليزيا، إذ قام بدراسة الورقة المقدمة من طرف الأستاذ "أنكو عزيز" حيث اعرب الشيخ "شلتوت" عن اقتناعه الكامل بصحة التوصيات التي وردت فيها، كما أثنى و حث على تنفيذ الخطة المقترحة لما ستعود به من نفع عظيم على المسلمين في ماليزيا، و تم في أغسطس 1962 تأسيس المؤسسة الادخارية للحجاج، و بدأت عملها في 30 سبتمبر 1963²⁰⁶.

III.1.2. نشأة صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة

تعد ماليزيا من أكبر محاور الصناديق المتوافقة مع الشريعة، حيث شهدت سنوات التسعينات تطورا هاما في صناعة صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، إذ تم اطلاق أول صندوق متوافق مع الشريعة في يناير من العام 1993 "Tabunglttikal"، على الرغم من أن هناك صندوق استثماري متوافق مع الشريعة تم انشاؤه عام 1971 "Tabung Amanah Baki"، إلا أن وجوده لم يكن له تأثير كبير في صناعة صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة²⁰⁷.

III.2.2. ضوابط إدارة صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة

عملت ماليزيا على إيجاد و تطوير إطار منظم لعمل الصناديق المتوافقة مع الشريعة، حيث تم إصدار مبادئ توجيهية (تعليمات خاصة) لإدارة الصناديق المتوافقة مع الشريعة من قبل لجنة ماليزيا للأوراق المالية بموجب المادة 377 من قانون أواق رأس المال و الخدمات (CMSA) 2007، و تشكل تلك التعليمات الإطار التنظيمي للصناديق المتوافقة مع الشريعة في ماليزيا، و التي من شأنها حماية مصالح المستثمرين، و تسهيل التطوير المنظم للصناديق، و كان فحوى التعليمات كالتالي:

(1) التعليمات الخاصة بصناديق الاستثمار Guidelines on Unit Trust Funds

قامت الهيئة بإصدار تعليمات خاصة بصناديق الاستثمار في عام 2002، و خاصة التعليمات المتعلقة بحماية حقوق المستثمرين، و تم إصدار قانونين يتعلقان بإدارة صناديق الاستثمار وفقا لأحكام الشريعة الاسلامية²⁰⁸.

²⁰⁶البنك الاسلامي للتنمية، المعهد الاسلامي للبحوث و التدريب، تنظيم و إدارة هيئة إدارة صندوق الحج وشؤون الحجيج بماليزيا، ص 12.

²⁰⁷ Yap Voon Choong & all, Ibid, p02.

²⁰⁸ https://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/resources/guidelines/cis/guidelines_marketing_UT_130717.pdf, p01.

- البند رقم 18: يتعلق بنظام إدارة الصندوق و ينص على أن تلتزم إدارة الصندوق بمبادئ الشريعة الاسلامية، و تم تطبيق هذا البند في يناير من العام 2003.
- البند رقم 19: تقوم إدارة الصندوق فيما يتوافق مع مبادئ الشريعة الاسلامية بإجراءات التسجيل وتعيين المستشارين الشرعيين لمناقشة و مراجعة المعاملات فيها، و قد تم تطبيق هذا البند في يوليو من العام 2002.

(2) التعليمات الخاصة بالصناديق الاستثمارية العقارية الاسلامية **Guidelines for Islamic Real Estate Investments**

أصدرت الهيئة تعليمات تتعلق بالاستثمار في العقارات وفقا لأحكام الشريعة، و كان ذلك في 21 نوفمبر من العام 2005، و تعمل هذه التعليمات على تسهيل التطور في منتجات سوق رأس المال الاسلامي لتصبح ماليزيا نموذجا لتطور الاستثمار العقاري الاسلامي على المستوى الدولي، كما تعمل أيضا على فتح المجال للمستثمرين الدوليين الراغبين في الاستثمار بماليزيا، حيث يمكنهم الاستثمار في مجال العقارات في ماليزيا دون الحاجة للملكية المباشرة لتلك العقارات، و صيغت هذه التعليمات وفقا للمعايير الشرعية لتوجيه إدارة الشركات في أنشطتها المتعلقة بالاستثمار العقاري الاسلامي.

و من الأنشطة الايجارية التي تصنف على انها غير جائزة²⁰⁹:

- الخدمات المالية التي على أساس الربا (الفائدة).
- القمار/ المقامرة.
- تصنيع أو بيع منتجات غير حلال، أو منتجات ذات الصلة.
- التأمين التقليدي.
- الأنشطة الترفيهية التي هي غير جائزة وفقا لأحكام الشريعة الاسلامية.
- تصنيع أو بيع المنتجات المرتكزة على التبغ، أو المنتجات ذات الصلة.
- الفنادق و المنتجعات.

و بصرف النظر عن الأنشطة المذكورة اعلاه، يمكن للمستشار الشرعي أو المجلس الشرعي ان يجتهد بالنسبة للأنشطة الأخرى التي قد تعتبر غير جائزة، ليتم تضمينها كمعيار في تقدير دخل الايجار للصندوق الاستثماري العقاري الاسلامي.

III.2.3. أنواع الصناديق المتوافقة مع الشريعة المتداولة في السوق المالي

²⁰⁹ <https://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/resources/guidelines/UTs/Islamic%20REIT%20GL.pdf>, p03.

- من بين الأنواع المختلفة للصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة و المتداولة في بورصة ماليزيا ما يلي²¹⁰:
1. **الصناديق المتوازنة**: تستثمر من خلال مجموعة واسعة من فئات الأصول، بما في ذلك الأسهم المتوافقة مع الشريعة، الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة ذات الدخل الثابت، و النقد، هذا النوع من الصناديق القائم على التنوع، مناسب للمستثمرين الذين يبحثون عن استثمارات آمنة إلى حد معقول، حيث المخاطر أقل و التي تُدر عوائد متوسطة.
 2. **صناديق السندات الاسلامية**: تستثمر في الأوراق المالية المتوافقة مع الشريعة ذات الدخل الثابت، مثل الصكوك، و أدوات السوق النقدية قصيرة الأجل، وهي مناسبة للمستثمرين الذين يبحثون على أكبر قدر من الأمان، للمحافظة على رأس المال و الدخل، مع الحد الأدنى من المخاطر.
 3. **صناديق الأسهم**: تستثمر حصرا أو في المقام الأول في استثمارات الأسهم المتوافقة مع الشريعة، عادة الأسهم العادية و عادة ما يتم عقد هذه الصناديق سواء في الأسهم، أو في النقد.
 4. **صناديق المؤشرات**: تستثمر في سلة من الأسهم المتوافقة مع الشريعة لتتبع أداء مؤشر سوق الأسهم المنتقاة، هذا النوع من الصناديق مناسب للمستثمرين الذين يبحثون عن زيادة متوسطة في رأس المال على المدى الطويل.
- و قد طرحت ماليزيا أول صندوق مؤشرات متوافق مع الشريعة في منطقة آسيا في يناير 2008.
5. **صناديق نمو رأس المال**: تستثمر بشكل أساسي في الأسهم المتوافقة مع الشريعة، بهدف تعظيم نمو رأس المال على المدى الطويل (من خلال أعلى سعر للوحدة)، هذا النوع من الصناديق مناسب للمستثمرين الذين يحرصون على تراكم رأس المال عند المخاطر العالية.
 6. **الصناديق العقارية**: الصناديق العقارية المتوافقة مع الشريعة عبارة عن نظام الاستثمار الجماعي في القطاع العقاري، و يتم ادراج الصناديق العقارية المتوافقة مع الشريعة في السوق الرئيسي لبورصة ماليزيا تماما مثل الأسهم، و يتم تداول وحدات الصندوق على السعر الحالي في عملية واحدة في السوق، يمكن للمستثمرين فعل ذلك عبر الانترنت، أو من خلال سماسة الأوراق المالية الخاصة بهم، و أي عقارات سيتم شراؤها من طرف الصندوق، على اللجنة الاستشارية الشرعية تقدير توافق تلك العقارات مع الشريعة²¹¹، و قد أصدرت الحكومة الماليزية في نوفمبر 2005 من خلال لجنة الأوراق المالية مبادئ توجيهية للصناديق الاستثمارية العقارية المتوافقة مع الشريعة²¹².

²¹⁰<http://www.islamic-invest-malaysia.com/2010/09/what-is-unit-trust.html>

²¹¹GUIDELINES ON REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS p 01. Available at :

http://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/resources/guidelines/cis/gl_reits_121228.pdf

²¹²Guidelines for Islamic Real Estate Investment Trusts p 03. Available at :

<http://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/resources/guidelines/UTs/Islamic%20REIT%20GL.pdf>

قامت ماليزيا بإنشاء أول صندوق متوافق مع الشريعة (AL Aqar KPJ REIT) في 24 جويلية 2006 وتم إدراجه في بورصة ماليزيا في 10 أوت 2006، وكان هدفه إنشاء منشآت صحية، و منذ إنشاء هذا الصندوق ارتفعت عدد الملكيات العقارية في القطاع الصحي من 06 إلى 24، و قد ارتفعت قيمتها من 86 مليون رينجت ماليزي في سنة 2006 إلى 1.35 بليون رينجت ماليزي في سنة 2011، مع معدل إشغال وصل إلى 100% وفي فبراير 2007 تم إنشاء صندوق متوافق مع الشريعة (Bousted AL Hadhara REIT)، و هو أول صندوق عقاري يختص في أصول المزارع، و في نهاية جوان 2012 شمل الصندوق اثنتي عشر عقار، و 3 مصانع زيت النخيل تغطي مساحة إجمالية قدرها 19.94 هكتار، الصندوق الثالث في ماليزيا هو (Axis-REIT) و الذي أنشأ في 03 أوت 2005، و لكن صنف ضمن الصناديق العقارية المتوافقة مع الشريعة في ديسمبر 2008 و هو يختص في العقارات التجارية²¹³.

III.4.2. دور اللجنة الاستشارية الشرعية في إدارة الصناديق المتوافقة مع الشريعة:

يتم إصدار المبادئ التوجيهية بشأن إدارة الصناديق المتوافقة مع الشريعة الاسلامية من قبل هيئة الأوراق المالية بموجب المادة 377 من قانون الأسواق و الخدمات المالية (CMSA) 2007.

1. **المستشار الشرعي:** يُوكَل للمستشار الشرعي عملية تقييم إدارة الصندوق المتوافق مع الشريعة، فهو شخص متخصص مستقل عن اللجنة الاستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية، و لكنه يعمل في إطار التنظيمات و الارشادات و القرارات الصادرة عن هذه اللجنة²¹⁴، حيث نصت هذه التعليمات على أن يتأكد المستشار الشرعي من توافق إدارة الصندوق مع أحكام الشريعة الاسلامية، و يتم تعيين المستشار الشرعي بالتوافق مع هيئة الأوراق المالية الماليزية، و أن يستوفي المعايير التالية:

- أن لا يكون مفلس؛
- لم يتم إدانته بأي جريمة جنائية؛
- ذو سمعة جيدة؛
- يمتلك المؤهلات و الخبرات اللازمة في الفقه الاسلامي، و خاصة فقه المعاملات و لديه الخبرة في التمويل الاسلامي؛

2. دور المستشار الشرعي: من بين الأدوار الأساسية التي يقوم بها المستشار الشرعي ما يلي²¹⁵:

²¹³عبدالله بن محمد العمراني، الصناديق العقارية في المملكة العربية السعودية البيئية الاستثمارية و الهياكل الشرعية، كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الاسلامية، 2014، ص ص 28، 29.

²¹⁴محمد غزال، مرجع سبق ذكره، ص 188.

²¹⁵GUIDELINES ISLAMIC FUND MANAGEMENT p 03. Available at :

- تقديم المشورة فيما يخص جوانب الأعمال التجارية لإدارة الصندوق المتوافق مع الشريعة و ذلك وفقا لمبادئ الشريعة؛
- يعمل على تقديم الارشاد و الخبرة الشرعية في جميع الأمور، لاسيما ما تعلق بالصكوك، و وثائق الاستثمار، و ضمان الالتزام باللوائح ذات الصلة، و معايير هيئة الأوراق المالية، بما في ذلك القرارات الصادرة عن اللجنة الاستشارية الشرعية؛
- مراجعة و ضبط التقارير لمدير الصندوق المتوافق مع الشريعة، أو أي تقرير لمعاملة استثمارية لضمان أن الأنشطة الاستثمارية متوافقة مع الشريعة؛
- تقديم رأي مكتوب و /أو تقرير دوري للتأكيد و المصادقة على ما إذا كانت إدارة الصندوق قامت بإدارة أعمالها وفقا لمبادئ الشريعة؛
- يمكن للمستشار الشرعي أو اللجنة الاستشارية الشرعية أن تجتهد بالنسبة للأنشطة التي تعتبر غير جائزة، لئتم تضمينها كمعيار في تقدير الدخل الايجاري للصندوق الاستثماري العقاري المتوافق مع الشريعة²¹⁶؛
- في حال تأجير العقارات لمستأجر جديد على المستشار الشرعي او اللجنة الاستشارية الشرعية تقديم المشورة لمدير الصندوق الاستثماري العقاري المتوافق مع الشريعة بعدم قبول المستأجر الجديد إذا كان نشاطه غير جائز بالكامل²¹⁷؛
- المستشار الشرعي أو اللجنة الاستشارية الشرعية يشرف على عمليات صناديق المؤشرات المتوافقة مع الشريعة بحيث يجري عمليات التدقيق و المراجعة المتوافقة مع الشريعة من وقت لآخر²¹⁸؛

3.III. تحليل أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة

1. مصادر البيانات

- تم اختيار 33 صندوقا استثماريا متوافق مع الشريعة في ماليزيا، و ذلك من أجل دراسة و مقارنة أدائها خلال الفترة من يناير 2005 إلى أبريل 2015، و لقد تم استثناء الصناديق التي أنشأت بين عامي

<http://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/resources/guidelines/FundManagers/IslamicFundManagement.pdf>

²¹⁶<http://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/resources/guidelines/UTs/Islamic%20REIT%20GL.pdf>

²¹⁷<http://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/resources/guidelines/UTs/Islamic%20REIT%20GL.pdf>

²¹⁸EXCHANGE-TRADED FUNDS GUIDELINES. P 01. Available at :

http://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/resources/guidelines/ETF/ETF_Guidelines_090611.pdf

- 2005 و 2015 من أجل تسهيل عمية مقارنة الأداء، و تم أيضا اختيار فترة الأزمة المالية العالمية لنرى كيف تؤثر على أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة.
- تم تقسيم فترة الدراسة إلى ثلاث فترات تعكس البيئة الاقتصادية أو السوق شبه المتغيرة، الفترة من يناير 2005 إلى جوان 2007 تسمى بفترة ما قبل الأزمة، الفترة من جويلية 2007 إلى ديسمبر 2009 تسمى بفترة الأزمة، و الفترة من يناير 2010 إلى أبريل 2015 تسمى بفترة ما بعد الأزمة.
 - تم استخدام في هذه الدراسة مؤشر السوق المالية الاسلامية الماليزية داوجونز (DJIMY).
 - تم استخدام المعدل اليومي لأذونات الخزانة الحكومية الماليزية (MGI) كمعدلات خالية من المخاطر.
 - لحساب العائد و الانحراف المعياري تم استخدام القيمة الصافية اليومية لصناديق الاستثمار، و السعر اليومي ل DJIMY، و تم استخدام أيضا الحد الأدنى للعائد المقبول أي الذي يقبل به المستثمر.
- لدراسة أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة تم استخدام ثلاث مؤشرات: مؤشر Treynor، مؤشر Adjusted Sharp، مؤشر Sortino.

2. تحليل الأداء باستخدام العائد:

يتم الحصول على عوائد صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة من الدخل و الأرباح الرأسمالية، يتم حساب معدل العائد لكل صندوق على النحو التالي:

العلاقة (3.1): معدل العائد للصندوق

$$R_{i,t} = NAV_t - NAV_{t-1} + D_t / NAV_{t-1}$$

حيث:

$R_{i,t}$: معدل العائد لصندوق الاستثمار i في الفترة t .

NAV_t : صافي قيمة الاصول في الفترة t .

NAV_{t-1} : صافي قيمة الأصول في الفترة $t-1$.

D_t : توزيعات الأرباح في الفترة t .

❖ تحليل النتائج:

- الفترة الكلية للدراسة (يناير 2005 – أبريل 2015): نلاحظ من الجدول (3.4) أن متوسط العائد الشهري لصناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة هو 0.52% (6.24% سنويا)، في حين أن متوسط العائد الشهري للسوق هو 0.54% (6.48% سنويا) أي ان اداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة يقل عن أداء السوق، إلا أنه يوجد فرق طفيف بين عوائد صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة و عوائد

- السوق، و التي تبلغ 0.02% شهريا (0.14% سنويا). إن علاوة مخاطر السوق المقاسة بالفرق بين عائد السوق و العائد الخالي من المخاطرة هي ايجابية بنسبة 0.29% شهريا (3.45% سنويا).
- فترة ما قبل الأزمة (يناير 2005 - جوان 2007): يظهر أن أداء السوق أفضل من أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة من حيث متوسط العائد حيث حقق السوق متوسط عائد شهري بلغ 1.53% (18.36% سنويا)، في حين بلغ متوسط العائد الشهري للصناديق 1.26% (12.15% سنويا).
- فترة الأزمة (جويلية 2007 - ديسمبر 2009): خلال فترة الأزمة حققت صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة أداء أفضل من أداء السوق حيث كان متوسط العائد الشهري للصناديق -15.0% (-1.8% سنويا) في حين كان متوسط العائد الشهري للسوق -0.29% (-3.48% سنويا)، و تصبح علاوة مخاطر السوق سلبية خلال هذه الفترة بنسبة -0.55% شهريا (-6.6% سنويا).
- فترة ما بعد الأزمة (يناير 2010 - أبريل 2015): خلال هذه الفترة حققت صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة مستوى أداء أقل من أداء السوق حيث بلغ متوسط العائد الشهري للصناديق 0.05% (0.680% سنويا)، في حين بلغ متوسط العائد الشهري للسوق 0.1% (1.210% سنويا).

الجدول (3.4): متوسط العائد الشهري و السنوي لصناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة و محفظة السوق

والمعدل الخالي من المخاطر

Period	N	Minimum	Maximum	Mean	Mean Rrturn %
Whole Sample (January 2005 to April 2015)					

Sharia-Compliant Funds					
Market (FBMS)	250	-0.0151	0.0270	0.0052	6.240
Risk free		-0.1501	0.1250	0.0054	6.480
		0.0017	0.0031	0.0025	3.019
Non-Crisis (January 2005 to June 2007)					
Sharia-Compliant Funds	800	0.0460	0.3096	0.0126	15.12
Market (FBMS)		- 0.0480	0.1250	0.0153	18.36
Risk free		0.0019	0.0031	0.0026	3.120
During Crisis(July 2007 to December 2009)					
Sharia-Compliant Funds	900	-0.0151	0.0053	-0.0015	-1.800
Market (FBMS)		-0.1320	0.0987	-0.0029	-3.480
Risk free		0.0017	0.0031	0.0026	3.120
After Crisis(January 2010 to April 2015)					
Sharia-Compliant Funds	650	-0.0151	0.1656	0.0005	0.680
Market (FBMS)		-0.1402	0.1144	0.0010	1.200
Risk free		0.0017	0.0029	0.0023	2.760

المصدر: تم اعداده بناء على معطيات الملحق رقم (02)

2. تحليل الأداء باستخدام مؤشرات قياس الأداء

يعرض الجدول (3.5) تحليل الأداء المقارن لصناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة و محفظة السوق خلال مدة 11 سنة باستخدام مؤشر Treynor، مؤشر Adjusted Sharp و مؤشر Sortino، وذلك خلال الفترات الثلاث للدراسة.

- الفترة الكليّة (يناير 2005 – أبريل 2015): نلاحظ أن 36.11% من صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة لها أداء أفضل من أداء السوق و ذلك حسب مؤشر Treynor و مؤشر Adjusted Sharp أما من حيث مؤشر Sortino فإن 54.16% من صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة أدائها أفضل من أداء السوق و حسب متوسط المقاييس فإن 42.13% من صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة لها أداء أفضل من أداء مؤشر السوق.
- فترة ما قبل الأزمة (يناير 2005 – جوان 2007): يظهر خلال هذه الفترة أن 33.34% من صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة لها أداء أفضل من أداء محفظة السوق و هذا حسب مؤشر Treynor وجاءت النتيجة أقل حسب مؤشر Adjusted Sharp (7.41%) أي أن 02 من صناديق الاستثمار قادرة على تحقيق أداء أفضل من السوق، و في المتوسط فإن 13.58% فقط من صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة لها أداء أفضل خلال هذه الفترة.
- فترة الأزمة (جويلية 2007 – ديسمبر 2009): خلال هذه الفترة فإن 72.73% من صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة لها أداء أفضل من أداء السوق و هذا حسب مؤشر Adjusted Sharp أما حسب مؤشر Sortino فقط 18.18% من الصناديق لها أداء أفضل من أداء السوق، و نلاحظ أيضا أنه خلال فترة الأزمة حققت صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة أعلى متوسط أداء من بين الفترات الفرعية للدراسة حيث 46.46% من الصناديق حققت أداء أفضل من أداء السوق.
- فترة ما بعد الأزمة (يناير 2010 – أبريل 2015): خلال هذه الفترة انخفض أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، حيث أن نصف الصناديق حققت أداء أقل من أداء السوق، إذ 41.66% من صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة فقط حققت أداء أفضل من أداء السوق و ذلك حسب مؤشر Treynor، و كانت النسبة أقل حسب مؤشر Adjusted Sharp (8.34%)، أما مؤشر Sortino فإن 25% من الصناديق لها أداء أفضل من أداء السوق، و في المتوسط فإن 22.27% من الصناديق حققت أداء أفضل من أداء السوق.

الجدول (3.5): قياس الأداء لصناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة

Period	Treynor's Index	Adjusted Sharp Index	Sortino Index
--------	-----------------	----------------------	---------------

Whole Sample (January 2005 to April 2015)			
Total Number of Samples	72	72	72
No. of Funds outperform FBMS	26	26	39
% of of Funds outperform FBMS	36.11	36.11	54.16
Non-Crisis (January 2005 to June 2007)			
Total Number of Samples	27	27	27
No. of Funds outperform FBMS	9	2	0
% of of Funds outperform FBMS	33.34	7.41	0.00
During Crisis(July 2007 to December 2009)			
Total Number of Samples	33	33	33
No. of Funds outperform FBMS	16	24	6
% of of Funds outperform FBMS	48.49	72.73	18.18
After Crisis(January 2010 to April 2015)			
Total Number of Samples	12	12	12
No. of Funds outperform FBMS	5	2	3
% of of Funds outperform FBMS	41.66	8.34	25

المصدر: تم اعداده بالاعتماد على معطيات الملحق (02)

4. تحليل المخاطر و التنوع لصناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة

يتم استخدام معامل بيتا و الانحراف المعياري لقياس المخاطر المنتظمة و المخاطر الكلية، في حين يستخدم معامل التحديد لقياس درجة التنوع للصندوق الاستثماري فيما يتعلق بتنوع محفظة السوق.

- **الانحراف المعياري:** هو مقياس للمخاطر الكلية و يمكن توضيح ذلك من خلال العلاقة التالية:

العلاقة (3.2): الانحراف المعياري

$$\left[\sum (R_{i,t} - R_i)^2 / (N-1) \right]^{1/2}$$

حيث:

$R_{i,t}$: معدل عائد صندوق الاستثمار في الفترة t.

R_i : متوسط عائد صندوق الاستثمار.

N: عدد العوائد.

- **معامل بيتا (β):** يتم قياس المخاطر المنتظمة للصندوق الاستثماري باستخدام β ، و ذلك من خلال:

العلاقة (3.3): معامل β

$$\beta_i = \text{Cov}(R_i, R_M) / \text{Var}(R_M)$$

حيث:

$\text{Cov}(R_i, R_M)$: تغاير بين عوائد الصندوق و عوائد السوق.

$\text{Var}(R_M)$: تباين عوائد السوق.

β_i : خطر نظامي، بيتا الصندوق.

- **معامل التحديد R^2 :** يتم استخدام معامل R^2 لقياس درجة تنوع الصندوق فيما يتعلق بتنوع محفظة السوق، الأوراق المالية التي ترتبط إلى حد كبير مع السوق سوف يكون لها (β) مع ارتفاع قيم (R^2) ، و بالمثل إذا تم دمج الأوراق المالية بشكل جيد في محافظ متنوعة فإن القوة التفسيرية لمعامل β للحفاظ ب (R^2) تكون أعلى.

و لقد استخدمت العديد من الدراسات معامل (R^2) كمقياس للتنوع، و لا سيما في تقييم مستوى تنوع صناديق الاستثمار.

و يعطى معامل التحديد بالعلاقة التالية:

العلاقة (3.4): معامل التحديد

$$R^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (\hat{y}_i - \bar{y})^2}{\sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}$$

من الجدول (3.6) نلاحظ أن خلال فترة الدراسة الكلية (يناير 2005-أبريل 2015) كانت (بيتا) لصناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة عند القيمة 0.0797 مما يشير إلى أن صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة حساسة لتغيرات السوق، و لقد تراوحت قيمة (بيتا) لصناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة من أدنى قيمة 0.745 خلال سنوات الأزمات إلى أعلى قيمة 0.872 خلال فترة صعود السوق. و نلاحظ أيضا أن الانحراف المعياري للسوق أعلى من الانحراف المعياري للصناديق المتوافقة مع الشريعة، و ذلك خلال جميع فترات الدراسة، و بالرغم من ذلك فقد سجل كلاهما أعلى انحراف معياري خلال فترة الأزمات دون الفترات الأخرى، و يرجع ذلك إلى طبيعة الأزمة المالية التي من شأنها أن ترفع من المخاطر الكلية المقاسة من مجموع المخاطر المنتظمة و غير المنتظمة خلال هذه الفترة. أما بالنسبة لمعاملات التحديد (R^2) التي تزيد عن 0.50 تشير إلى أن التباين في عائد السوق يمكن تفسيره بشكل جيد من خلال عائد صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، لذلك فإن نتائج (R^2) و التي قيمها أكبر من 0.50 تُبين أن صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة لها مستوى تنوع جيد خلال فترة الدراسة.

الجدول (3.6): معامل التحديد و الانحراف المعياري و بيتا لصناديق الاستثمار المتوافقة مع

الشريعة

Period	Beta (β)	Standard Devision (δ)	R ²
Whole Sample (January 2005 to April 2015)			
Sharia-Compliant Funds	0.797	0.048	0.747
Market Portfolio	1	0.051	1
Non-Crisis (January 2005 to June 2007)			
Sharia-Compliant Funds	0.872	0.039	0.749
Market Portfolio	1	0.039	1
During Crisis(July 2007 to December 2009)			
Sharia-Compliant Funds	0.745	0.049	0.760
Market Portfolio	1	0.057	1
After Crisis(January 2010 to April 2015)			
Sharia-Compliant Funds	0.750	0.045	0.670
Market Portfolio	1	0.047	1

المصدر: تم اعداده بالاعتماد على الملحق (03)

❖ التعليق على النتائج

توصلت نتائج الدراسة إلى أن صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة لها أداء أفضل من أداء السوق وذلك خلال فترة الأزمة و لهذا تعتبر صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة أداة تحوط جيدة للمستثمرين خلال فترة تراجع السوق، غير أن السوق يُحقق أداء أفضل قبل الأزمة المالية وبعدها، و تشير قيمة بيتا المرتفعة إلى حساسية صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة لتغيرات السوق بالإضافة إلى أن مديري هذه الصناديق يملكون القدرة الجيدة لتوقيت السوق لتحقيق عوائد إضافية خلال فترة الأزمة، كما تعتبر خبرة و كفاءة مدير الصندوق الاستثماري عامل أساسي و محدد لأدائه، فكلما زادت خبرة و كفاءة مدير الصندوق كلما كان أداء الصندوق أفضل، و تشير النتائج إلى أن أداء الصندوق مرتبط بالحالة الاقتصادية، و يرجع ارتفاع ربحية سوق الصناديق الماليزية وفقا لنتائج تراننور إلى طبيعة المؤشر نفسه، و التي تفترض أن صندوق الاستثمار لا يتعرض إلا للمخاطر المنتظمة، و أن هناك تنوع كامل للصندوق يؤدي إلى اقتصار المخاطر الكلية على المخاطر المنتظمة فقط.

❖ التفسير المالي و اقتصادي لنتائج الدراسة:

تم قياس أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، و لقد بينت نتائجنا أن الأداء الجيد للصناديق و خاصة خلال فترة الأزمة و تحقيقها لعوائد إضافية يعود بالدرجة الأولى إلى التوقيت الجيد لمديري تلك الصناديق، و هذا ما يمكن ملاحظته من خلال النقاط التالية:

1. إن تحقيق الصناديق لعوائد إضافية خلال فترة الأزمة يبين لنا ان إدارة الصندوق يتولها خبراء يتمتعون بكفاءة عالية و لديهم معرفة كافية بأحوال السوق، و بالتالي يمكنهم انتقاء الأوراق المالية الجيدة التي يحقق التعامل فيها ربحا إلى جانب الربح الرأسمالي؛
2. إن أداء الصندوق يعكس سلوك مدير هذا الصندوق، و هو ما يبين لنا أن مدير الصندوق يتمتع بالرشادة الاقتصادية و التي تعود حسب نظر الباحثة إلى الرقابة التي تخضع لها صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة من طرف البنك المركزي و الهيئة الشرعية التي تتولى الرقابة على سوق المال؛
3. إن تمتع مديري صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة بخبرات مالية و اقتصادية، إضافة إلى الممارسات العملية و الامام بتغيرات السوق، ذلك يساعد المستثمرين على ترشيد قراراتهم الاستثمارية؛

خلاصة:

تم من خلال هذا الفصل اختبار الفرضيات ضمن هذه الدراسة، و ذلك من أجل الاجابة على الاشكالية المطروحة حيث تم قياس أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في ماليزيا خلال الفترة من 2005 إلى 2015 باستخدام ثلاث مؤشرات لقياس الأداء مؤشرين اثنين تقليديين و الثالث حديث، و فيما يلي أهم النتائج التي تم التوصل إليها:

- العوائد التي حققها السوق أعلى من عوائد صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة، و بالتالي أداء السوق كان أفضل من أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة؛
- استطاعت صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة خلال الأزمة المالية العالمية تحقيق عوائد إيجابية مقارنة بالمؤشر العام لسوق صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة؛
- تشير النتائج إلى أن الصناديق الاستثمارية المتوافقة مع الشريعة يمكن أن تكون أداة تحوط مثالية، و ذلك خلال فترات ركود السوق؛
- تشير قيمة بيتا المتغيرة إلى أن الصناديق المتوافقة مع الشريعة حساسة لتغيرات السوق، و خاصة خلال فترة ما قبل الأزمة (صعود السوق)، و لكن أقل حساسية نسبيا في فترة السوق المنخفضة (خلال الأزمة)؛
- صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة تُدار بشكل جيد، حيث يظهر أنها تتمتع بمستوى جيد من التنوع و في جميع الفترات الفرعية؛

الخاتمة

حاولنا من خلال هذه الدراسة قياس أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة خلال الفترة من 2005 إلى 2015، وذلك باستخدام البيانات الشهرية لعوائد الصناديق عينة الدراسة، ولقد عاجنا اشكالية الدراسة من خلال فصلين نظريين و فصل ثالث تطرقنا ضمنه بدراسة تطبيقية لاختبار الفرضيات، و بالتالي الإجابة على الاشكالية المطروحة، و منه عرض لنتائج الدراسة و تقديم مجموعة من الاقتراحات، و آفاق الدراسة.

أولاً/ نتائج البحث

تمخضت عن الدراسة مجموعة من النتائج، متعلقة بقياس أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة والنتائج كما يلي:

(1) من خلال نتائج قياس أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة وفق مؤشرات قياس الأداء تبين أنه خلال فترة ما قبل الأزمة أداء السوق يتفوق على أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة خلال الفترة (من يناير 2005 إلى جوان 2007)، و بالتالي نكون قد أثبتنا الفرضية الأولى و أجبنا على التساؤل الفرعي الأول، و نقول **يحقق السوق أداء أفضل من أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة**، و تتفق نتائج دراستنا مع دراسة Salima H.Kassim and Saqinah (2012) و تتعارض مع دراسة Mamil (2012) و تتفق نتائج دراستنا مع دراسة Fadillah Mansor and Ishaque Bahatti (2011)؛

(2) من خلال نتائج قياس الأداء تبين ان صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة تتفوق من حيث الأداء على السوق، و ذلك خلال فترة الأزمة المالية (جويلية 2007 إلى ديسمبر 2009)، و منه نكون قد أثبتنا الفرضية الثانية و أجبنا على التساؤل الفرعي الثاني و نقول: **خلال الأزمة المالية العالمية صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة استطاعت تحقيق أداء أفضل مقارنة بأداء السوق**، و تتفق نتائج دراستنا مع دراسة: (Fikrigh Abdullah, Taufque Hassan (2007)؛

(3) من خلال نتائج قياس الأداء بعد الأزمة، تبين أن صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة لا تستطيع تحقيق أداء جيد بعد الأزمة المالية (من يناير 2010 إلى أبريل 2015)، و بذلك نكون قد اثبتنا الفرضية الثالثة، و أجبنا على التساؤل الفرعي الثالث و نقول: **لا تستطيع صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة تحقيق مستوى جيد للأداء بعد الأزمة المالية العالمية** و تتفق نتائج دراستنا مع دراسة Norafiqah Bt Norman, Mahmoud Khalid Almsafir and Ayman (2013)؛

(4) يستطيع مديرو صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة تحقيق عوائد إضافية خلال الأزمة المالية العالمية و منه نكون قد أثبتنا الفرضية الرابعة و أجبنا على التساؤل الفرعي الرابع و نقول: **يملك مديرو**

صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة قدرة جيدة لتوقيت السوق و تحقيق عوائد إضافية خلال الأزمات المالية، و تتفق دراستنا مع دراسة Hesham Mardad, M.Kabir Hassan and Yasser Alhanawi (2010)؛

(5) نجحت صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في ماليزيا من مواجهة الأزمة المالية العالمية، و بذلك نكون قد أثبتنا الفرضية الخامسة و أجبنا على التساؤل الفرعي الخامس و نقول: التنظيم المحكم للسوق المالية الاسلامية في ماليزيا وراء نجاح صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في مواجهة الأزمة المالية العالمية و ذلك من خلال العمل على تطوير الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة؛

(6) من خلال اختبار فرضيات الدراسة و الإجابة على التساؤلات الفرعية، نكون قد أجبنا على الإشكالية الرئيسية: استطاعت صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة تجاوز الأزمة المالية العالمية و تحقيق أداء أفضل؛

ثانيا/ الاقتراحات:

- على السلطات الرقابية مثل كالبنك المركزي و مجلس الأوراق المالية دعم صناعة صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة بشكل أكبر لأنها تُوفر سبلا للتنوع، مما يعود بالنفع على السوق بشكل عام وعلى المستثمرين على وجه الخصوص؛
- على الهيئات الرقابية أن تُوفر حوافز محددة، و تعزز الاطار التنظيمي المتعلق بصناعة صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة لدعم نمو هذه الصناعة؛

ثالثا/ آفاق الدراسة:

من خلال دراستنا لموضوع أداء صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة و تداعيات الأزمة المالية العالمية، يفتح المجال لإعداد دراسات جديدة تتناول جوانب هذا الموضوع، و تعمق الدراسة فيه، نقترح ما يلي:

1. إجراء دراسة خلال نفس الفترة مع إضافة صناديق استثمارية متوافقة مع الشريعة من بلدان أخرى؛
2. اجراء مقارنة بين الصناديق التقليدية و الصناديق المتوافقة مع الشريعة خلال و بعد الأزمة المالية العالمية؛
3. إجراء دراسة حول صناديق التحوط المتوافقة مع الشريعة و مدى نجاحها في ظل تراجع أداء الأسواق المالية العالمية؛

قائمة المراجع

أولا/ المصادر و المراجع باللغة العربية

أ/ الكتب:

1. أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية و آثارها الائتمانية في الاقتصاد الاسلامي، الطبعة الأولى، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية، جدة، 1995.
2. أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة و الإفصاح في صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2002.
3. أحمد بن حسين بن أحمد الحسيني، صناديق الاستثمار: دراسة و تحليل من منظور الاقتصاد الاسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999.
4. أرشد فؤاد التميمي، اسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل و إدارة)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، 2004.
5. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم و تقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، طبعة 2010، عمان، الأردن.
6. أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العملي للاستثمار في البورصة، دار السحاب، القاهرة، 2008.
7. أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر و غير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، الدار الجامعية، مصر، 2005.
8. أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
9. أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، الطبعة الثالثة، 2008.
10. آل شبيب دريد كامل، الأسواق المالية و النقدية، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الأردن، 2012.
11. الحسيني أحمد حسن أحمد، صناديق الاستثمار- دراسة و تحليل من منظور الاقتصاد الاسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1999.
12. حامد العربي الحضيبي، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر و التوزيع، مصر، 2000.
13. جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، الجزائر، دار هومة 2002.

14. جلال العبد، إبراهيم سلطان، محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001.
15. شعبان محمد اسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية (دراسة تحليلية)، دار الفكر، دمشق، 2002.
16. عبدالغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2000.
17. عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات-، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2000.
18. عبدالغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية: أسهم و سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الإسكندرية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، 2003.
19. عبدالغفار حنفي، رسمية زكية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الاسكندرية، الدار الجامعية، 2004.
20. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال و تمويل المشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
21. عبد المطلب عبد الحميد، صناديق الاستثمار (سياستها و آلياتها)، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، طبعة الأولى، القاهرة، 2010.
22. عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2010.
23. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2007.
24. عصام حسين، أسواق الاوراق المالية- البورصة، دار أسامة، عمان، الأردن، 2008.
25. عصام أحمد البهجي، الموسوعة لبورصة الأوراق المالية في التشريعات العربية، دار الجامعة الجديدة الاسكندرية، 2009.
26. عماد محمد عبد العاني، اندماج الاسواق المالية الدولية، بيت الحكمة، بغداد، 2002.
27. فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2009.
28. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2001.
29. محمد سويلم، إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر و التوزيع، 1993.
30. محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الاسكندرية، الدار الجامعية، 2002.
31. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.

32. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، 2005.
33. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.
34. مروان عطوان، الأسواق النقدية و المالية؛ البورصات ومشكلاتها في عالم النقد و المال، الطبعة الثالثة الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية 2003.
35. منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، الاسكندرية، منشأة المعارف 1995.
36. منير ابراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار و كبار المدخرين، منشأة المعارف الاسكندرية، مصر، 1999.
37. منير ابراهيم هندي، إدارة الأسواق و المنشآت المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2002.
38. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2002.
39. منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك و المستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، 1995.
40. هوشيار معروف، الاستثمارات و الاوراق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان الاردن، الطبعة الاولى 2003.
41. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، الطبعة العربية الأولى، الإصدار الأول 2005، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان- الأردن.

ب/ أطروحات الدكتوراه و الماجستير

42. بوكساني رشيد، معوقات اسواق الأوراق المالية و سبل تفعيلها، أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر 2006/2005.
43. بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية- اطروحة مقدمة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013/2012.
44. خالد بن علي ثويني الثنيان، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع و الآثار)، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الاسلامي، جامعة أم القرى، 2005.
45. سويسبي الهواري، تقييم المؤسسة و دوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008/2007.
46. حسن السلطان، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، السنة الجامعية 2010/2009.

47. فتيحة كحلي، تقييم أداء صناديق الاستثمار الاسلامية-دراسة تجارب بعض الدول العربية، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة الشلف، 2010/2011.
48. مصطفى إبراهيم محمد مصطفى، تقييم ظاهرة تحول البنوك التقليدية للمصرفية الاسلامي-دراسة تطبيقية عن تجربة بعض البنوك السعودية، مذكرة ماجستير، الجامعة الامريكية المفتوحة، القاهرة، 2006.
49. محمد غزال، دور الصكوك الاسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية-دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الماليزية-، رسالة ماجستير، غير منشورة، 2012/2013، جامعة فرحات عباس، سطيف.
50. نبيل طه خليل سمور، سوق الأوراق المالية الاسلامية بين النظرية و التطبيق "دراسة حالة سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا"، مذكرة ماجستير، جامعة النجاح الاسلامية، غزة، فلسطين، 2007.

ج/ المقالات المنشورة

51. يوسفات علي، أزمة الرهن العقاري، مقال منشور في مجلة العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية، جامعة أدار، العدد 02 / 2009.
52. إيمان عبد المطلب حسن مولى، مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية و أثرها في النمو الاقتصادي، جامعة تكريت العراق، مجلة تكريت للعلوم الادارية و الاقتصادية، المجلد 7، العدد 2011/23 ص120.

د/ الملتقيات العلمية

53. أحمد مصطفى علي، صناديق الاستثمار(مزاياها و أنواعها، التكييف الشرعي)، بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار في مصر-الواقع و المستقبل، 22 مارس 1997.
54. تهامي عزالدين فكري، تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر، مدخل محاسبي كمي، بحث مقدم لندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع و المستقبل، 22 مارس 1997.
55. بشار المصري، تجربة الصناديق الاستثمارية في فلسطين، ورقة مقدمة للملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، سبتمبر 2007.
56. جبر هشام، صناديق الاستثمار الاسلامية، بحث مقدم للمؤتمر العلمي الأول: الاستثمار و التمويل في فلسطين، الجامعة الاسلامية، 8/9 مايو 2005.

57. حسين حسن شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية و المالية على صناديق الاستثمار الاسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الاسلامي، المملكة العربية السعودية، 2000.

58. عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية و ارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الدولي الخامس " اقتصاد المعرفة و التنمية الاقتصادية"، جامعة الزيتونة، الأردن، 16-18/3/1426 هـ .

59. غدير أحمد خليل، تطوير و ابتكار صناديق استثمار متوافقة مع الشريعة، بحث مقدم للمؤتمر الدولي الأول للمالية و المصرفية الاسلامية، الجامعة الأردنية، أيام 06/07/08/2014.

60. صفية احمد أبوبكر، صناديق الاستثمار الاسلامية: خصائصها و أنواعها، ورقة عمل مقدمة إلى المؤتمر العلمي الرابع عشر، المؤسسات المالية الاسلامية.

و/ النشريات و المقالات على النت

61. إبراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم و السندات، الإمارات العربية المتحدة، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية(2005).

62. بوعبد الله علي، بوقصبة شريف، أهمية الصكوك المالية الاسلامية في سوق الأوراق المالية في ماليزيا.

63. تقرير المركز الاسلامي الدولي في ماليزيا عن "صناعة الصناديق الاسلامية" 2015 مراجعة و توقعات.

64. حسين بن غالب آل دائلة، زكاة صناديق الاستثمار. 2010.

65. رياض دهال، تحليل السواق المالية، سلسلة جسر التنمية: سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع و العشرون، الكويت، المعهد العربي للتخطيط، مارس(2004).

66. عبد الله بن محمد العمراني، الصناديق العقارية في المملكة العربية السعودية البيئة الاستثمارية و الهياكل الشرعية، كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الاسلامية، 2014.

67. عبد المجيد الصلاحين، صناديق الاستثمار الاسلامية، مفهومها، خصائصها و أحكامها.

68. محمد نور الدين غادمن، تطور سوق الأوراق المالية الاسلامية، هيئة الأوراق المالية الماليزية، 2008.

69. محمد علي القري، صناديق الاستثمار الاسلامية، 2002. على

الرابط: www.elgari.com/islamic

70. سامي خطاب، المحافظ الاستثمارية و مؤشرات أسعار الأسهم و صناديق الاستثمار، ورقة عمل مقدمة خلال ندوة الأسواق المالية المنظمة من طرف هيئة الأسواق المالية و السلع، بورصة أبوظبي، الامارات العربية المتحدة، 2005.

71. عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع و العشرون، مارس 2004، السنة الثالثة.
72. نوزاد الهبتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا و البحوث التطبيقية، طرابلس 1998.
73. مؤتمر التحول إلى الخدمات المالية الاسلامية يؤكد تعاظم النشاط الاستثماري الاسلامي، على الرابط:
<http://www.kantakji.com/economics>
74. هيئة المحاسبة و المراجعة للمؤسسات المالية، معايير المحاسبة، المعيار 16 الخاص بصناديق الاستثمار، البحرين، 2010.
75. هيئة السوق المالية، صناديق الاستثمار، العربية السعودية، ص 02.

ثانيا/ المصادر و المراجع باللغة الأجنبية

أ/ الكتب:

76. Aimé Scannavino, **Les Marchés Financiers Internationaux**, Paris, Dunold, 1999.
77. Brigham, Eugene F, Ehrhardt, Michael c, **Financial Management Theory and Practice**, 13th Edition , Lachina pub, 2011.
78. 2/Florin Aftation, **La nouvelle finance et la gestion des portefeuilles**. Paris (France) :Economica, 2003.
79. 1/ Florin Aftation,**La nouvelle finance et la gestion des portefeuilles**. 3rd edition. Paris (France): Economica, 2008.
80. (with P. Poncet, R. Portait). **La théorie moderne du portefeuille**. Paris(France) : Presses Universitaires de France., 1998.
81. (with P. Poncet). **Les techniques de mesure de performance**. Paris (France): Economica, 2003.
82. J. HAMON, **BOURSE ET GESTION DE PORTEFEUILLE**, ED. ECONOMICA , 2004.
83. Pascal, Quiny, Yann le Fur, **Finance d'entreprise**, 5° Edition (Paris; Dalloz).
84. Pierre Verniment, **Finance D'enterprise**, 3° edition, Dalloze, Paris, 1998.

ب/ المقالات المحكمة:

85. Caporin, Massimiliano, GrÈgory M. Jannin, Francesco Lisi, Bertrand B. Maillet (2013)," **A Survey on the Four Families of Performance Measures** ",p 08, available,

http://www.performance-metrics.eu/papers/MCGJFLBM_SurveyPerformance_April2013.pdf

86. Grossman, S., and J. E. Stiglitz, 1980, On the impossibility of informationally efficient markets, American Economic Review 70.
87. Jack Clark Francis, **Investsmenst:Analysis and Management**, Fourth Edition, New York: Me Graw-Hill, Ine,1976.
88. James R. Thompson, Edward E. williams, M. Chapman Findlay, **Models for Investors in Real World Markets**, Wiley interscience, 2003.
89. Jean-Luc Prigent, **Portfolio Optimization and Performance Analysis**, Chapman Hall /CRC Taylor Francis Group, 2007.
90. Jayanth R Varma(2011) Finance Teaching and Research After the Global Financial Crisis VIKALPA • VOLUME 36 • NO 4 • OCTOBER - DECEMBER 2011.
91. Sourd, Veronique," **Performance Measurement for Traditional Investment** ", Dhecrisk and asset management research center, 2007.
92. Areal, N. Cortez, M. Silva, F. (2010). **Investing in mutual funds: Does it pay to be a sinner or a saint in times of crisis?** Available at: <http://ssrn.com/abstract=1676391> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1676391>.
93. Elfakhani, Hassan, Sidani ,**Comparative Performance of Islamic vesus Secular Mutual Funds**, 2005.
94. Elsayed Elsiefy, " **The Effect of financial crisis on Mutual Funds Performance Evaluation using the CAPM and APT Models Evidence from GCC countries**",
95. Fadillah Mansor and Ishaq Bhatti, **The performance of the Islamic mutual funds in Malaysia: Risk and Return Analysis**, <http://repository.um.edu.my/9088/1/323-Fadillah%20Mansor.pdf>
96. Fadillah Mansor, M.Ishaq Bahatti, " **Islamic Mutual Funds Performance for Emerging Market, During Bullish and Bearish :The case of Malaysia**",Global Economy and Finance Journal Vol. 4. No. 1. March 2011 Pp. 19-31.
97. Fikriyah Abdullah, Taufique Hassan , **Investigation of performance of Malaysian Islamic unit trust funds**, 2007.

98. Hersh Shefrin , Meir Statman, Behavioral Finance in the Financial Crisis: Market Efficiency, Minsky, and Keynes, Santa Clara University, November 2011.

ج / التقارير

99. Securities commission malaysia, Securities commission annual report,2006.
100. Securities commission malaysia, Securities commission annual report,2007.
101. Securities commission malaysia, Securities commission annual report, 2008.
102. Securities commission malaysia, Securities commission annual report,2009
103. Securities commission malaysia, Securities commission annual report, 2010
104. Securities commission malaysia, Securities commission annual report, 2011.
105. Securities commission malaysia, Securities commission annual report. 2012.
106. Securities commission malaysia, Securities commission annual report, 2013.
107. Securities commission malaysia, Securities commission annual report, 2014.
108. Securities commission malaysia, Securities commission annual report, 2015.

د / المواقع الالكترونية:

109. <http://www.bursamalaysia.com/corporate/about-us/corporate-history/>
110. <http://www.bursamalaysia.com/market/securities/>
111. <http://www.sc.com.my/legislation-guidelines/>
112. <http://www.bursamalaysia.com/market/securities/equities/products/shares>
113. <http://www.bursamalaysia.com/market/securities/equities/products/real-estate-investment-trusts-reits/>
114. www.asianbondsonline.adb.org/Malaysia/structure/overview.php
115. <http://www.bursamalaysia.com/market/derivatives/>
116. <http://lfxsys.lfx.com.my/content/about/about.asp>
117. <https://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/resources/guidelines/UTs/Islamic%20REIT%20GL.pdf>
118. https://www.sc.com.my/wp-content/uploads/eng/html/resources/guidelines/cis/guidelines_marketing_UT_130717.pdf

الملاحق

الملحق الأول: تطور صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة في سوق ماليزيا المالي

% القيمة الصافية من رسملة البورصة			إجمالي القيمة الصافية (RM billion)			عدد الصناديق التي تمت الموافقة عليها			
إجمالي	متوافقة مع الشريعة	تقليدية	إجمالي	متوافقة مع الشريعة	تقليدية	إجمالي	متوافقة مع الشريعة	تقليدية	
14.17			98.49	8.49	90	340	83	257	2005
14.59	1.21	13.38	106.313	8.838	97.475	360	87	273	2006
15.1	1.51	13.6	167.9	16.75	151.244	480	124	360	2007
19.6	2.43	17.2	130.4	16.118	114.318	530	140	392	2008
19.1	2.21	16.9	191.7	22.080	169.626	541	144	397	2009
17.8	1.89	15.9	226.8	24.044	202.768	564	152	412	2010
19.4	2.17	17.2	249.4	27.860	221.599	587	164	423	2011
20.1	2.41	17.7	294.8	35.361	259.490	589	169	420	2012
19.7	2.51	17.1	378.3	42.82	335.51	595	178	417	2013
19.89	2.54	17.35	354.782	45.379	309.349	600	185	415	2014
21.24	2.93	18.31	356.954	49.253	307.701	616	190	426	2015

**Source : Securities Commission, annual
report(2005,2006,2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013,2014,2015)**

Summary of Statistics

	No. of Management Companies*	No. of Approved Funds*	Total Approved Fund Size* (Billion Units)	Units in Circulation (Billion Units)	No. of Accounts	Total Net Asset Value (NAV) of Funds (RM Billion)	KLSE Market Capitalization (RM Billion)	% of NAV to KLSE Market Capitalisation
Jan 05	36	293	219.604	119.253	10,444,082	88.923	731.70	12.15
Feb	36	295	221.604	118.988	10,458,482	88.199	725.16	12.16
Mar	36	298	225.304	120.023	10,479,705	86.22	694.89	12.41
Apr	36	303	230.654	122.429	10,509,127	87.944	689.04	12.76
May	36	312	237.304	124.963	10,546,488	87.219	685.82	13.10
Jun	36	317	241.004	125.616	10,567,911	88.451	688.63	12.84
Jul	36	323	247.054	128.508	10,616,890	93.299	724.97	12.87
Aug	36	325	250.654	130.939	10,739,475	94.596	706.36	13.39
Sep	36	330	254.854	132.623	10,768,464	96.942	715.36	13.55
Oct	36	335	258.104	134.433	10,797,115	97.02	702.68	13.81
Nov	36	333	258.954	135.062	10,814,298	97.62	693.03	14.09
Dec	36	340	267.326	139.386	10,860,675	98.485	695.27	14.17

* Includes fund approved but not yet launched

الملحق الثاني: احصائيات صناديق الاستثمار المتوافقة مع الشريعة

Summary of Statistics

	No. of Management Companies*	No. of Approved Funds*			No. of Launched Funds			Units in Circulation (billion units)			No. of Accounts*			Total Net Asset Value (NAV) of Funds (RM billion)			% of NAV to Bursa Malaysia Market Capitalisation
		Total	Conventional	Islamio-based	Total	Conventional	Islamio-based	Total	Conventional	Islamio-based	Total	Conventional	Islamio-based	Total	Conventional	Islamio-based	
Jan 08	36	341	256	85	326	247	79	141.189	122.697	18.492	10,889,549	10,250,126	639,423	100.490	91.948	8.542	14.09
Feb 08	36	346	261	85	330	250	80	140.895	122.732	18.163	10,904,230	10,266,840	638,390	102.167	93.615	8.552	14.05
Mar 08	36	354	268	86	336	254	82	141.756	122.644	19.112	10,935,477	10,266,269	669,208	101.905	93.204	8.701	13.90
Apr 08	36	359	273	86	343	259	84	145.481	126.194	19.287	11,071,993	10,315,886	756,107	106.023	97.028	8.996	14.12
May 08	36	362	275	87	348	262	86	145.795	126.826	18.959	11,492,764	10,683,290	809,474	105.382	96.812	8.570	14.48
June 08	36	370	283	87	355	268	87	148.336	128.767	19.569	11,101,584	10,343,492	758,092	105.294	96.543	8.751	14.59
July 08	37	378	289	89	360	273	87	148.843	129.310	19.533	11,108,500	10,346,459	762,041	106.313	97.475	8.838	14.59
Aug 08	37	389	297	92	364	276	88	148.93	129.663	19.267	11,110,537	10,349,999	760,538	108.844	99.983	8.861	14.61
Sept 08	37	392	300	92	370	281	89	149.628	129.506	20.122	11,141,252	10,354,903	786,349	110.318	101.270	9.048	14.70
Oct 08	37	399	307	92	373	284	89	150.677	130.700	19.977	11,147,005	10,364,861	782,144	113.010	103.891	9.119	14.80
Nov 08	38	407	311	96	388	296	92	149.032	129.818	19.214	11,145,173	10,369,914	775,259	118.532	109.294	9.238	14.69
Dec 08	38	411	314	97	387	295	92	153.719	135.245	18.474	11,163,833	10,398,395	765,438	121.410	112.309	9.101	14.23

* Includes fund approved but not yet launched

* Not including unitholders account at IUTA that operates nominee account system

Summary of Statistics

	No. of Management Companies*	No. of Approved Funds*			No. of Launched Funds			Units in Circulation (billion units)			No. of Accounts*			Total Net Asset Value (NAV) of Funds (RM billion)			% of NAV to Bursa Malaysia Market Capitalisation
		Total	Conventional	Islamic-based	Total	Conventional	Islamic-based	Total	Conventional	Islamic-based	Total	Conventional	Islamic-based	Total	Conventional	Islamic-based	
Jan 06	39	516	387	120	401	365	126	212,032	174,929	37,103	12,334,664	11,058,199	1,276,465	168,686	152,368	16,298	15.05
Feb 06	39	517	388	131	493	365	128	214,730	176,790	37,940	12,437,463	11,111,448	1,326,015	168,167	151,581	16,586	16.35
Mar 06	38	522	391	131	502	373	129	216,418	176,642	39,776	12,540,872	11,143,742	1,397,130	166,670	140,432	16,238	16.45
Apr 06	38	525	394	131	503	374	129	221,327	179,386	41,941	12,640,837	11,194,828	1,455,909	160,627	143,478	17,149	16.45
May 06	38	529	398	133	506	377	129	224,164	181,077	43,087	12,713,749	11,214,067	1,499,682	161,488	143,964	17,524	16.63
June 06	39	540	404	136	514	382	132	226,271	183,341	44,93	12,762,740	11,233,867	1,528,875	157,711	140,174	17,537	17.50
July 06	40	547	407	140	519	385	134	229,644	184,199	45,745	12,764,775	11,196,303	1,568,472	157,150	139,820	17,330	17.94
Aug 06	40	555	414	141	527	389	136	230,676	184,617	46,059	12,807,262	11,211,308	1,595,974	152,591	136,417	17,174	18.31
Sept 06	40	556	414	142	531	392	136	233,581	186,068	47,513	12,842,935	11,228,113	1,614,822	145,632	129,040	16,592	18.90
Oct 06	40	556	414	142	531	392	136	231,932	184,623	47,309	12,872,236	11,258,093	1,614,145	132,854	117,372	15,450	20.27
Nov 06	40	553	412	141	532	393	136	233,329	185,111	48,218	12,943,449	11,316,300	1,627,149	132,721	117,042	15,679	20.21
Dec 06	39	550	409	141	532	392	140	236,362	187,535	48,857	13,046,973	11,411,337	1,635,636	130,436	114,316	16,118	19.65

* Includes fund approved but not yet launched

* Includes fund approved but not yet launched

Summary of Statistics

	No. of Management Companies*	No. of Approved Funds*			No. of Launched Funds			Units in Circulation (billion units)			No. of Accounts*			Total Net Asset Value (NAV) of Funds (RM billion)			% of NAV to Bursa Malaysia Market Capitalisation
		Total	Conventional	Islamic-based	Total	Conventional	Islamic-based	Total	Conventional	Islamic-based	Total	Conventional	Islamic-based	Total	Conventional	Islamic-based	
Jan 07	38	419	321	98	400	306	94	154,925	135,511	19,414	11,181,929	10,410,806	771,123	126,371	118,797	8,574	13.94
Feb 07	38	420	321	99	401	306	95	156,308	139,712	16,596	11,204,295	10,434,494	769,811	129,078	119,912	9,166	13.68
Mar 07	38	423	324	99	406	313	95	160,612	141,887	18,725	11,281,609	10,502,947	778,662	133,739	124,236	9,501	13.58
Apr 07	39	443	337	106	414	317	97	163,362	141,461	21,901	11,340,802	10,504,977	835,825	136,270	126,684	10,586	13.19
May 07	39	455	345	110	426	325	103	166,69	143,951	22,739	11,365,725	10,523,736	841,989	142,674	132,171	10,503	13.48
June 07	39	460	347	113	435	331	104	173,289	148,132	25,157	11,461,692	10,574,380	877,312	145,803	133,545	12,258	13.40
July 07	39	469	353	116	452	341	111	180,989	154,816	26,173	11,607,598	10,705,498	902,100	151,748	138,988	12,760	14.09
Aug 07	39	480	362	118	462	347	115	183,665	156,121	27,744	11,607,109	10,770,894	1,036,245	147,727	134,462	13,245	15.00
Sept 07	39	487	364	123	465	349	116	187,242	156,457	28,785	11,910,449	10,840,905	1,069,544	154,146	139,737	14,409	14.95
Oct 07	39	495	368	127	473	356	117	192,775	163,274	29,601	12,002,106	10,906,310	1,095,796	160,770	145,985	14,805	14.73
Nov 07	39	499	373	126	484	360	124	198,769	168,590	30,179	12,104,171	10,996,627	1,107,544	165,943	151,062	14,881	15.58
Dec 07	39	506	378	128	484	360	124	206,835	170,563	36,272	12,274,573	11,024,209	1,250,364	168,029	151,244	16,785	15.19

* Includes fund approved but not yet launched

* Includes fund approved but not yet launched

Summary of Statistics

	No. of Management Companies*	No. of Approved Funds*			No. of Launched Funds			Units in Circulation (billion units)			No. of Accounts*			Total Net Asset Value (NAV) of Funds (RM billion)			% of NAV to Bursa Malaysia Market Capitalization
		Total	Conventional	Islamic-based	Total	Conventional	Islamic-based	Total	Conventional	Islamic-based	Total	Conventional	Islamic-based	Total	Conventional	Islamic-based	
Jan 11	39	585	430	155	567	415	152	294.212	238.458	55.754	14,705,471	12,867,030	1,838,441	234,958	210,818	24,140	18.30
Feb 11	39	585	430	155	566	414	152	295.234	239.236	55.998	14,761,968	12,903,622	1,858,346	234,487	210,407	24,080	18.66
Mar 11	39	590	434	156	575	422	153	296.630	240.585	56.045	14,818,906	12,945,334	1,873,572	240,239	215,215	25,024	18.33
Apr 11	40	590	433	157	575	421	154	298.690	242.318	56.372	14,872,861	12,986,826	1,886,035	242,836	217,413	25,423	18.53
May 11	40	599	439	160	581	426	155	302.351	245.297	57.054	15,345,485	13,018,118	2,327,367	248,273	222,540	25,733	18.81
Jun 11	40	595	435	160	584	427	157	303.576	246.159	57.417	14,980,625	13,066,129	1,914,496	249,606	223,422	26,184	18.60
Jul 11	40	595	433	162	586	426	160	306.262	248.390	57.872	15,190,193	13,258,152	1,932,041	249,875	223,496	26,380	18.66
Aug 11	40	601	438	163	589	427	162	305.754	247.704	58.05	15,205,652	13,260,250	1,945,402	241,088	215,534	25,554	19.41
Sept 11	40	601	436	165	590	427	163	308.422	249.534	58.788	15,274,901	13,316,807	1,958,094	234,668	209,672	24,996	20.02
Oct 11	40	601	436	165	591	428	163	311.315	251.542	59.773	15,353,134	13,375,438	1,977,696	245,861	219,311	26,550	19.38
Nov 11	40	604	437	167	590	426	164	314.869	254.368	60.501	15,393,401	13,425,068	1,968,333	248,684	221,950	26,734	19.80
Dec 11	40	604	437	167	587	423	164	316.411	255.199	61.212	15,433,356	13,455,437	1,977,919	249,459	221,599	27,860	19.42

Note: Effective January 2009, the above statistics will not include statistics for wholesale funds

* Includes fund approved but not yet launched

* Not including unitholders account at IUTA that operates nominee account system

Summary of Statistics - Unit Trust Funds

	No. of Management Companies*	No. of Approved Funds*			No. of Launched Funds			Units in Circulation (billion units)			No. of Accounts*			Total Net Asset Value (NAV) of Funds (RM billion)			% of NAV to Bursa Malaysia Market Capitalization
		Total	Conventional	Islamic-based	Total	Conventional	Islamic-based	Total	Conventional	Islamic-based	Total	Conventional	Islamic-based	Total	Conventional	Islamic-based	
Jan 12	40	605	438	167	592	427	165	324.976	263.484	61.492	15,496,498	13,513,478	1,983,020	258,397	229,965	28,432	19.70
Feb 12	40	605	438	167	592	427	165	326.570	264.61	61.96	15,545,731	13,552,198	1,993,533	267,017	237,777	29,240	19.85
Mar 12	40	604	437	167	592	428	164	328.820	266.326	62.494	15,621,425	13,616,105	2,005,320	270,059	240,314	29,745	19.92
Apr 12	40	603	436	167	595	430	165	329.821	266.732	63.089	15,683,611	13,665,621	2,017,990	270,880	240,948	29,932	20.32
May 12	40	607	440	167	595	430	165	330.409	266.809	63.600	15,732,896	13,706,050	2,026,845	272,056	241,955	30,101	20.61
Jun 12	40	609	441	168	597	431	166	333.481	268.644	64.837	15,781,995	13,747,620	2,034,375	277,828	246,461	31,367	20.31
Jul 12	40	602	434	168	589	424	165	337.013	270.044	66.969	15,833,281	13,786,287	2,046,994	283,427	250,194	33,233	19.91
Aug 12	40	607	438	169	593	426	167	340.547	272.786	67.761	15,899,698	13,841,974	2,057,724	288,967	255,024	33,943	20.19
Sept 12	40	601	432	169	589	421	168	342.108	274.679	67.429	15,966,606	13,896,793	2,069,813	290,923	257,262	33,661	20.53
Oct 12	40	602	433	169	592	423	169	345.852	277.348	68.504	16,022,431	13,936,080	2,086,351	296,221	261,750	34,471	20.25
Nov 12	40	607	436	171	592	423	169	348.431	279.933	68.498	16,080,568	13,978,884	2,101,574	293,991	259,981	34,010	20.77
Dec 12	40	607	434	173	589	420	169	351.678	281.713	69.865	16,109,555	13,997,415	2,112,140	294,851	259,490	35,361	20.12

Note: Effective January 2009, the above statistics will not include statistics for wholesale funds

* Includes fund approved but not yet launched

* Not including unitholders account at IUTA that operates nominee account system

Summary of Statistics - Unit Trust Funds

	No. of Management Companies*	No. of Approved Funds*			No. of Launched Funds			Units in Circulation (billion units)			No. of Accounts*			Total Net Asset Value (NAV) of Funds (RM billion)			% of NAV to Bursa Malaysia Market Capitalisation
		Total	Conventional	Shariah-compliant	Total	Conventional	Shariah-compliant	Total	Conventional	Shariah-compliant	Total	Conventional	Shariah-compliant	Total	Conventional	Shariah-compliant	
Jan 13	41	607	429	178	592	417	175	360.973	291.243	69.730	16,161,969	14,032,170	2,129,819	300,190	265,363	34,827	21.10
Feb 13	41	608	430	178	595	419	176	361,568	292,922	68,646	16,200,965	14,079,678	2,130,087	303,691	269,137	34,554	21.21
Mar 13	41	609	432	177	597	421	176	362,838	293,744	69,094	16,285,172	14,126,121	2,139,051	307,740	272,408	35,334	20.90
Apr 13	41	615	436	179	597	421	176	364,486	295,636	68,850	16,290,069	14,152,174	2,137,895	315,634	280,048	35,586	21.05
May 13	41	614	434	180	600	422	176	366,085	297,034	69,051	16,332,285	14,183,010	2,149,275	324,874	287,882	37,012	20.16
Jun 13	40	614	434	180	599	422	177	370,40	298,789	71,701	16,400,828	14,226,565	2,174,263	326,401	288,855	37,546	20.42
Jul 13	40	622	439	183	601	425	176	371,943	298,985	72,958	16,553,753	14,361,954	2,191,799	328,950	290,718	38,232	20.42
Aug 13	40	619	435	184	597	421	176	375,708	301,124	74,584	16,604,798	14,413,192	2,211,606	329,806	285,607	38,199	20.71
Sept 13	39	612	431	181	592	416	174	377,94	302,346	75,594	16,676,401	14,454,438	2,223,965	328,381	289,229	39,152	20.38
Oct 13	39	610	428	182	594	419	175	381,384	304,482	76,902	16,741,234	14,497,289	2,243,945	334,797	294,122	40,675	20.15
Nov 13	39	609	427	182	595	419	176	385,805	307,224	78,581	16,779,119	14,522,052	2,257,067	338,337	296,998	41,369	20.24
Dec 13	38	607	423	184	595	417	176	388,519	308,207	80,312	16,776,401	14,537,200	2,249,201	336,610	292,688	42,922	19.71

Note: Effective January 2009, the above statistics will not include statistics for wholesale funds

* Includes funds approved but not yet launched

Summary of Statistics - Unit Trust Funds

	No. of Management Companies*	No. of Approved Funds*			No. of Launched Funds			Units in Circulation (billion units)			No. of Accounts*			Total Net Asset Value (NAV) of Funds (RM billion)			% of NAV to Bursa Malaysia Market Capitalisation
		Total	Conventional	Shariah-compliant	Total	Conventional	Shariah-compliant	Total	Conventional	Shariah-compliant	Total	Conventional	Shariah-compliant	Total	Conventional	Shariah-compliant	
Jan 14	38	611	428	185	599	418	181	400,191	316,711	83,480	16,723,960	14,460,226	2,263,732	339,643	297,541	42,102	20.37
Feb 14	38	612	427	185	600	419	181	401,235	318,365	82,870	16,878,962	14,604,599	2,274,363	344,369	301,578	42,811	20.26
Mar 14	38	615	430	185	602	420	182	400,890	319,120	81,770	16,735,564	13,450,378	2,285,216	344,012	300,907	43,105	20.01
Apr 14	37	612	427	185	604	421	183	402,662	319,696	82,966	17,002,478	14,701,143	2,301,335	349,394	305,601	43,493	20.10
May 14	37	611	425	188	599	418	183	404,809	320,271	84,538	17,052,198	14,737,326	2,314,872	350,708	307,116	43,592	20.20
Jun 14	37	611	425	188	601	418	185	407,108	320,741	86,367	17,105,040	14,776,373	2,329,667	354,292	308,905	45,267	20.01
Jul 14	37	612	428	188	600	416	186	407,388	319,888	87,482	16,029,960	13,809,708	2,420,252	354,728	306,349	48,379	19.89
Aug 14	38	619	432	187	602	417	186	412,355	322,715	89,640	17,195,505	14,847,251	2,348,274	356,159	310,085	46,074	20.05
Sept 14	38	620	431	189	600	415	186	415,106	324,356	90,750	17,265,141	14,902,333	2,362,808	356,006	309,679	46,327	20.07
Oct 14	38	628	435	191	603	422	187	419,496	327,511	91,985	17,312,025	14,941,622	2,371,403	359,557	312,501	47,056	20.26
Nov 14	38	624	434	190	609	421	188	425,158	330,012	93,146	17,366,752	14,985,139	2,381,613	358,196	311,119	46,996	20.69
Dec 14	38	628	436	190	612	424	188	425,426	330,784	94,642	17,415,418	15,025,187	2,390,231	343,018	296,358	46,660	20.77

Note:- The above statistics does not include statistics for wholesale funds effective January 2009

* Includes funds approved but pending launch

Summary of Statistics - Unit Trust Funds

	No. of Approved Management Companies*	No. of Approved Funds*			No. of Launched Funds			Units in Circulation (billion units)			No. of Accounts*			Total Net Asset Value (NAV) of Funds (RM billion)			% of NAV to Bursa Malaysia Market Capitalisation
		Total	Conventional	Shariah-compliant	Total	Conventional	Shariah-compliant	Total	Conventional	Shariah-compliant	Total	Conventional	Shariah-compliant	Total	Conventional	Shariah-compliant	
Jan 15	36	626	438	100	613	426	187	446,626	351,460	96,167	17,467,198	16,061,878	2,405,320	356,194	308,410	47,784	21.10
Feb 15	36	629	440	160	613	427	186	438,376	342,55	95,826	17,506,913	16,069,764	2,437,149	363,930	314,715	49,215	20.96
Mar 15	36	629	440	160	614	426	186	440,353	343,576	96,775	17,558,602	16,121,814	2,436,788	362,584	313,500	49,084	20.87
Apr 15	36	629	437	102	613	426	187	443,581	345,502	98,079	17,717,171	16,258,708	2,458,463	365,219	315,702	49,517	21.01
May 15	36	634	440	104	611	423	186	448,115	348,363	99,752	17,757,312	16,278,111	2,479,201	359,616	310,624	48,994	21.22
Jun 15	36	639	442	197	614	424	190	450,348	348,521	101,827	17,801,795	16,302,241	2,499,554	365,752	306,762	48,990	21.44
Jul 15	36	639	441	198	616	426	190	451,714	349,019	102,695	17,849,050	16,326,975	2,522,075	359,954	307,701	49,253	21.24
Aug 15	37	641	442	100	617	427	100	451,235	347,637	103,598	17,876,436	16,358,778	2,517,657	340,800	302,722	47,877	21.80
Sept 15	37	637	437	200	615	421	192	453,179	348,802	104,377	17,909,515	16,380,626	2,528,889	344,444	295,160	49,275	21.56
Oct 15	37	641	440	201	618	426	192	456,502	349,814	106,688	17,940,589	16,399,826	2,540,764	353,271	302,101	51,170	21.36
Nov 15	37	640	439	201	618	426	193	457,436	350,780	106,656	17,970,760	16,413,400	2,557,360	352,793	301,898	51,095	21.14
Dec 15	37	651	435	198	612	419	193	457,997	350,524	107,473	17,999,789	16,424,224	2,565,565	348,576	294,454	52,124	20.45

Note: The above statistics does not include statistics for wholesale funds effective January 2009

* includes funds approved but pending launch

Bursa Malaysia Capitalisation consists of 1077 listed companies