

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة العربي التبسي - تبسة-



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الرقم التسلسلي: ...../2018

قسم: العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)

في العلوم المالية والمحاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

العنوان:

# صناديق الإستثمار الإسلامية ودورها في تفعيل الأسواق المالية

دراسة حالة السوق المالية الماليزية خلال الفترة الممتدة

من 2008 إلى 2017

إشراف الأستاذ:

د - سليم جابو

إعداد الطلبة:

- رانية غنيات

- فريد عبد المالك

نوقشت أمام اللجنة المكونة من الأساتذة:

الصفة	الرتبة العلمية	الإسم واللقب
رئيسا	أستاذة محاضرة - ب-	د- خلدون حجيلة
مشرفا ومقررا	أستاذ مساعد - أ-	د- سليم جابو
عضوا مناقشا	أستاذ مساعد - أ-	عطية عز الدين

السنة الجامعية 2018/2017

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة العربي التبسي - تبسة-

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الرقم التسلسلي: . . . . . / 2018

قسم: العلوم المالية والمحاسبة

مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)

في العلوم المالية والمحاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

العنوان:

# صناديق الإستثمار الإسلامية ودورها في تفعيل الأسواق المالية

دراسة حالة السوق المالية الماليزية خلال الفترة الممتدة  
من 2008 إلى 2017

إشراف الأستاذ:

د - سليم جابو

إعداد الطلبة:

- رانية غنيات

- فريد عبد المالك

نوقشت أمام اللجنة المكونة من الأساتذة:

الصفة	الرتبة العلمية	الإسم واللقب
رئيسا	أستاذة محاضرة - ب-	د- خلدون حجيلة
مشرفا ومقررا	أستاذ مساعد - أ-	د- سليم جابو
عضوا مناقشا	أستاذ مساعد - أ-	عطية عز الدين

السنة الجامعية 2017/2018

# بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

لَا يُكَلِّفُ اللَّهُ نَفْسًا إِلَّا وُسْعَهَا لَهَا مَا كَسَبَتْ وَعَلَيْهَا مَا اكْتَسَبَتْ رَبَّنَا لَا تُؤَاخِذْنَا إِنْ  
نَسِينَا أَوْ أَخْطَأْنَا رَبَّنَا وَلَا تَحْمِلْ عَلَيْنَا إصْرًا كَمَا حَمَلْتَهُ عَلَى الَّذِينَ مِنْ قَبْلِنَا  
رَبَّنَا وَلَا تَحْمِلْنَا مَا لَا طَاقَةَ لَنَا بِهِ وَاعْفُ عَنَّا وَارْحَمْنَا أَنْتَ مَوْلَانَا فَانصُرْنَا  
عَلَى الْقَوْمِ الْكَافِرِينَ

# دوره

نشكر الله عز وجل على إتمام العمل

أهدى ثمرة جهدي إلى روح **أمي الغالية**، أسكنها الله فصح الجنان  
إلى **والدي** أطال الله عمره **الحاج التلي**، حفظه الله وجعله دائماً باباً أمامي للنظر للجنة من  
الدنيا؛

إلى أختاي العزيزتان **حنان**، **مريم** جعلهما الله بسمة حياتي؛

إلى اخوتي **عيسى**، **فيصل**، **سالم**، **الوردي** حفظهم الله وجعلهم سنداً لي؛ وإلى زوج أختي  
**سليم**، **وزوجات الإخوة**؛

إلى البنات الغاليتان، **نعمة** و**صبرينة**؛

إلى الزميلتين شريكة المذكرة **رانية**، وإلى الأخت **اليامنة**؛

إلى كل زملائي في الدورة ماستر مالية المؤسسة 2018؛

إلى زملاء العمل؛

إلى كل من ساعدني ولو بكلمة طيبة.



فريد عبد الملك



# دوره



الحمد لله حمدا كثيرا مباركا فيه كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه  
أهدي هذا العمل المتواضع إلى قرتا عيني وسندي في الحياة  
إلى من كانت دعواتهم نبرأسا لأيامي أبي الغالي عبد السلام، أمي الحنونة مبروكة  
. حفظهما الرحمان وأطال في عمرهما ورزقني بركتهما  
إلى زوجي العزيز تقي الدين أقول له ألف ألف شكر على كل ما قدمته لي  
من دعم خلال مشواري الدراسي حفظك الله لي وأدامك رفيقا لدربي وسر سعادتي  
إلى والدي زوجي الأب المكي وحماتي الطاوس،  
إلى شقائق القلب الإخوة: داود، عقبة مراد، عمار، محمد الأمين،  
وإلى أخواتي ريم، هجيرة، شيرين، حبارة، دتم سكرًا للحياة وحلاوتنا لأيامها  
إلى أعز الصديقات اليامنة نصري ووفاء عولي أحبكما في الله بقدر الحكايات  
والإبتسامات التي جمعتنا بين اسوار الجامعة  
إلى زميل الدراسة فريد عبد المالك فتح الله عليك كل أبواب الخير أينما حللت  
إلى كل من ساعدني ولو بكلمة طيبة أقول لهم شكرا.

رانية غنيات



نحمد الله تبارك وتعالى حق حمده، الذي وفقنا لإتمام هذا العمل، وبعد

نتقدم بالشكر

والإمتنان الكبيرين لأستاذنا الفاضل الأستاذ

**سليم جابو؛**

على قبوله الإشراف على هذا الموضوع

وعلى ما قدمه لنا من توجيهات قيمة على مستوى المنهجية

أو على مستوى المضمون العلمي.

كما نتقدم بجزيل الشكر والتقدير مسبقاً لأعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بقبول مناقشة

هذه المذكرة والحكم عليها وإثرائها بأرائهم السديدة؛

**وإلى كافة أساتذة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير؛**

وكل من شجعنا بالكلمة الطيبة والابتساماة والدعاء؛

إلى كل هؤلاء نقول لهم شكراً.

## ملخص

يهدف هذا البحث إلى التعرف على صناديق الإستثمار الإسلامية ومدى مساهمتها في تنشيط وتطوير السوق المالية، من خلال التطرق إلى التجربة الماليزية خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى 2017، حيث تم التعرف على واقع بورصة ماليزيا وصناديق الإستثمار الإسلامية المتداولة فيها، والوقوف على أدائها المالي خلال فترة الدراسة، وهذا بتجميع وتبويب البيانات والإحصائيات وتحليلها باستخدام برنامج Excel 2010، كما تم تطبيق مجموعة من المؤشرات المالية، وبإستخدام برنامج APILSTOCK تم التوصل إلى أن صناديق الإستثمار الإسلامية تعتبر بديلا مناسباً لتطوير الإقتصاد الماليزي، إذ أن أدائها في تطور مستمر من سنة لأخرى، غير أنها لم ترقى للمستوى المطلوب.

أوصت الدراسة إلى ضرورة التشجيع على إصدار المزيد من الصناديق الإستثمارية الإسلامية، وفي مجالات متنوعة وذلك من أجل تنشيط السوق المالية، وبالتالي المساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية.

**الكلمات المفتاحية:** سوق الأوراق المالية الإسلامية، صناديق الإستثمار الإسلامية، مؤشرات أداء صناديق الإستثمار الإسلامية، كفاءة شرعية.

## Abstract

This research aims to identify Islamic investment funds and their contribution to the revitalization and development of the Islamic financial market, By addressing the Malaysian experience during the period from 2008 to 2017, Where it was recognized the reality of Bursa Malaysia and Islamic investment funds traded in them, And to stand on its finances during the study period, This is the compilation and tabulation of data and statistics and analysis using Excel 2010, A range of financial indicators has been implemented, Using the APILSTOCK program, it was found that Islamic investment funds were an appropriate alternative to the development of the Malaysian economy, As its performance is constantly evolving from year to year, However, it did not meet the required level.





الصفحة	فهرس المحتويات
	الإهداء
	الشكر
I	الملخص
II	فهرس المحتويات
VI	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال
VIII	قائمة الصيغ الرياضية
IX	قائمة الإختصارات والرموز
أ-د	مقدمة عامة
<b>الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية للسوق المالية وصناديق الإستثمار الإسلامية</b>	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: الأدبيات النظرية المستخدمة في الدراسة
03	المطلب الأول: عموميات حول السوق المالية التقليدية والإسلامية
03	1- مفاهيم حول السوق المالية التقليدية
06	2- مفاهيم حول السوق المالية الإسلامية
11	3- أهمية ومزايا الأسواق المالية التقليدية والإسلامية
13	4- أداء السوق المالية التقليدية والإسلامية
17	المطلب الثاني: عموميات عن صناديق الإستثمار الإسلامية
17	1- مفهوم صناديق الإستثمار الإسلامية
18	2- أنواع صناديق الإستثمار الإسلامية وأساليب الإستثمار فيها
22	3- نماذج تقييم أداء صناديق الإستثمار الإسلامية في السوق المالية
25	المطلب الثالث: علاقة صناديق الإستثمار الإسلامية بتطوير السوق المالية
25	1- تنشيط وانتظام وتدويل سوق الأوراق المالية الإسلامية

26	2- المحافظة على توازن سوق الأوراق المالية الإسلامية وزيادة كفاءتها
27	3- أهمية ومزايا صناديق الإستثمار الإسلامية
29	<b>المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية المستخدمة في الدراسة</b>
29	<b>المطلب الأول: الأدبيات التطبيقية المتعلقة بآليات العمل في صناديق الإستثمار الإسلامية</b>
29	1- دراسة ويليام لانكستر، 2017 بعنوان التمويل الإسلامي في الأسواق المالية
29	2- دراسة زهرة مرحباوي، فتيحة حلايمية، 2016 بعنوان دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل أداء البنوك الإسلامية.
30	3- دراسة أحمد خليل غدير، 2014 بعنوان: تطوير وإبتكار صناديق إستثمار متوافقة مع الشريعة الإسلامية
31	4- دراسة شافية كتاف، 2014 بعنوان دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، دراسة تطبيقية لتجارب الأسواق المالية والإسلامية
32	5- دراسة منى محمد الحسيني عمار 2014، بعنوان دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تطوير السوق المالية
32	<b>المطلب الثاني: الأدبيات التطبيقية المتعلقة بأداء صناديق الإستثمار الإسلامية</b>
32	1- دراسة عبد الرفاعي، عثمان جيلاني، إيزار، 2017 بعنوان التحقق من أداء صناديق الإستثمار الإسلامية
33	2- دراسة عمر عبو، 2016 بعنوان الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الإستثمار
33	3- دراسة خالد محمود، وحيد أختر 2016 بعنوان: مقارنة بين أداء صناديق الإستثمار الإسلامية مع أداء الصناديق الإستثمار التقليدية خلال الأزمة المالية العالمية
34	4- دراسة محمد بوجلال، مريم زايدي، 2013 بعنوان دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية- حالة سوق الأسهم السعودي -
35	5- دراسة فضيلة منصور 2012، بعنوان الأداء الإستثماري لصناديق الإستثمار الإسلامية وصناديق الإستثمار التقليدية دراسة تطبيقية في ماليزيا.
35	6- فتيحة كحلي، 2011، بعنوان تقييم أداء صناديق الإستثمار الإسلامية، تجارب دولية
36	<b>المطلب الثالث : تقييم الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها</b>
36	1- تقييم الدراسات السابقة
40	2- موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة
41	<b>خلاصة الفصل الأول</b>

الفصل الثاني: دراسة تحليلية لأثر صناديق الإستثمار الإسلامية على السوق المالية الماليزية	
43	تمهيد
44	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
44	المطلب الأول: منهجية الدراسة
44	1- المنهج المتبع
45	2- مجتمع وعينة الدراسة
49	المطلب الثاني: أساليب جمع البيانات والبرامج المعتمدة في الدراسة
49	1- مصادر معلومات الدراسة
50	2- الأدوات المعتمدة في الدراسة
52	المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة
52	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة
52	1- نتائج ومؤشرات السوق المالية الإسلامية في ماليزية
56	2- تطور صناديق الإستثمار الإسلامية في البورصة الماليزية
59	3- تقييم أداء الصناديق الإستثمارية الإسلامية في السوق الماليزية
64	4- تقييم السوق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في العالم
69	المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج
69	1- تحليل نتائج مؤشرات السوق المالية الإسلامية في ماليزية
70	2- تحليل نتائج تطور صناديق الإستثمار الإسلامية في البورصة الماليزية
71	3- تحليل تقييم أداء الصناديق الإستثمارية الإسلامية في السوق المالية الماليزية
73	4- تحليل نتائج تقييم السوق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في العالم
74	خلاصة الفصل الثاني
75	خاتمة عامة
79	قائمة المصادر والمراجع
i-viii	الملاحق

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
18	الفرق بين صناديق الإستثمار الإسلامية والتقليدية	(01-01)
37	مقارنة بين الدراسات السابقة المتعلقة بآليات العمل في صناديق الإستثمار الإسلامية	(02-01)
38	مقارنة بين الدراسات السابقة المتعلقة بأداء صناديق الإستثمار الإسلامية	(03-01)
51	طريقة حساب متغيرات الدراسة	(01-02)
52	عدد المؤسسات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في السوق الماليزية الفترة (2008-2017)	(02-02)
53	تطور القيمة السوقية للبورصة الماليزية خلال الفترة (2008-2017)	(03-02)
54	تطور مؤشرات أهم البورصات الإسلامية خلال الفترة (2008-2017)	(04-02)
56	تطور عدد الصناديق الإسلامية في البورصة الماليزية خلال الفترة (2008-2017)	(05-02)
57	تطور أصول صناديق الإستثمار الإسلامية في البورصة الماليزية (2008-2017)	(06-02)
59	متوسط العائد السنوي لأهم البورصات الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2008-2017)	(07-02)
60	تقييم أداء صناديق الإستثمار الإسلامية للعيينة وفق العائد السنوي للفترة (2008-2017)	(08-02)
62	مؤشر شارب للسوق الماليزي (KLCI) خلال الفترة (2008-2017)	(09-02)
62	مؤشر شارب لصناديق العينة خلال الفترة (2008-2017)	(10-02)
63	مؤشر الأداء المعتدل M <sup>2</sup> لصناديق العينة خلال الفترة (2008-2017)	(11-02)

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
06	أقسام السوق المالي	(01-01)
52	عدد المؤسسات في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2008-2017)	(01-02)
53	تطور القيمة السوقية لرأس المال الإسلامي خلال الفترة (2008-2017)	(02-02)
54	تطور مؤشر البورصة (FTSE Malaysia KLCI (KLSE) (2008-2017)	(03-02)
55	تطور مؤشر البورصة FTSE Bursa Malaysia Shariah (2008-2017)	(04-02)
55	تطور مؤشر بورصة FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah (2008-2017)	(05-02)
56	عدد الصناديق الإستثمارية في السوق المالية الماليزية خلال الفترة (2008-2017)	(06-02)
57	تطور أصول صناديق الإستثمار الإسلامية في البورصة الماليزية (2008-2017)	(07-02)
58	توزيع الأصول المالية حسب القطاعات الإستثمارية في السوق المالية الماليزية 2016	(08-02)
65	التوزيع العالمي لصناديق الإستثمار الإسلامي في العالم سنة 2014	(09-02)
66	توزيع صناديق الإستثمار الإسلامية في العالم 2015	(10-02)
66	توزيع صناديق الإستثمار الإسلامية في العالم 2016	(11-02)
67	توزيع صناديق الإستثمار الإسلامية في العالم 2017	(12-02)
67	توزيع أصول صناديق الإستثمار الإسلامية في العالم من 2008-2017	(13-02)
68	تركيبية الأصول المالية الإسلامية في العالم 2017	(14-02)

## قائمة الصيغ الرياضية

الصفحة	الصيغة الرياضية	رقم الصيغة
14	قيمة مؤشر دار جونر	1
14	معدل عائد السوق	2
15	المؤشرات المبنية على أساس القيمة	3
15	المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي	4
16	المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية	5
22	النموذج البسيط	6
22	أسلوب المخاطر الكلية-نموذج شارب ( SP )	7
23	المخاطر غير المنتظمة نموذج ترينور ( T )	8
23	$\beta$ بيتا ( مقياس مخاطر السوق )	9
23	نموذج جنسن	10
23	نموذج فاما	11
23	مقياس الأداء المعدل بالمخاطر ( $M^2$ )	12

## قائمة الإختصارات والرموز

الدالة		الإختصار/ الرمز
المصطلح باللغة الأجنبية	المصطلح باللغة العربية	
الإختصارات والرموز		
Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions	هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية	<b>AAOIFI</b>
Arab Malaysian Finance Bond	المؤسسة العربية الماليزية للسندات أولى شركات القطاع الخاص التي أصدرت أول سندات الشركات الخاصة في ماليزيا سنة 1980م	<b>AMF BOND</b>
Bursa Malaysia	بورصة ماليزيا	<b>BM</b>
Bursa Malaysia Hijrah Shariah	مؤشر الهجرة الشرعي لبورصة ماليزيا	<b>FTFBMS</b>
Stock Exchange Times Of Bursa Malaysia stock market for 30 companies compliant with Islamic Sharia index	مؤشر تايمز للأسهم الماليزية مؤشر سوق الأوراق المالية في بورصة ماليزيا لثلاثون 30 شركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية	<b>FTSE</b>
	مؤشر	<b>I</b>
Malaysian Islamic Capital Market	سوق رأس المال الإسلامي الماليزي	<b>ICM</b>
Management of the Islamic Capital Market	إدارة سوق رأس المال الإسلامي	<b>ICMD</b>
Interest-Free Banking Schem	نظام العمل المصرفي اللاربوي	<b>IFBS</b>
Islamic Unit Trust Funds	صناديق الإستثمار الإسلامية	<b>IUTF</b>
Kuala Lumpur Composite Index	مؤشر كوالا لمبور المركب	<b>KLCI</b>
stock market index on the Pakistan Stock Exchange For 30 Sharia compliant companies	مؤشر لسوق الأوراق المالية في بورصة باكستان لثلاثون شركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية	<b>KMI30</b>
Stock stock market index on the Kuwait For 30 Sharia compliant Exchange companies	مؤشر لسوق الأوراق المالية في بورصة الكويت لثلاثون شركة متوافقة مع الشريعة الإسلامية	<b>KSE-30</b>
performance index Return	مؤشر الأداء المعدل	<b>M<sup>2</sup> RAP</b>
Rashid Hussain Berhad Sharia index	مؤشر الإسلامي الماليزي حسين المحدود	<b>RHBSI</b>
Malaysian Ringgit	رينجيت ماليزي	<b>RM</b>
Bursa Malaysia EMAS Shariah	بورصة ماليزيا EMAS الشريعة	<b>SBAS</b>
Stock brokers Association Singapore	جمعية سماسرة بورصة سنغافورة	<b>SBAS</b>
Model Sharpe	نموذج شارب	<b>SP</b>
Model Treynot's	نموذج ترينور	<b>T</b>





## مقدمة عامة

## 1- توطئة

تحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية المعاصرة، إذ تعد آلية يتم بواسطتها تحويل الموارد المالية من القيم ذات الفائض إلى الوحدات ذات الإحتياجات التمويلية، حيث أصبحت تقوم بدورهم في السياسات المالية والنقدية لكثير من الدول، على إعتبارها تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية لها، كما تعكس حقيقة أوضاع المؤسسات المقيدة بها. فبعد الأزمات التي تعرضت لها الأسواق المالية العالمية التقليدية- والتي تعتمد على الفائدة الربوية في تعاملاتها- إتجهت وبوتيرة متسارعة لإيجاد بدائل للتقليص من حدة الآثار السلبية المترتبة عنها.

أصبح من الضروري إقامة سوق مالية إسلامية وإدخالها حيز التطبيق الفعلي في الدول الإسلامية، خاصة وأن تمويل الإستثمارات الطويلة والمتوسطة الأجل لا تستطيع البنوك التجارية تلبية إحتياجاتها بمفردها بسبب قلة الأرصدة المتاحة لديها. لذا فإن الحل الأفضل والبديل الأنسب والخيار الأمثل يكمن في الأسواق المالية الإسلامية التي تبرز أهميتها في هذا المجال، حيث أضحت ضرورة عصرية ومطلبا حيوياً لدعم الإستثمارات خصوصاً في الدول الإسلامية، وذلك من خلال تجميع المدخرات من أصحاب الفائض وتحويلها إلى إستثمارات ومشاريع منتجة. وعليه، فوجود سوق إسلامية وفق الضوابط الشرعية أصبح أمراً في غاية الضرورة، ولعل أولى الخطوات وأهمها لإنشاء سوق مالية منسجم بالضوابط الشرعية تكمن في مدى توفر ووجود الأدوات المالية الإسلامية التي يمكن تداولها في هذه السوق.

بدأت الكثير من الدول الإسلامية التفكير في سوق مالية إسلامية، ولعل أهمها التجربة الماليزية التي تعد نموذجاً رائداً في الأسواق المالية الإسلامية، وكذلك دول الخليج، والسودان، ولما كان دور البنوك الإسلامية محدوداً في هذا الشأن إنعقد الأمل على صناديق الإستثمار الإسلامية والتي لاقت قبولا من جانب المتعاملين في الأسواق المالية من جهة، ومن جهة أخرى إستطاعت أن تجد لنفسها مكاناً في السوق المالي المحلي والدولي، حيث تجمع بين القدرة على تنويع محافظ الأوراق المالية التي تكونها والإلتزام بضوابط الشريعة الإسلامية.

## 2- الإشكالية

بناءً على ما تقدم يمكن طرح إشكالية الموضوع الأساسية على النحو التالي:

ما مدى مساهمة صناديق الإستثمار الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الماليزية؟

وقصد توضيح مضامين هذه الإشكالية، يمكن الإستعانة بالتساؤلات الفرعية التالية:

- ما مدى تطور مؤشرات السوق المالية الإسلامية في ماليزيا؟
- هل يمكن اعتبار صناديق الإستثمار الإسلامية بماليزيا بديلاً مناسباً لنظيرتها التقليدية؟
- إلى أي مدى يثق المستثمرون في توظيف أموالهم في صناديق الإستثمار الإسلامية بماليزيا؟
- ما العلاقة بين تطور صناديق الإستثمار الإسلامية والسوق المالية بماليزيا؟

## 3- فرضيات البحث

على ضوء ما تقدم ومحاولة مبدئية للإجابة على تساؤلات البحث، تم صياغة الفرضيات الآتية:

- شهدت مؤشرات السوق المالية الإسلامية الماليزية تطوراً ملحوظاً خلال فترة الدراسة؛
- تعتبر صناديق الإستثمار الإسلامية بماليزيا بديلاً مناسباً لتطوير الإقتصاد الماليزي؛
- تعتبر صناديق الإستثمار الإسلامية بماليزيا آلية لكسب ثقة المستثمرين في السوق المالية؛
- ما العلاقة بين تطور صناديق الإستثمار الإسلامية والسوق المالية بماليزيا.

## 4- مبررات إختيار البحث

هناك مجموعة من الأسباب كانت وراء إختيار هذا الموضوع منها:

- إرتباط الموضوع بمجال التخصص مالية المؤسسة؛
- السعي لمعرفة الأساليب المتاحة والشرعية في الإستثمار المالي والبحث عن أسباب إهمالها؛
- أهمية الدور الذي تلعبه صناديق الإستثمار الإسلامية ومعرفة أهم وأبرز النتائج المحققة؛
- الأهمية التي يكتسبها الموضوع خاصة في ظل التطورات الحاصلة في الاقتصاديات الإسلامية.

## 5- أهداف البحث

نظراً للإعتبارات السابقة فإن الأهداف المرجوة من هذا الموضوع تتمثل في ما يلي:

- التعرف على صناديق الإستثمار الإسلامية ومدى تنشيطها للسوق المالية؛
- إتاحة قاعدة من المعلومات التي تساعد على إظهار النتائج لتجارب بعض الدول الإسلامية؛

- التعرف على دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تنشيط السوق المالية بصورة شرعية؛
- تحليل مؤشرات الأداء المالية الإسلامية والوقوف على دلالتها الفنية.

#### 6- أهمية البحث

تستمد الدراسة أهميتها من خلال مكانة موضوع صناديق الإستثمار الإسلامية في الأسواق المالية خاصة في ظل الأزمات المالية التي تنشط فيها هذه المنتجات من جهة، وفي ظل البحث الدائم والمتواصل على زيادة المدخرات وتوظيفها بالإستثمار الجيد من جهة أخرى، حيث تبرز أهمية البحث من خلال القطاع الذي تنشط فيه صناديق الإستثمار الإسلامية محل الدراسة، والتي تعتبر من المنتجات التي رسمت معالمها في الأسواق المالية العالمية، وكذلك شدة المنافسة بين الصناديق التقليدية والإسلامية كأدوات داعمة للأسواق المالية.

#### 7- حدود البحث

يهدف البحث إلى معالجة الإشكالية المقترحة وتحقيق أهداف الدراسة، وقد تم الإعتماد في تحليل موضوع صناديق الإستثمار الإسلامية ودورها في تفعيل الأسواق المالية تحليلا جزئيا، أي دراسة الموضوع على السوق المالي الماليزي كدراسة حالة والتركيز على صناديق الإستثمار الإسلامية.

تم تطبيق البحث على السوق المالي الماليزي لمدة عشر سنوات ممتدة من 2008 إلى 2017، كذلك بالنسبة لإختبار عينة صناديق الإستثمار الإسلامية أدرجت نفس الفترة.

#### 8- منهج البحث

تم إنتهاج المنهج الوصفي التحليلي لوصف معطيات الدراسة سواء نظريا أو تطبيقيا مع إستخدام بعض الإحصائيات الخاصة بواقع البورصة وصناديق الإستثمار الإسلامية وتحليلها.

#### 9- صعوبات البحث

لا تخلو الأعمال البحثية من الصعوبات والعوائق خاصة في ميدان البحث العلمي، ومن أهم هذه الصعوبات التي واجهتنا خلال فترة إنجاز البحث ما يلي:

- ندرة المراجع الخاصة بالنماذج التطبيقية الخاصة بالعلاقات الرياضية على السوق المالية الإسلامية؛

- صعوبة التمييز بين الصيغ والمصطلحات المماثلة؛

- صعوبة الحصول على بعض المعلومات المتعلقة بالإحصائيات والمؤشرات في بورصة ماليزيا.

## 10- هيكل البحث

للتوصل إلى النتائج المرجوة وفقا لمنهجية علمية، تم تقسيم هذا البحث إلى فصلين مسبقين بمقدمة عامة وتنتهي بخاتمة عامة تحتوي على جملة من النتائج والتوصيات والآفاق.

الفصل الأول بمثابة مقدمة تهدف للتعريف بمجال البحث، حيث تم التعرف على عموميات الأسواق المالية والأسواق المالية الإسلامية، وكذا التعرف على صناديق الإستثمار الإسلامية، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض وتقييم الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة؛

يأتي الفصل الثاني للتطرق إلى الجانب التطبيقي من البحث، حيث تم تقسيمه هو الآخر إلى مبحثين، خصص الأول لعرض المنهجية المعتمدة في البحث، أما المبحث الثاني فقد خصص لعرض ومناقشة نتائج البحث.

# الفصل الأول

الأدبيات النظرية والتطبيقية

للسوق المالية وصناديق الإستثمار الإسلامية

## تمهيد

أضحت صناديق الإستثمار الإسلامية من الموضوعات التي تحتل مكانة مهمة وأساسية في أولويات الدراسات الاقتصادية، المالية، القانونية، الإدارية والشرعية، وغيرها من التخصصات التي تهتم بالتطورات الهيكلية التي مرت بها المجتمعات المسلمة خاصة في مجال الإستثمار والتمويل حيث كانت مقتصرة على المصادر التقليدية، ومن ثمة إستحدثت أدوات وآليات وشبكة من المعلومات والاتصالات الإستثمارية في الأسواق العالمية أتاحت فرصا ومزايا إستثمارية لم تكن متاحة في السابق، فالجزء الأكبر من موارد البلاد تتجه إلى هذه الأسواق بإعتبارها الوعاء المالي والمحدد للسياسات المالية، ولهذا تؤدي هذه الأسواق دورا أساسيا في تحديد مصادر قوة البلدان وتثمينها، إذ تساهم صناديق الإستثمار الإسلامية في إزدهار هذه الأسواق من خلال جمع المدخرات من أفراد المجتمع وإستثمارها بطرق شرعية في هذه السوق.

من هذا المنطلق تم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين :

- في المبحث الأول تم التطرق إلى الأدبيات النظرية المتعلقة بالسوق المالية التقليدية والإسلامية، وكذا مساهمة صناديق الإستثمار الإسلامية في تطويرها؛
- أما في المبحث الثاني تم التطرق إلى الأدبيات التطبيقية المتعلقة بآليات العمل في صناديق الإستثمار الإسلامية، وأدائها في السوق المالية الإسلامية.

## المبحث الأول: الأدبيات النظرية المستخدمة في الدراسة

يتعرض هذا المبحث إلى الأساسيات النظرية المتعلقة بمتغيرات الدراسة والمتمثلة في السوق المالية، وصناديق الإستثمار الإسلامية والقواعد الأساسية لهما، وذلك من خلال ما يلي:

### المطلب الأول: عموميات حول السوق المالية التقليدية والإسلامية

تزايدت أهمية دور الأسواق المالية في جميع المجالات، نظرا لما تقدمه من وظائف وأنشطة، وهذه الأدوار تنعكس على إقتصاديات الدول؛ وفي هذا المطلب يتعرض إلى أهم الجوانب المتعلقة بها.

#### 1- مفاهيم حول السوق المالية التقليدية

أصبحت للسوق المالية دور في إقتصاديات الدول، وفي ما يلي أهم سماتها:

**1-1- تعريف السوق المالية (Financial Market):** " تعتبر السوق المالية حلقة وصل بين الإدخار والإستثمار، من خلال قنوات رئيسية متمثلة بالأدوات والمؤسسات المتخصصة، إذ تقوم بتهيئة الفرص الإستثمارية للأرصدة النقدية".<sup>1</sup>

ويمكن تعريفها على أنها "المكان الذي يسمح بتداول الأصول المالية كالأسهم والسندات، وتقوم المؤسسات المالية فيه بدور الوسيط المالي عن طريق تسهيل عملية تدفق الأموال من الأفراد والمؤسسات أو الحكومة ذات الفائض المالي إلى الجهات ذات العجز المالي".<sup>2</sup>

#### 1-2- خصائص السوق المالية من خلال ما سبق، تتسم الأسواق المالية بما يلي:<sup>3</sup>

- تداول الأدوات المالية، الأمر الذي أكسبها أهمية بالغة من الناحية التمويلية؛
- العوائد المرتفعة نسبيا، وهذا ما جعلها تستقطب عددا هاما من المستثمرين؛
- تتميز بدرجة كبيرة من المخاطرة خاصة في الأدوات الإستثمارية طويلة الأجل.

<sup>1</sup> سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2012، ص 02.

<sup>2</sup> Jeff Madura، **Financial institution and markets**، seventh edition، Thomson، south-western، 2006، p 02.

<sup>3</sup> وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص 16.

1-3-3- شروط تكوين أسواق مالية وعوامل نجاحها يتطلب تكوين ونجاح سوق مالي ما يلي:

1-3-3-1- شروط تكوين أسواق مالية لإنشاء سوق مالي يجب توفر الشروط التالية:<sup>1</sup>

- توفر عدد كبير من المؤسسات المالية؛
- تحفيز أصحاب الأموال لإستثمار مدخراتهم؛
- إنشاء أسواق البورصات؛
- وجود حد أدنى للإستقرار السياسي داخل الدولة؛
- الإهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها.

1-3-3-2- عوامل نجاح السوق المالي من جملة العوامل المكملة لإقامة سوق مالي ما يلي:<sup>2</sup>

- 1-3-3-2-1- العوامل الأساسية تتمثل فيما يلي:
- وجود أنظمة ولوائح تنظيمية من قبل الحكومة بوضع التشريعات والقوانين ( للحد من الإحتيال)؛
  - توفير نظم المعلومات المالية التي تعكس الاقتصاد والمراكز المالية لتقدير كل قيمة؛
  - الحرية الكاملة في التعامل مع السوق، فالمدخر يتعامل بإختياره ويقناعتته؛
  - إنشاء أسواق مالية داخل الدولة وتنوع أدوات الإستثمار، أي تعدد الخيارات للمستثمرين؛
  - وجود الحوافز التي تمكن المستثمر من الحصول على أعلى عائد بأقل مخاطرة.

1-3-3-2-2- العوامل المكملة من جملة هذه العوامل الموقع الجغرافي وقربها من الأسواق الدولية، إضافة إلى وجود عدد كبير من البنوك والمؤسسات المالية، مما يساهم في رفع نسبة الإدخار لدى الأفراد، كما أن للإستقرار دورا مهما في تطور الأسواق المالية داخل الدولة.

1-3-3-2-4- تصنيفات الأسواق المالية يمكن تصنيف الأسواق المالية وفقا لعدة معايير، مثل سوق النقد وسوق رأس المال، والواقع أن التقسيم الأكثر شيوعا هو القائم على أساس المعاملات المالية.

1-3-3-2-4-1- سوق النقد (Money Markets) يشمل جميع الأدوات المالية قصيرة الأجل والتي تستند إلى سعر الفائدة، ومن خصائصه أنه يتميز بسرعة إنجاز المعاملات (البيع والشراء)؛ إضافة إلى أنه غالبا ما يتم التداول من طرف السماسرة، البنوك التجارية والجهات الحكومية، ويضمن جزئين سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي، سلام أسامة عزمي، الإستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص112.

<sup>2</sup> جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2002، ص 21.

<sup>3</sup> Sob Seiner، 'Forien exchaing and Money Marhsts theory، practice and risk management'، Butterwoth wofth ، Heinemann ، First published ،2002 ،p26.



**1-4-2-1- سوق رأس المال (Capital Market):** عبارة عن سوق رؤوس الأموال المتوسطة والطويلة الأجل، يعتبر الإستثمار فيه أكثر مخاطرة، وأقل سيولة مقارنة بالسوق النقدي لطول أجل الأدوات، لذلك فالمستثمر يضع في أولوياته العائد الأكبر بأقل مخاطرة، وينقسم بدوره إلى:<sup>1</sup>

**1-4-2-1-1- الأسواق الحاضرة ( Security Markets ):** التعامل فيها يتم بالأدوات المالية طويلة الأجل (أسهم، سندات) تنتقل ملكية الورقة إلى المشتري عند دفع المبلغ أو جزء منها، تنقسم الأسواق الحاضرة من حيث العلاقة بين المصدرين والمستثمرين إلى أسواق أولية وأخرى ثانوية.

**1-4-2-1-1-1- الأسواق الأولية ( Priming Market ):** هي الأدوات التي يقوم المستثمرون بشرائها مباشرة أو من خلال المصادر والشركات والمكاتب وذلك لقاء عملاء محددة قانوناً، وتنقسم السوق الأولية من حيث طبيعة التمويل إلى سوق التمويل المباشر ويتميز بعدم تدخل الوسطاء والقسم الثاني سوق التمويل غير المباشرة يتم التعامل فيه سوقين الأولية والثانوية ويدخل الوسطاء الماليون.<sup>2</sup>

**1-4-2-1-2-1-2- الأسواق الثانوية (Secondary Market):** يخصص التعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها من قبل ويتم التعامل بها عدة مرارة وتنقسم بدورها إلى قسمين:<sup>3</sup>

**1-4-2-1-2-1-1-1- السوق المالية المنظمة (Organized Market):** هي البورصة يتميز سوقها بوجود مكان ومواعيد دورية للتعامل وفق تشريعات تشرف على تنظيمها هيئة مقننة.

**1-4-2-1-2-1-2-1-2-1-1- السوق المالية غير منظمة (Unorganized Market):** هي المعاملات التي تجرى خارج السوق المنظمة، غالباً ما يطلق عليها معاملات المنضدة، وليس هناك مكان للتداول ولا تخضع إلى أساليب وتنظيمات السوق المنظمة<sup>4</sup>، ويضم قسمين السوق الثالثة والرابع.

**1-4-2-1-2-1-2-1-2-1-1-2-1-1- الأسواق الأجلة ( The Futures Market ):** هي سوق المشتقات المالية، مبدؤها إشتقاق أسعار الأدوات المالية المشتقة عن أصول العقد (عقود الأسواق المستقبلية، الخيارات، المبادلات).<sup>5</sup>

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين وشركات الإستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص84.

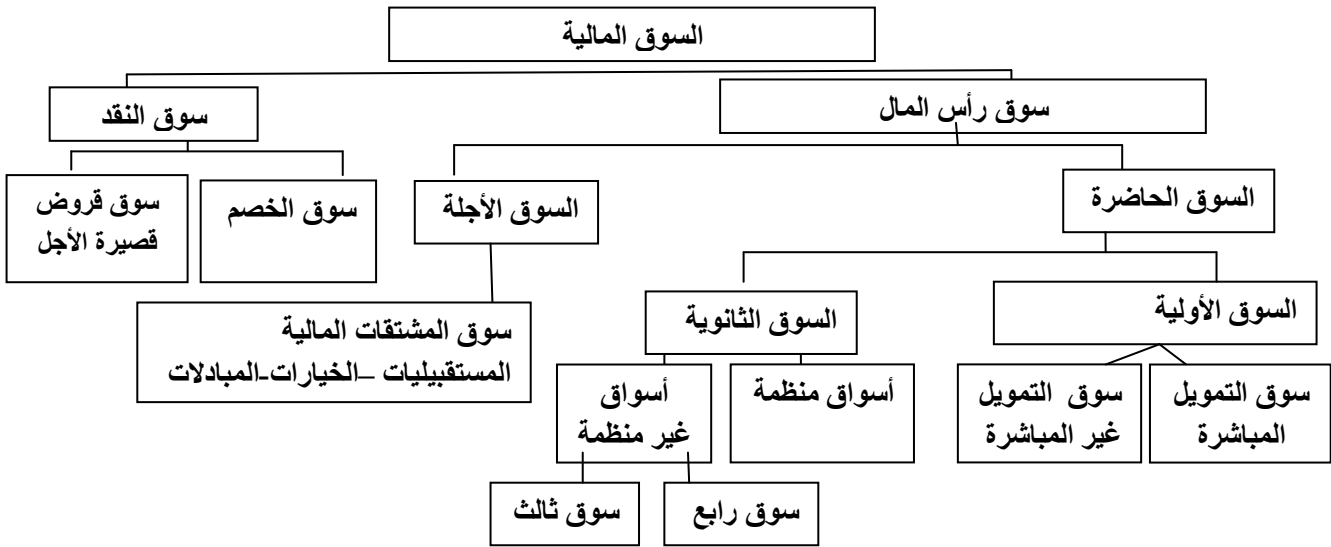
<sup>2</sup> عباس كاظم جاسم المنني، أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء الأسواق المالية، دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية، 1990-2000، أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2008، ص 86.

<sup>3</sup> عمر عيو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الإستثمار، دراسة تجارب دولية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2015-2016، ص 23.

<sup>4</sup> دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الإستثمارية، دار النشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2010، ص55.

<sup>5</sup> نفس المرجع أعلاه، ص 56.

## الشكل رقم (01-01) أقسام السوق المالي



المصدر: إعداد الطلبة بالإعتماد على عباس كاظم جاسم، مرجع سبق ذكره، 2008، ص100.

## 2- مفاهيم حول السوق المالية الإسلامية

يختلف مفهوم السوق المالي في الإسلام عن المفاهيم التقليدية السابقة الذكر، من حيث أنه يهدف إلى جعل المعاملات المالية تعقد في شكل منظم، ومتفق عليه بين الأطراف المتعاملة، بناء على قواعد وقيم الشريعة الإسلامية. وفي ما يلي عرض بإيجاز أهم مرتكزات السوق المالية الإسلامية.

## 2-1- نشأة السوق المالية الإسلامية

إن أول من طرح فكرة إنشاء سوق مالية إسلامية هو الدكتور سامي حمود سنة 1984، فقد إقترح تداول الحصص الإستثمارية، وكذلك إنشاء شركة مساهمة.<sup>1</sup>

وبعد النداءات المتواصلة حول إنشاء سوق رأس المال الإسلامي، وبتوصيات المؤتمر الثالث للمصرف الإسلامي سنة 1985 للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون لإيجاد أدوات مالية تشكل أساسا لسوق مالي إسلامي، جاء المؤتمر الدولي للبنوك الإسلامية الذي عقد في إسطنبول سنة 1986 جاء بفكرة إنشاء صندوق إستثمار مشترك تساهم فيه البنوك الإسلامية، كما كان هدف المؤتمر إيجاد أساليب للتعاون بين البنوك الإسلامية في مجال تمويل الإستثمارات الكبرى، وإنشاء الأدوات المالية اللازمة لتنشيط سوق رأس المال الإسلامي.

<sup>1</sup> سليمان ناصر، " كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي؟ " ورقة بحثية مقدمة لملتقى السوق المالية الإسلامي، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الإقتصاديات المغربية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف: يومي 25-28 ماي 2003، ص ص، 5-6.

وبعدها قام الدكتور سامي حمود بطرح الفكرة في ندوة "خطية الإستثمار في البنوك الإسلامية"، بالأردن سنة 1987 م، كما قام الدكتور محمد سيد مناعي بطرح نفس الفكرة في بحث مقدم في ندوة عقدت بألمانيا سنة 1988م.

وقد عقدت في القاهرة سنة 1988م ندوة طالبت بتطوير أدوات سوق رأس المال الإسلامي وإنشاء وإستثمار الأموال الإسلامية في البلاد الإسلامية، ساهمت الندوات المتكررة صدور العديد من الأدوات المالية الإسلامية من صناديق إستثمارية أو من بنوك إسلامية، وكذلك تأسيس سوق مالية إسلامية عالمية تمثلت في مركز السيولة للبنوك الإسلامية بالبحرين وذلك في سنة 1999.<sup>1</sup>

**2-2- تعريف السوق المالية الإسلامية (Financial Market Islamic)** كما هو الحال في تعريف السوق المالية التقليدية عرفت السوق المالية الإسلامية عدة تعاريف: "هي سوق منظمة يتم فيها تلاقي إرادة المتعاقدين للتعامل بمختلف الأوراق المالية المشروعة بهدف تعبئة المدخرات المالية والنقدية وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة للمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية".<sup>2</sup>

### 2-3- دوافع إقامة أسواق مالية إسلامية

نشأت الأسواق المالية في الدول الإسلامية على فكرة المنهج الرأسمالي الربوي، وبقيت ضعيفة في حجم معاملاتها، ومؤسساتها، إلا أنه يتوفر لها كل مقومات قيام سوق مالية إسلامية.<sup>3</sup>

ومن الأسباب التي تجعل قيام أسواق مالية إسلامية ما يلي:<sup>4</sup>

- وفرة الأموال داخل البلاد الإسلامية ووجوب إستثماره وفق الشريعة الإسلامية؛
- تمكن رجال الفقه والاقتصاد الإسلامي من صياغة أوراق مالية، خالية من المعاملات الربوية، تكون بديلة لمثيلاتها في السوق المالي التقليدي؛
- المؤسسات المالية المصدرة للأوراق المالية، فهي في حاجة إلى تمويل إسلامي لحمايتها من تلاعب المضاربين والمقامرين في إستثمارها لمدخراتها؛
- توفر المتخصصين من علماء الفقه الإسلامي وخبراء المال والأسواق والاقتصاد الإسلامي.

<sup>1</sup> سليمان ناصر، مرجع سبق ذكره، 2003، ص6.

<sup>2</sup> هوارية بن حليلة، علي بطاهر، "البنوك الإسلامية وعلاقتها بالسوق المالية الإسلامية، التجربة الماليزية"، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، العدد 26، المجلد 1، مارس 2016، ص 31.

<sup>3</sup> أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإيجابية في الإقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الإقتصاد الإسلامي، جدة، 1995، ص 57.

<sup>4</sup> حسين حسن شحاتة، المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة أزمات سوق الأوراق المالية، بنك دبي الإسلامي، العدد 216، 1999، ص 14.

وحتى يتم إنشاء سوق مالي إسلامي بمقوماته السابقة يتطلب الأمر ما يلي:<sup>1</sup>

- إعادة صياغة القوانين بما يتفق مع قواعد ومبادئ وأحكام الشريعة الإسلامية؛
- وضع ميثاق بين كافة الدول الإسلامية للتعاون والتنسيق بينهم في التعامل في أسواق المالية؛
- التوسع في إنشاء المؤسسات المالية الإسلامية مثل صناديق إستثمار إسلامية.

## 2-4- المبادئ التي تقوم عليها الأسواق المالية الإسلامية

قيام هذه السوق المالية وفق أسس الشريعة الإسلامية يجب توفر مجموعة من المبادئ أهمها:<sup>2</sup>

**2-4-1- الإلتزام بالضوابط الأخلاقية والشريعة حرم الإسلام كل عقد يؤدي إلى الربا والظلم والغرر والغبن والتدليس، والعمل وفق المنافسة الشريفة لقوله تعالى: ﴿ يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا ﴾ الآية 29 سورة النساء.**

**2-4-2- الإستثمار حقيقي وليس وهمي:** في الأسواق المالية المعاصرة تكثر المضاربات غير الأخلاقية من بعض المتعاملين بالسوق المالي فيقومون بشراء الأوراق المالية وبيعها ليس بغرض الإستثمار أو الإسترباح ولكن بغرض التأثير على الأسعار لصالحهم وهذا ما يؤدي إلى ظهور ميول احتكارية في هذه الأسواق فقال عليه الصلاة والسلام: « لا يحتكر إلا خاطئ»<sup>3</sup>، فالعقود الإسلامية عقود تهدف إلى الإستثمار الحقيقي وليس الإستثمار الوهمي كالبيع الصورية وغيرها، مثل المشاركات والبيع والإيجارات. . .

**2-4-3- المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية:** إن من شروط تحقيق قيمة مضافة في الاقتصاد أن تكون الإستثمارات فيه حقيقية، وهذا ما تتميز به الأسواق المالية الإسلامية، حيث أنه لا يوجد تناقض بين الأهداف الكلية للمجتمع في التنمية الاقتصادية وآلية تعامل الأفراد في السوق الإسلامية. ومن هنا يمكن القول أن السوق المالية الإسلامية سوق نقل فيها المضاربات، وتهتم بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متكافئ، ومعيار كفاءتها هو انضباطها لأحكام المعاملات المالية الإسلامية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> حسين شحاتة، عطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية، مكتبة النقوى، القاهرة 2001، ص 101.

<sup>2</sup> أحمد محمد نصار، الأسواق المالية الإسلامية، مبادئها وأدواتها، ورقة بحثية متوفرة على الموقع:

تاريخ الإطلاع 11-1-2018، الساعة 30<sup>h</sup> 20: <http://www.alyaum.com/article/2430427>

<sup>3</sup> عبد العظيم المنذري الدمشقي، مختصر صحيح مسلم، المكتب الإسلامي، بيروت، لبنان، الطبعة الثانية، 1978 م، ص 201.

<sup>4</sup> محمود القاضي، دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال، إتحاد المصارف العربية، لبنان، 2005، ص ص 139-140.

- بالإضافة إلى ما سبق هناك جملة من المبادئ يجب الإلتزام بها ومنها:<sup>1</sup>
- المنافسة الحرة والعادلة وتحديد الأسعار بناء على قوى السوق من خلال آلية العرض والطلب؛
  - توافر معلومات كاملة للمشتريين والبائعين عن مختلف جوانب المعاملة التي هم بصددتها، خاصة إذا كانت تلك المعلومات تؤثر على سعر السلعة وهو ما يطابق مفهوم كفاءة السوق؛
  - تجنب قدر المستطاع الوساطة في المعاملات إلا إذا كانوا يعملون دون نية الاحتكار؛
  - عدم السماح للمضاربات بتجاوز دورها الاقتصادي في الترويج حتى لا تضر بالإستثمار الحقيقي.

## 2-5- أنواع الأسواق المالية الإسلامية

يمكن تقسيم السوق المالية الإسلامية إلى:

### 2-5-1- أنواع الأسواق المالية الإسلامية من حيث نوع الأدوات المتداولة فيها

يمكن تصنيف السوق المالية الإسلامية من حيث أنواع الأدوات المتداولة فيها وفترات إستثمارها إلى نوعين إثنين كما يلي:<sup>2</sup>

**2-5-1-1- سوق النقد الإسلامي** تعتبر سوق النقد الإسلامي من أهم مكونات وأقسام السوق المالية الإسلامية، وتسمى أيضا بسوق السيولة، سوق المعاملات قصيرة الأجل.

وتعرف سوق النقد الإسلامي بأنها "الآلية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول الأموال قصيرة الأجل، والتي تسمح بتدخل مؤسسات الجهاز المصرفي ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية، بالإضافة إلى بعض المؤسسات المالية غير البنكية مثل شركات التأمين".<sup>3</sup>

إن سوق النقد الإسلامي ليس لديه مكان خاص ومحدد يتم التعامل وعقد الصفقات فيه، إذ أنه يتم من خلال السماسرة المتخصصين أو المصارف التجارية، إما بالالتقاء مباشرة وإما بواسطة وسائل الاتصال المختلفة كالهاتف، الفاكس. . . . إلخ.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> برنامج أساليب الإستثمار الإسلامي في المجالات المصرفية والتجارية، ص74، ورقة إلكترونية متوفرة على الموقع:

تاريخ الإطلاع 10-1-2018، الساعة 00:09:09. [www.Khartoumstock.com](http://www.Khartoumstock.com)

<sup>2</sup> شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، 2013-2014، ص11.

<sup>3</sup> أسامة محمد الغولي، زينب عوض الله، إقتصاديات النقود والتمويل، الدار الجامعة الجديدة، مصر، 2005، ص135.

<sup>4</sup> مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، دار كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005، ص64.

**2-1-5-2- سوق رأس المال الإسلامي** يعد سوق رأس المال ضرورة عصرية ومطلبا حيويا لدعم النمو الاقتصادي للدول الإسلامية، وما سمي إلا لكونه "السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة".<sup>1</sup>

ويمكن القول أن سوق رأس المال الإسلامي يعمل على تجميع وتعبئة الموارد المالية، من الوحدات المدخرة الباحثة عن الإستثمار الإسلامي الخالي من كافة المخالفات الشرعية، وذلك لغرض توجيهها لتمويل المشروعات والأنشطة الاقتصادية المختلفة المتوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية.

وحتى يتم التأكد من أن كافة أنشطة وعمليات سوق رأس المال الإسلامي تقوم على الإلتزام الشرعي من جهة، ولكسب ثقة المستثمرين الراغبين والحريصين على الإستثمار في هذه السوق من جهة أخرى، يجب أن تخضع هذه السوق للجنة رقابة شرعية مكونة من مستشارين وخبراء متخصصين في فقه المعاملات وخاصة فيما يتعلق بالمعاملات المالية الإسلامية.<sup>2</sup>

#### 2-5-2- أنواع السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول

يمكن تصنيف السوق المالية الإسلامية من حيث الإصدار والتداول إلى:

**2-5-2-1- السوق الأولية** تعتبر السوق الأولية جزءا مهما ومكونا أساسيا وضروريا لإنشاء وبناء السوق المالية الإسلامية، فقد تعرف أيضا بسوق الإصدارات الجديدة، وفيها يتم التعامل بالأوراق المالية الشرعية التي تصدرها الهيئات والشركات لأول مرة، لغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل عملياتها الإستثمارية المختلفة وفق الشريعة الإسلامية.<sup>3</sup>

والسوق الأولي ما هو إلا وسيلة وأداة لتجميع المدخرات بصورة شرعية إسلامية من الوحدات ذات الطاقة التمويلية الفائضة، وتوجيهها إلى الوحدات ذات العجز في الموارد المالية، فتنشأ نتيجة لذلك علاقة مباشرة بين مصدري الأوراق المالية (المستثمرين) وبين مقدمي الأموال (المدخرين).<sup>4</sup>

**2-5-2-2- السوق الثانوية** تحتل السوق الثانوية مكانة هامة وتؤدي وظائف ومهام عديدة من شأنها أن تساهم إلى حد كبير في إستمرار وتنشيط السوق المالية الإسلامية، وتسمى أيضا بسوق التداول، وفيها تداول

<sup>1</sup> شافية كتاف، مرجع سبق ذكره، 2013-2014، ص14.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص 11.

<sup>3</sup> مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، 2005، ص72.

<sup>4</sup> شافية كتاف، مرجع سبق ذكره، 2013-2014، ص18.

الأوراق المالية الإسلامية (الأسهم العادية، الصكوك الإسلامية. . .) التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الإكتتاب فيها.<sup>1</sup>

وتعرف أيضا بأنها سوق لإعادة بيع الأوراق المالية، وهذا إما لغرض الحصول على السيولة أو لإعادة الإستثمار في أوراق مالية إسلامية جديدة، بحيث يحصل المشتري للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية، وليست لزيادة أموال الشركات، فالشركات المصدرة لهذه الأوراق لا تحصل على أي أموال إضافية جراء عملياتها كما هو الحال في السوق الأولية.<sup>2</sup>

**2-6- مزيا الأسواق المالية الإسلامية** قيام سوق مالي إسلامي هو قيام سوق متفقه ومراعية لأحكام الشريعة الإسلامية فيما يتعلق بنوعية المتعاملين في السوق والأدوات المالية المتداولة فيه وأساليب التعامل في إطاره، وتتميز السوق المالي الإسلامي عن السوق المالي التقليدي بجوانب عدة هي:<sup>3</sup>

**2-6-1- من حيث المتعاملين في السوق** إذ يضم السوق المالي السماسرة والشركات (شركات الاكتتاب، التغطية والمقاصة. . .) والتي تتعامل في المعاملات المالية الجائزة شرعاً. وهذا لا يمنع من دخول المؤسسات التقليدية في التعامل ضمن هذه السوق ولكن في نطاق المعاملات الحلال.

**2-6-2- من حيث الأوراق المالية المتداولة في السوق** يتم تداول العديد من الأوراق المالية في السوق المالي الإسلامي، ومن أبرزها الأسهم بحسب الضوابط، وعدم التعامل مع الأسهم الصادرة عن شركات تتعامل بالمحرمات، ولا يجوز إصدار أسهم ممتازة لها ضمان رأس مالها.

**2-6-3- من حيث أساليب التعامل** يتم الإلتزام في إصدار الأوراق المالية بالأحكام المنظمة للعقود الشرعية المؤسسة عليها مثل عقد المرابحة والمشاركة والمضاربة. والتعامل بصور البيع المقبولة شرعاً ومن ثم لا وجود في هذا السوق للتعامل بالمشتقات ولا بالمستقبليات. . .

### 3- أهمية ومزايا الأسواق المالية التقليدية والإسلامية

إن وجود سوق مالي من شأنه أن يمهد إلى المزج بين السياسة النقدية والسياسة المالية، ومن هنا تجسد أهميتها سواء للمؤسسات أو الأفراد مما ينتج جملة من الوظائف.

<sup>1</sup> محمد علي العامري، الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص 81.

<sup>2</sup> شافية كتاف، مرجع سبق ذكره، 2013- 2014، ص 18.

<sup>3</sup> لمزيد من الإطلاع، أنظر:

- جاسم علي سالم الشامسي، "سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، غرفة تجارة وصناعة دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص 753.

- حيدر يونس الموسوي، الإسلامية أداءها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2011، ص 124.

### 3-1-1- أهمية الأسواق المالية تتمثل أهمية الأسواق المالية فيما يلي:

- 3-1-1- أهمية الأسواق المالية على مستوى الاقتصاد تتجسد أهميتها على الاقتصاد في:<sup>1</sup>
- تمويل خطط التنمية، حيث أن مساهمة الأسواق المالية تدخل ضمن دراسة السياسات المالية للدولة وذلك بتعبئة المدخرات وتوجيهها للإستثمارات ومن ثمة تنشيط الاقتصاد؛
  - تساهم الأسواق المالية في معرفة الوضع الاقتصادي للدول، إذ تعد أهم مصادر المعلومات فمثلا حجم العمليات ومستوى الأسعار يعد مؤشر لقوة الاقتصاد أو ضعفه أو لقطاع من قطاعاته؛
  - تساعد الأسواق المالية في عملية التنبؤ مما يحث المستثمرين إلى التوجه نحو صنف محدد؛
  - إن وجود الأسواق المالية من شأنه أن يمهد إلى المزج بين السياسة النقدية والمالية.

### 3-1-2- أهمية الأسواق المالية للأفراد والمؤسسات المالية تكمن الأهمية في ما يلي:<sup>2</sup>

- تقوم الأسواق المالية بتحديد الأسعار وذلك وفق الطلب والعرض؛
- معرفة الأسعار الآتية، وبالتالي زيادة سرعة التداول؛
- تمكن أصحاب المشاريع من الحصول على رؤوس الأموال اللازمة لإنشاء مشاريع أو التوسع؛
- تتيح الأسواق المالية الحرية لإجراء المعاملات.

### وتتمثل أهمية سوق رأس المال الإسلامي في ما يمكن أن تقدمه بصورة فعالة في:<sup>3</sup>

- تأسيس سوق مالية إسلامية تساهم في جذب المدخرات وتوطين الأموال المهاجرة؛
  - إيجاد سوق ثانوية لتداول أصول المؤسسات والبنوك الإسلامية القابلة للتسييل؛
  - قابلية المقارنة بين وسائل الإستثمار الإسلامية وبين الوسائل المتاحة للبنوك التقليدية.
- من خلال التعرض لأهمية الأسواق المالية نجد أن أدوارها ووظائفها ( التمويلية، الاقتصادية والاجتماعية) تستمد من وجودها المؤثر والتي تتعلق سواء بالمؤسسات، المستثمرين والاقتصاد ولعل أهم الأدوار:

- تعبئة المدخرات؛
- تحقيق الإستقرار للإقتصاد؛
- توفير مصادر التمويل اللازمة؛
- إرشاد المستثمرين وتخفيض المخاطر وتنويع فرص الإستثمار.

<sup>1</sup> خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قصدي مبراح، ورقة، 2011-2012، ص ص 05-06.

<sup>2</sup> نفس المرجع أعلاه، ص ص 06-07.

<sup>3</sup> سليمان ناصر، مرجع سبق ذكره، 2003، ص 06.



- 3-2- مزايا إنشاء سوق مالية إسلامية إنشاء سوق مالية ثانوية إسلامية يؤدي لتحقيق عدة المزايا منها:<sup>1</sup>
- إنشاء السوق المالية الإسلامية يؤدي إلى تحقيق هدفين هما، التعاون والمنافسة، حيث يتم التعاون بين جميع المتعاملين في السوق المالية الإسلامية على الإلتزام بالعدل والتعاليم الإسلامية، والتنافس بينهم على تنفيذ أحكام الشريعة الإسلامية في الإستثمار دون الاحتكار؛
  - وجود سوق مالية تعمل بأدوات وقواعد إسلامية من شأنه أن يساهم في جذب المدخرات.

#### 4- أداء السوق المالية التقليدية والإسلامية

المستثمر الناجح في العادة يلجأ إلى الأسواق المالية التي تتميز بالكفاءة العالية، وحتى يستثمر أمواله وجب عليه دراسة السوق المالية من جميع الجوانب، العائد، المخاطرة. . . وبالإضافة إلى هذا فالمستثمر المسلم الذي يوظف أمواله يبحث أيضا على الربح لكن في إطار مقاصد الشريعة الإسلامية.

- 4-1- كفاءة السوق المالية إتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، إذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة جميع المعلومات والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها، حيث تمثل هذه المعلومات الأحداث الماضية، الحاضرة والمستقبلية.
- وتتميز السوق الكفوة بما يلي:<sup>2</sup>

- المنافسة الكاملة في السوق أي أن وجود عدد كبير من المتعاملين في السوق، وبالتالي عدم وجود قوة إحتكارية على الأسعار، بحيث يصبح المشاركون يتلقون السعر بدلا من كونهم قادرين على فرض الأسعار؛
- الأمن والأمان أي توفر الحماية اللازمة ضد المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر؛
- العقلانية معالجة المعلومات وإختيار البديل الإستثماري الأفضل بهدف تعظيم المنفعة للمتعاملين؛
- دقة وسرعة وصول المعلومات على السوق تزويد المتعاملين بالمعلومات الدقيقة في الوقت المناسب عن كافة الصفقات من حيث الحجم والسعر، كما يزودهم بالظروف السائدة في السوق؛
- السيولة أي إمكانية بيع أي ورقة مالية وفي أي وقت؛
- العدالة أي أن جميع المتعاملين لهم فرصة متساوية في وصول المعلومة المتاحة أو الوقت.
- كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير يجب أن تكون هناك آليات لضبط أي خلل في التسعير، من خلال ضبط تكاليف معاملات إبرام أي صفقة في حدها الأدنى، وأن يكون السعر يعتمد المعلومات حقيقية وليس إشاعات، أي إستجابة الأسعار في السوق للمعلومات الجديدة التي تصل له.

<sup>1</sup> أحمد سليمان حصاونة، المصارف الإسلامية، مقررات لجنة بازل، عالم الكتاب الحديث، أريد، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص 274.

<sup>2</sup> سليم جابو، مرجع سبق ذكره، 2012، ص 77.

فمن ناحية الأسواق المالية الإسلامية وفضلا عن ما سبق، يمكن زيادة الكفاءة عن طريق توسيع الفرص الإستثمارية بالمشاركة في تحمل المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وكذا تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوساطة والسمسرة إضافة إلى توفر المصداقية الشرعية، ويتطلب هذا الخروج من الخلاف الفقهي قدر الإمكان.<sup>1</sup>

#### 4-2- أداء الأسواق المالية التقليدية والإسلامية

يعرف المؤشر المالي أنه " رقم يحسب بطريقة إحصائية، بالإستناد إلى أسعار حزمة مختارة من الأوراق المالية أو السلع التي يتم تداولها في الأسواق المالية المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وإعطاء كل منها وزناً (ثقلاً) من خلال قيمتها في السوق، وتقسيم المجموع على رقم ثابت".<sup>2</sup>

4-2-1- مؤشرات البورصات التقليدية يستخدم فيها أساليب إحصائية متعارف عليها دولياً ومن أهمها:

4-2-1-1- المؤشرات المبنية على أساس المتوسط الموزن للسعر من أهمها داوجونز الصناعي الأمريكي (1885)، وهو أول مؤشر يعبر عن أسعار الأسهم، ويضم هذا المؤشر (30) شركة صناعية أمريكية، ويستخدم طريقة بناؤه أسلوب المتوسط المتحرك لأسعار الأسهم، فعندما ينخفض المؤشر ثلاثين نقطة هذا يعني أن متوسط أسعار أسهم الثلاثين شركة المدرجة في المؤشر قد إنخفضت ثلاثين نقطة.<sup>3</sup>

ولحساب قيمة المؤشر نتبع الخطوات الآتية:<sup>4</sup>

- جمع أسعار الأسهم المتداولة في السوق للمؤشر المراد حسابه؛

- حساب قيمة المؤشر بقسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها؛

- إيجاد معدل عائد السوق، والذي يحدد إتجاه السوق (سوق صعودية، سوق نزولية)؛

$$DJIA_t = \frac{\sum_{i=1}^{30} P_{it}}{D_{adj}} \quad (1)$$

ويتم حساب قيمة مؤشر داو جونز بالصيغة التالية:

حيث:  $DJIA_t$  قيمة المؤشر في الفترة  $t$ ؛

$P_{it}$  سعر السهم  $i$  في الفترة  $t$ .

$$V_t(M) = \frac{DJIA_t - DJIA_{t-1}}{DJIA_{t-1}} \quad (2)$$

كما يتم حساب معدل عائد السوق كالآتي:

حيث:  $DJIA_t$  قيمة المؤشر في الفترة  $t$ ؛

$V_t(M)$  معدل عائد السوق فس الفترة  $t$ .

<sup>1</sup> سليم جابو، محاضرات في مقياس الهندسة المالية لسنة أولى ماستر مالية المؤسسية، قسم المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي التبسي، 2018، ص 22.

<sup>2</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار رقم 27، ص 01، متوفر على الموقع:

تاريخ الاطلاع 03-02-2018، الساعة 09<sup>h</sup>: 00 <http://aaoifi.com>

<sup>3</sup> محمد الهاشمي حجاج، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، رسالة ماجستير غير منشورة، في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قصدي مرباح، ورقلة، 2012، ص 34.

<sup>4</sup> سليم جابو، مرجع سبق ذكره، 2012، ص 61.

4-2-1-2- المؤشرات المبنية على أساس القيمة (المتوسط المرجح للقيمة السوقية) من أهمها مؤشر ستانداند بور 500 الأمريكي، ويضم هذا المؤشر (500) سهم من أسهم الشركات تمثل (400) شركة صناعية، (40) شركة منافع عامة (20) شركة في مجال النقل و(40) شركة مالية، تتداول في السوقين المنظم وغير منظم، ويستخدم على أساس القيمة السوقية، ويقوم التقييم بإعطاء وزن نسبي للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، مما يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر، فالشركات التي تساوي القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، مما يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر، ويعطى كما يلي: <sup>1</sup>

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{أسعار الأسهم} \times \text{أوزانها في اليوم المعلن}}{\text{أسعار الأسهم} \times \text{في اليوم المعلن}} \quad (3)$$

4-2-1-3- المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي من أهمها مؤشر فاينانشل تايمز، تم تأسيسه سنة 1984 ويضم أكثر من 1000 شركة مسجلة في بورصة لندن، حيث تم إختيار هذه الشركات على أساس القيمة السوقية الكلية للشركة، ويمكن حساب المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة من خلال تتبع الخطوات التالية: <sup>2</sup>

- إيجاد القيمة السوقية ( القيمة السوقية = عدد الأسهم  $\times$  سعر السهم)

- إيجاد الوزن النسبي لكل سهم ( الوزن النسبي للسهم = القيمة السوقية للسهم / القيمة السوقية الكلية للأسهم)

$$\text{تعطى قيمة المؤشر على أساس القيمة بالصيغة التالية:} \quad (4) \quad \text{Index}_t = \frac{\sum_{i=1}^n P_{it} P_{ib}}{\sum_{b=1}^n P_{ib} W_{ib}} \quad (k)$$

حيث:  $P_{it}$ ،  $P_{ib}$  سعر السهم  $i$  في الفترة  $t$  والفترة  $b$  على الترتيب؛

$W_{ib}$ ،  $W_{it}$  الوزن النسبي للسهم  $i$  في الفترة  $t$  والفترة  $b$  على الترتيب؛

$K$ ،  $b$  تمثل فترة ورقم الأساس على الترتيب؛

$n$  عدد الأسهم المسجلة ضمن المؤشر.

4-2-1-4- المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية لعل أهمها مؤشر كاك 40 (CAC40)، لبورصة فرنسا، ويقوم هذا المدخل على إفتراض أنه يجب إستثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها المؤشر عند بداية تكوين المؤشر، وبالتالي يعزل هذا المؤشر فكرة التحيز للأسعار، وهو أحد العيوب التي تعاني منها المؤشرات المبنية على أساس السعر، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس

<sup>1</sup> عمر عبو، مرجع سبق ذكره، 2015-2016، ص 140، ص 59.

<sup>2</sup> عمر عبو، نفس المرجع أعلاه 2014، ص 60.

إتجاهها حقيقيا للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق، ويمكن حساب هذا المؤشر من خلال تتبع الخطوات التالية:<sup>1</sup>

- نقوم بتحديد وزن نسبي يساوي السهم صاحب أقل سعر بعدها يتحدد؛

- بعدها نقوم بتحديد الوزن النسبي لأي سهم آخروفق الصيغة التالية:  $\frac{\text{الوزن النسبي}}{\text{السهم سعر}} = \frac{\text{قيمة السهم صاحب أقل سعر}}{\text{السهم سعر}}$  --- (5)

- حساب قيمة المؤشر من خلال ضرب الأوزان النسبية لكل سهم في سعر السهم السوقي.

#### 4-2-2-2- نماذج مؤشرات لأسواق مالية إسلامية أهم المؤشرات الإسلامية ما يلي:

##### 4-2-2-1- مؤشرات داوجونز الإسلامية (Dow Jones Islamic Market Index) وهي مؤشرات

عالمية فرعية من مجموعة المؤشرات داوجونز العالمية، تضم 69 بلداً مختلفاً من جميع أنحاء العالم، وتم تدشين وإطلاق مؤشرات داوجونز الإسلامية لأول مرة في البحرين، حيث تعتبر مؤشرات قياسية تعبر عن الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، وهدفها هو تقديم مقياس للأداء المالي الإستثماري على المستوى العالمي من خلال فحص الأسهم وإخضاعها للإمتثال الشرعي، وقد تم تأسيس مجلس استشاري مستقل للرقابة الشرعية يتألف من خمسة أعضاء من علماء الشريعة البارزين.<sup>2</sup>

##### 4-2-2-2- مؤشر الشريعة (Shariah Index) ويعتبر أول مؤشر إسلامي في سوق رأس المال الماليزي،

وتم إنشائه بتاريخ 17/4/1999م، حيث يقيس حركة جميع الأسهم العادية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية المدرجة في اللوحة الرئيسية في البورصة الماليزية، ويطلق عليه أيضاً إسم المؤشر الشرعي كوالالمبور (Kuala Lumpur Chariah Index)، أما طريقة إحتساب الرقم القياسي الخاص بهذا المؤشر فيتم على أساس إستخدام المتوسط المرجح لأسعار الأسهم.

##### 4-2-2-3- المؤشر الإسلامي الماليزي لرشيد حسين المحدودة - داوجونز (RHBSI): بدأ العمل بهذا

المؤشر بصفة غير رسمية عن طريق أحد البنوك المشهورة في ماليزيا سنة 1992م، تم إعتماده من قبل الجهات المختصة في الحكومة الماليزية، وبتاريخ 1998م تم إخضاعه لرقابة اللجنة الإستشارية الشرعية لهيئة الأوراق المالية الماليزية ولجنة الشريعة لشركة رشيد حسين المحدودة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، ص 262 .

<sup>1</sup> CME group company index services Dow Jones Islamic market indexes, PP 1-4, ONhttps://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/brochure\_info/Dow\_Jones\_Islamic\_Market\_Indexes\_Brochure. Access on. 03-02-2018 09<sup>h</sup>

<sup>2</sup>Hussin et. al, Macroeconomic variable and Malaysian Islamic stock market: A time series analysis, **Journal of business studies Quartly**, Vol 3, No 4, 2012, P4.

## المطلب الثاني: عموميات عن صناديق الإستثمار الإسلامية

تستثمر صناديق الإستثمار الإسلامية أموالها في أدوات مالية غير ربوية، وفي هذا المطلب سيتم عرض أساسيات عن صناديق الإستثمار الإسلامية في العناصر التالية:

### 1- مفهوم صناديق الإستثمار الإسلامية

صناديق الإستثمار الإسلامية موضوع الدراسة هو نتاج ظهور صناديق الإستثمار التقليدية. 1-1- نشأة وتطور صناديق الإستثمار الإسلامية تعتبر فكرة إنشاء الصناديق الإستثمارية قديمة جداً، فهي تعود إلى النصف الثاني من القرن 19، ويرجع الفضل في ظهور فكرة الإستثمار الجماعي إلى ملك هولندا وليام (William) عام 1822م، وكان أول ظهور لصندوق إستثماري وفق اللوائح في إنجلترا في شكل نظام والتزام شخصي يتلقى بعض أموال الغير بغرض إدارتها لحسابهم ويطلق عليهم المنتفعون، أما في الولايات المتحدة الأمريكية أخذت سبيلها في التطور والإبتكار، حيث أسس أول صندوق فيها في واشنطن سنة 1924م أطلق عليه إسم **Masashots Investment Trust**.

ومنذ ظهور البنوك الإسلامية بدأ التفكير في إنشاء صناديق إستثمار إسلامية، ولقد ساعد إستحداث العديد من الأدوات الإستثمارية الإسلامية وقيام بعض المؤسسات المالية الإسلامية، بدراسة الضوابط الشرعية للإستثمار للشركات القائمة على إنشاء هذه الصناديق، حيث أقيمت العديد من الندوات بمشاركة الفقهاء والاقتصاديين منها الندوة التأسيسية التي إنعقدت في تونس سنة 1984 م حيث وضعت الأسس والضوابط، وعليه تم إنشاء شركتي التوافق للصناديق الإستثمارية والأمين للأوراق المالية سنة 1987 م وبعد ذلك توالى تبعا لإنشاء العديد من الصناديق في العديد من الدول.<sup>1</sup>

1-2- تعريف صناديق الإستثمار الإسلامية (Islamic Unit Trust Funds) يمكن تعريفها على أنها "أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك إستثمارية، ويعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والإختصاص لتوظيفها وفقاً لصيغ الإستثمار الإسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافي العائد فيما بينهم حسب الإتفاق، ويحكم كافة معاملاتها مبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والتعليمات الحكومية واللوائح والنظم الداخلية"<sup>2</sup>

<sup>1</sup> أشرف محمد دوابة، صناديق الإستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الثانية، 2006، ص 51-52.

<sup>2</sup> فاطمة بودية، فتيحة كحلي، "طبيعة البعد الإقتصادي والاجتماعي لصناديق الإستثمار الإسلامية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة"، الملتقى الدولي الثاني حول المالية الإسلامية، صفاقس، تونس، يومي: 27-29 جوان 2013، ص 03.

كما عُرفت على أنها "تجمع مشترك يساهم فيه المستثمرون فائض أموالهم لغرض الإستثمار لكسب الربح الحلال وفقا لمبادئ الشريعة الإسلام"<sup>1</sup>

### 1-3- خصائص صناديق الإستثمار الإسلامية تشكل جملة الخصائص أهم المبادئ في التعامل وهي:<sup>2</sup>

- تعمل الصناديق الإسلامية في مجال الحلال والطيبات وتحكمها مجموعة من العقود الشرعية؛
- تقوم الصناديق الإسلامية على قاعدة المشاركة في الربح والخسارة (الغنم بالغرم)؛
- تقوم الصناديق الإسلامية على الإستثمار وفي مشروعات إستثمارية مباشرة فعلية؛
- هي مؤسسة لها صفة قانونية بشكل تنظيمي وإطار مالي ومحاسب مستقل كونها شخصية مستقلة، ويلتزم الصندوق بالقوانين الصادرة عن الجهات الحكومية وما يوافق الشريعة الإسلامية؛
- هيئة الصندوق تعد مجموعة من العقود الشرعية والقانونية يكون فيها توزيع العوائد وفق مبدأ المشاركة.

### 1-4- الفرق بين صناديق الإستثمار التقليدية والإسلامية تتمثل أهم جوانب الإختلاف في الجدول التالي:

#### الجدول رقم (01-01): الفرق بين صناديق الإستثمار الإسلامية والتقليدية

المجال	صناديق الإستثمار التقليدية	صناديق الإستثمار الإسلامية
في مجال الإستثمار	كل المجالات التي لها مردودية	كل ما هو حلال وفق الشريعة الإسلامية
في مجال التمويل	كل أداة لها علاقة بالربح وأقل مخاطر	إستثمار المدخرات من خلال الصيغ الشرعية كالمرابحة، الإجارة وعقود الاستصناع والمضاربة وعدم توظيف الفائدة لأنها محرمة وتمثل الربا.
الهيئة الرقابية على الصندوق	لوائح وتشريعات تتضمن عمل الصناديق للحفاظ على مصالح المساهمين	بالإضافة إلى اللوائح والتشريعات تقوم الهيئة بمتابعة عمل الصندوق وتصحيح المخالفات إن وجدت، وتقوم بتصميم العقود الموافقة وأحكام الشريعة.

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على بودية فاطمة، كحلي فتيحة، مرجع سبق ذكره، 2011، ص ص، 5-6.

### 2- أنواع صناديق الإستثمار الإسلامية وأساليب الإستثمار فيها

تتميز الصناديق الإسلامية عن نظيرتها التقليدية في كيفية جمع المدخرات وتوظيفها توظيفا حلالا.

### 2-1- أنواع صناديق الإستثمار الإسلامية؛ هناك العديد من التقسيمات لصناديق الإستثمار في جانبها

الإسلامي ولكنها لا تختلف كثيرا عن صناديق الإستثمار التقليدية وأهم التقسيمات هي:

<sup>1</sup> Mufti Taqi Usmani, **Some perspectives on Islamic finance and investment funds**, distributionUnlocking the Middle East ,NorthAfrica,2009, P25. www. fmconsult. co. uk/FM\_POD\_Seminar\_230409. pdf Access on. 03-02-2018 ' 00<sup>h</sup>:12.

<sup>2</sup> محمد بوجلال ، مريم زايد، "نور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية-حالة سوق الأسهم السعودي"، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، بالمدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي: 8 - 9 ديسمبر 2013، ص 03.

## 2-1-1-1- صناديق الإستثمار الإسلامية بحسب المكونات تنقسم حسب هذا المعيار إلى:

2-1-1-1-1- صندوق السلم هو البيع الفوري الحاضر لأجل البضاعة، وفيه يقوم الصندوق بالحصول من العميل على ثمن بضاعة يتم تسليمها آجلا أي الحصول على الثمن عاجلا وتسليم البضاعة في وقت لاحق<sup>1</sup>.

2-1-1-1-2- صندوق الاستصناع هو "عقد مع صانع على عمل شيء معين في الذمة، أو عقد مقابلة مع أهل الصنعة على أن يعملوا شيئا، كأن يطلب المستصنع وهو المشتري من الصانع، كالحداد أو النجار، لصناعة شيء معين بأوصاف محددة وبثمن معلوم وينعقد بالإيجاب والقبول بين الطرفين"<sup>2</sup>.

2-1-1-1-3- صناديق المشاركة يقدم الصندوق الإسلامي والعميل المال بنسب متساوية أو متفاوتة من أجل إنشاء مشروع جديد أو المساهمة في مشروع قائم بحيث يصبح كل واحد منهما متملكا حصة في رأس المال بصفة ثابتة أو متناقصة ومستحقا لنصيبه من الأرباح، وتقسّم الخسارة على قدر حصة كل شريك في رأس المال كما يحدد عقد المشاركة قواعد توزيع النتائج بين الأطراف المختلفة بوضوح تام.<sup>3</sup>

2-1-1-1-4- صناديق المضاربة هو إشتراك طرفين يساهم أحدهما بالمال والآخر بالعمل، وتكون أرباح ممارسة عمل أو نشاط المضاربة بينهما حسب إتفاقهما ويكون فيها المستثمرون هم رب المال وإدارة خدمات الصندوق الإسلامية هي المضارب.<sup>4</sup>

2-1-1-1-5- صناديق المرابحة وعرفت في التطبيق المصرفي على أنها: "عقد بمقتضاه يبدي العميل رغبة في شراء معدات أو سلع طالبا من الصندوق شراء هذه المعدات أو السلع ثم بيعها بسعر التكلفة إضافة إلى نسبة ربح يتفق عليها الطرفان، كما يتفقان على شروط وآجال سداد المبالغ"<sup>5</sup>.

2-1-1-1-6- صناديق الأسهم الإسلامية يقوم هذا الصندوق بإستثمار الأموال بشكل مباح في شكل شركة مساهمة مشتركة، حيث يتم تحصيل الأرباح من الربح المحقق من بيع وشراء الأسهم، كما تحصل على الربح أيضا من عوائد الأسهم المستثمر فيها. ويقوم مبدأ الصندوق على الشروط التالية:<sup>6</sup>

<sup>1</sup> محسن أحمد لخزيري، البنوك الإسلامية، إترك للنشر والتوزيع، القاهرة، 1990، ص 143.

<sup>2</sup> عمر عبو، مرجع سبق ذكره، 2015-2016، ص 140.

<sup>3</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة، معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2000، ص 243.

<sup>4</sup> زهرة مرحباوي، فتحة حلايمية، دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل أداء البنوك الإسلامية، مذكرة ماستر أكاديمي في العلوم التجارية

تخصص تمويل مصرفي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تبسة، 2016، ص 15.

<sup>5</sup> منال بلغيث، عبير بوازديّة، التمويل الإسلامي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نماذج بعض الدول، مذكرة ماستر أكاديمي، تخصص مالية

المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تبسة، 2016، ص 47.

<sup>6</sup> أيمن عبد الرحمن، البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، منشورات دار البشائر، دمشق، سورية، الطبعة الأولى، 2009، ص 99.



- إختيار الشركات التي يكون أساس نشاطها مباحاً؛
- أن يحسب المدير ما دخل على الشركات التي تكون أسهمها في الصندوق ثم يستبعد المحرم منها؛
- أن يتقيد بشروط صحّة البيع، وأن يتقيد بشروط الصرف في حالة النقود؛
- أن لا يمارس المدير عمليات غير جائزة مثل البيع القصير للأسهم أو الخيارات المالية.
- 2-1-1-7- صندوق التأجير (الإجارة)** هي عملية شراء للأصل لإتاحته للعميل لإستخدامه مقابل أدائه قيمة الإيجار المنفق عليها وفي نهاية الإيجار قد يباع الأصل في مزاد عام أو للمستأجر أو يعاد للمؤجر.<sup>1</sup>
- 2-1-1-8- صناديق إستثمارية إسلامية خاصة بالجانب الفلاحي** إن صيغ الإستثمار في صناديق المزارعة، المساقاة والمغارسة تشترك كلها في وجود طرف يملك ثروة ويرغب في تشغيلها لدى طرف آخر يحتاج إليها للإستثمار، في حين أن الطرف الآخر يرغب في الوقت نفسه بالإحتفاظ بحق إتخاذ القرار الإداري، ويلاحظ في هذه العقود الشرعية الثلاثة إشتراكها في أن المالك يسلم جزءاً من ثروته إلى شخص آخر يستقل عن المالك في إدارة هذه الثروة ثم يتقاسمان نتائج الإستثمار ويمكن توضيح ذلك في:<sup>2</sup>
- 2-1-1-8-1- صندوق بالمزارعة** تعد هذه الصيغة من أهم الصيغ التي يمكن إستخدامها في الإستثمار للقطاع الزراعي خاصة إذا علمنا أنه قد نجح تطبيقها في ماليزيا، السودان وأحدثت تنمية زراعية فعالة. وتعرف بأنها عقد بين طرفين أحدهما يملك الأرض والآخر يعمل فيها مع إقتسام الزرع بينهما، غالباً ما يكون الطرف الذي يقدم التمويل اللازم للمزارعة هو الصندوق الإسلامي"
- 2-1-1-8-2- صندوق بالمساقاة** هو شركة بين شخصين أحدهما مالك للأشجار يبحث عن من ينميها والآخر يملك الجهد لذلك، على أساس توزيع الناتج بينهما حسب الإتفاق.
- 2-1-1-8-3- صندوق المغارسة** وتكون في الأشجار حيث يقوم الصندوق بتقديم أرض إلى عامل من أجل غرسها، وعندما يثمر الشجر يأخذ العامل جزءاً من الأرض والشجر أجرة له.
- 2-1-2- صناديق الإستثمار الإسلامية بحسب إمكانية تداول وثائقها، تنقسم حسب هذا المعيار إلى:<sup>3</sup>**

<sup>1</sup> نوال بن عمارة، "التمويل المصرفي الإسلامي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي، العدد 5، 2012، ص، 58.

<sup>2</sup> لمزيد من الإطلاع، أنظر:

- منذر قحف، التمويل الإسلامي في الاقتصاد الإسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث الإسلامي للتنمية، الطبعة الثانية، 1998، ص 16.

- صالح صالح ونوال بن عمارة، "الصيغ التمويلية ومعالجتها المحاسبية بمصارف المشاركة"، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 02، ورقلة، 2003، ص 52.

<sup>3</sup> عمر عبو، مرجع سبق ذكره، 2015-2016، ص 140.



**2-1-2-1-2-1- صناديق الإستثمار المغلقة** "يتحدد فيها عند تأسيسها مدتها وغرضها وحجم رأسمالها، بحيث يبقى ثابتاً دون زيادة أو نقصان، ويتم تقسيمه إلى صكوك مضاربة (وحدات) متساوية القيمة وتطرح لجمهور المستثمرين فيه ويقفل الاشتراك بنفاذ هذه الصكوك"، يكون النشاط الإستثماري حسب طبيعة الصندوق، ويتم توزيع الأرباح والتصفية لها حسب النصوص المعن عليها في نشرة الإصدار.

**2-1-2-1-2-2- صناديق الإستثمار الإسلامية المفتوحة** "هي التي لا تحدد لها مدة زمنية معينة، ولا يحدد فيها مقدار رأس المال، وإنما يتم تحديد سعر صكوكها من أصل إدارة الصندوق المصدرة لها عند بدأ الاشتراك فيها"، وتحدد نشرة الإصدار العمليات المتعلقة بالشراء، البيع. . . ويحدد قيمة الصكوك بقسمة إجمالي موجودات الصندوق على عدد الصكوك، ويتم ذلك خلال فترات زمنية معينة.

## 2-2- إدارة ومراحل الإستثمار في صناديق الإسلامية

### 2-2-1- إدارة الإستثمارات الإسلامية هناك ثلاث صور لإدارة الإستثمارات وهي كالآتي:

**2-1-2-2-1- الإدارة على أساس المضاربة** هي التي يحدد فيها المقابل للمدير (المضارب) نسبة معلومة من ربح الصندوق، وفي حال تحقق الخسائر يتحمل رب المال الخسارة ولا يستحق المدير أي مقابل نتيجة عمله أما في حالات تعدي المدير أو مخالفته للشروط المتفق عليها فإنه يتحمل كافة الخسائر الناتجة عن عملية المضاربة. والمتبع في صورة المضاربة لإدارة الصندوق في المضاربة المقيدة، حيث تشمل نشرة الإصدار على القيود والشروط التي تحدد مسار الإستثمار من حيث مجاله وكيفيته.<sup>1</sup>

**2-1-2-2-2- الإدارة على أساس الوكالة** تفويض شخص ما له فعله مما يقبل النيابة إلى غيره، يكون الربح مستحق في حال بلوغه نسبة محددة. ومنه يتضح الفرق الأساسي بين الإدارة على أساس المضاربة والإدارة على أساس الوكالة، ففي الأولى ينحصر أساساً في المقابل الذي تأخذه الجهة المصدرة، أما في الإدارة الثانية مبلغ مقطوع سواء تحقق ربح أو خسارة، كما تستحق الأجرة للمدير في مواعيدها.<sup>2</sup>

**2-1-2-2-3- الإدارة على أساس المشاركة** وهي تقديم الصندوق والعميل المال بنسب متساوية أو متفاوتة من أجل إنشاء مشروع جديد أو المساهمة في مشروع قائم بحيث يصبح كل واحد منهما متملكاً حصة في رأس المال بصفة ثابتة أو متناقصة ومستحقاً لنصيبه من الأرباح، وتقسّم الخسارة على قدر حصة كل شريك في رأس المال، وتختلف عن المضاربة بوجود مساهمة المدير في رأسمال الشركة (الصندوق) وحق الشركاء في الإدارة ويحصل مدير الصندوق في مقابل إدارته على حصة من الأرباح.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> زهرة مرحباوي، فتحة حلايمية، مرجع سبق ذكره، 2016، ص15.

<sup>2</sup> فتحة كحلي، تقييم أداء صناديق الإستثمار الإسلامية، دراسة تجارب بعض الدول العربية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2011، ص 66.

<sup>3</sup> هيئة المحاسبة والمراجعة، معايير المحاسبة والمراجعة والضوابط للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، 200، ص 243.

2-2-2- مراحل النشاط الإستثماري في صناديق الإستثمار الإسلامية يمر النشاط بالمراحل الآتية:<sup>1</sup>  
- في البداية تقوم المؤسسة المالية التي ترغب في إنشاء الصندوق بدراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع،  
وتحدد نوع الإستثمارات في الصندوق؛

- إعداد نشرة الإصدار المتضمنة تكوين الصندوق، الشروط، الإلتزامات، الحقوق. . .
- تجمع المدخرات من المساهمين وتطرح الأسهم للجمهور بصفة المضاربة؛
- في حالة إنتهاء المدة التعاقدية للصندوق الإستثماري يصفى أو يجدد حسب ما هو مناسب للأطراف.

### 3- نماذج تقييم أداء صناديق الإستثمار الإسلامية

يتم التقييم للصناديق الإستثمارية بأسلوبين؛ التقييم البسيط، والتقييم المزدوج.

3-1- النموذج البسيط هو قيمة الأصل الصافية يوميا، وكذلك الأرباح الإعتيادية والرأسمالية الموزعة لكل صندوق على درجة، تعتبر هذه المعلومات كافية لحساب قيمة مؤشر بسيط ومفيد. هو معدل العائد على

$$T = \frac{(P_1 - P_0) + D + D_C}{P_0} \text{----- (6)}$$

الأموال المستثمرة ويعطى وفق المعادلة:<sup>2</sup>

**بحيث**  $P_1, P_0$ : يمثلان على التوالي قيمة الأصل الصافية في بداية ونهاية الفترة التي يحسب عليها المعدل؛  
 $D, D_C$ : تمثلان على التوالي الأرباح الإعتيادية والأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة؛  
 $P_0 - P_1$  معدل العائد على الإستثمار (الأرباح الرأسمالية).

3-2- الأسلوب المزدوج، يعاب على الأسلوب البسيط أنه يركز على العائد دون أن يأخذ بعين الإعتبار المخاطرة، وقد تم اقتراح بدائل لسد هذه الثغرة في قياس الأداء، ومن أهم النماذج ما يلي:

3-2-1- أسلوب الخاطر الكلية- نموذج شارب- (Model Sharpe) معيار شارب مقياس مركب يقوم على أساس العائد والمخاطرة، ويمثل نسبة المكافأة والتي تمثل الفرق ما بين عائد المحفظة والعائد الخالي من

$$SP = \frac{E(R_i) - R_F}{\sigma} \text{----- (7)}$$

المخاطرة، ويقاس وفق المعادلة:<sup>3</sup>

حيث أن:  $R_F, E(R_i)$ : يمثل العائد على الإستثمار، والعائد الخالي من المخاطر على التوالي؛

$\sigma$ : يمثل الإنحراف المعياري لمعدل العائد على الإستثمارات للصندوق، وهو المخاطر الكلية لإستثمارته.

3-2-2- أسلوب الخاطر المنتظمة- نموذج ترينور- (Model Treynot's): يقوم النموذج على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة منها، حيث يفترض أن المحافظ تم تنويعها تنويعا جيدا، وبالتالي القضاء على المخاطر غير المنتظمة.

<sup>1</sup> فاطمة بودية، فتحة كحلي، مرجع سبق ذكره، 2011، ص 5-6.

<sup>2</sup> Anderson Sethc Ahmed Parvez ، Mutual Funds – Fifty Years Of Research Findings ، Springer، USA-2005، p17.

<sup>3</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 440.

وعليه قياس المنتظمة وفق "  $\beta$  " حسب المعادلة: <sup>1</sup>

$$\beta_I = \frac{COVR_{P-R_P}}{\sigma_m^2} \text{ مع العلم أن: (9) } T = \frac{E(R_i) - R_F}{\beta_i} \times 100 \text{ (8)}$$

حيث أن:  $R_F, R_P$ : يمثل على الترتيب عائد الصندوق، معدل العائد الإستثمار الخالي من المخاطرة؛

$\sigma_m$ : يمثل الإنحراف المعياري لعائد السوق، و  $\beta_i$  مقياس مخاطر السوق.

**3-2-3- نموذج جنسن (Model Jensen's)**: يحسب الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي، الذي يمثل حاصل ضرب  $\beta$  في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر، علاوة

$$\alpha = (R_P - R_F) - \beta_I (R_M - R_F) \text{ (10)}$$

مخاطر السوق، وصياغته الرياضية كالتالي: <sup>2</sup>

حيث أن:  $R_M, R_P, R_F$ : عائد الصندوق، معدل العائد خالي من المخاطرة، عائد السوق؛ على الترتيب

وعليه فإن  $\alpha > 0$  يكون الأداء جيد للصندوق، وإن كان سالبا يشير للأداء السيئ للصندوق، أما إذا كان  $\alpha = 0$  يشير ذلك إلى عائد التوازن، حيث لا يختلف في الواقع عائد المحفظة من عائد السوق.

**3-2-4- نموذج فاما (Model Fame)** يقوم مبدؤه على أساس تقسيم الأداء إلى عناصر وتحديد قيم مساهمة كل عنصر في العائد على المحفظة على حدة على أساس المفاضلة بيت المحافظ المتماثلة في مستويات المخاطرة، ويفترض هذا النموذج وجود سوق مالي كفاء تعكس أسعار جميع الأسهم.

$$ER_p = R_F + \left( \frac{R_M - R_F}{\sigma_M} \right) cov \left( \frac{ER - R_F}{\sigma_M} \right) \text{ (11)}$$

ويعطى النموذج وفق المعادلة التالية:

**3-2-5- مؤشر الأداء المعدل (Model RAP)**: أطلق عليه نموذج الأداء المعدل بالمخاطر، ويسمى أيضا ( $M^2$ )، يصبح به لتقييم أداء صندوق إستثماري واحد بإستخدام هذا المقياس أمرا صعبا، حيث أن مقياس الأداء المعدل بالمخاطر هو مقياس مبني على أساس حساب النقاط الأساسية للمحفظة، مما يجعل

$$M^2 = (\overline{R_p} - R_F) \left[ \frac{\sigma_m}{\sigma_p} \right] + R_F \text{ (12)}$$

إمكانية تقييم الصندوق أمرا سهلا، وصياغته كالتالي: <sup>4</sup>

حيث أن:  $M^2$  أو (RAP) ويمثل معامل الأداء المعدل بالمخاطر،  $R_F$ : معدل العائد الخالي من المخاطر؛

$\sigma_p, \sigma_m$  يمثلان الإنحراف المعياري لمخاطر محفظة السوق و للمحفظة محل التقييم على التوالي؛

$(\overline{R_p} - R_F)$ : يمثل العائد الإضافي الذي يحققه الصندوق محل التقييم في سندات حكومية خالية من المخاطر؛

<sup>1</sup> Anderson Sethc Ahmed Parvez, 'op-cit', 2005, P18.

<sup>2</sup> Abd karim Rahimie, 'Analysing The Characteristics & Performance Of Islamic Funds: A Critical Review Of The Malasian Case', Doctoral thesis, Durham Universty, Malaysia, P 150.

<sup>3</sup> Anderson Sethc Ahmed Parvez, 'op-cit', 2005, P20.

<sup>4</sup> Anderson Sethc Ahmed Parvez, 'op-cit', p 20.

$\left[ \frac{\sigma_m}{\sigma_p} \right]$  يعكس العلاقة بين مخاطرة محفظة السوق.

3-3-3 جوانب أخرى لقياس الأداء هناك جوانب أخرى لقياس الأداء يمكن إيجازها في ما يلي:<sup>1</sup>

3-3-1- المحافظة على مستوى المخاطر أي مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطر التي

ينطوي عليها الإستثمار في الصندوق وذلك بمقارنة مع مستوى المخاطر المحدد في هدف إنشائه.

3-3-2- قياس مستوى التنوع يتضمن التنوع الجيد في محفظة صناديق الإستثمار تقليل المخاطر إلى

حدها الأدنى، الأمر الذي يجعل الاطمئنان على توظيف المدخرات؛

3-3-3- قياس متوسط معدل العائد مع مؤشرات أخرى يتم بالمقارنة بين متوسط العائد المتولد عن

الصندوق مع متوسط العائد لأحد المؤشرات العالمية المعروفة مثل مؤشر داوجونز.

3-3-4- قياس تكاليف الإستثمار وذلك بهدف تقليل التكاليف ما أمكن من أجل تحسين أداء الصندوق.

<sup>1</sup> لمزيد من الأطلاع، أنظر:

- إلياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الإستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مقال، جامعة الأنبار، المجلد 4، العدد 7، ص 321 .

- عمر عيو، مرجع سبق ذكره، 2015-2016، ص 164.

### المطلب الثالث: علاقة صناديق الإستثمار الإسلامية بتطوير السوق المالية الإسلامية

على الرغم من أن صناديق الإستثمار الإسلامية تؤدي دورا هاما على عدة مستويات وتشارك في ذلك مع نظريتها التقليدية فبالنسبة للمستثمرين أصحاب الموارد المالية من يهدفون إلى إستثمار أموالهم فإنها تحقق لهم غرضهم المنشود أما على مستوى سوق الأوراق المالية فإنها تعتبر وسيلة لدعم الثقة بتلك الأسواق وتنشيط حركتها، إلا أن هذه الصناديق تتفرد بتحقيقها لبعض المنافع خاصة كونها تعمل في إطار شرعي مضبوط. لذا يعتبر وجود صناديق إستثمار إسلامية وسيلة هامة مؤثرة على أداء سوق الأوراق المالية الإسلامية، كونها تشجع على إستقطاب شريحة لا يستهان بحجم مدخراتها.

#### 1 - تنشيط وإنتظام وتدويل سوق الأوراق المالية الإسلامية

تؤدي صناديق الإستثمار الإسلامية دورا هاما بالنسبة لسوق الأوراق المالية كوسيلة فعالة لتجميع المدخرات، لذا فهي تحقق جملة من المزايا أهمها:<sup>1</sup>

**1-1- تنشيط سوق الأوراق المالية الإسلامية** تبرز أهمية الدور المتميز الذي يمكن أن تلعبه صناديق الإستثمار من خلال ما تقدمه من أدوات إستثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين في تلك البلدان، فخاصية التنوع التي تتسم بها هذه الصناديق وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الإستثمار من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق الأوراق المالية الإسلامية وكذا المستثمرين محدودي الموارد على إستثمار مدخراتهم في الأوراق المالية أو وثائق صناديق الإستثمار الإسلامية التي تقوم بدورها بإستخدام حصيلة البيع في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في السوق، ويعتقد أن صناديق الإستثمار ذات النهاية المغلقة تلعب دورين منفصلين في هذا الصدد إذ أنها تبين أشكالا من الأوراق المالية المتداولة مما يسهم في تنشيط حركة تلك الأوراق، كما أن أسهم تلك الصناديق على عكس أسهم الصناديق ذات النهاية المفتوحة تتداول في السوق، مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المقيدة.

**1-2- إنتظام سوق الأوراق المالية الإسلامية** فضلا عن كون صناديق الإستثمار الإسلامية تعمل على تنشيط وإتساع سوق الأوراق المالية، فإنها تضمن أيضا إنتظام السوق بعدم تعرضها للتقلبات الفجائية التي تحدث كثيرا بسبب المضاربات غير شرعية على الأوراق المالية، وبذلك فإن هذا النوع من الصناديق لا يغامر بهذه المضاربات بل يعمل على تكوين محافظ من الأوراق المالية الجيدة.

<sup>1</sup> محمد بوجلال، مريم زايدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 13-14.

**1-3- تدويل سوق الأوراق المالية الإسلامية** تساهم هذه الصناديق في التحول نحو العالمية من خلال تدويل هذه السوق مستقبلاً، فتنشيطها وتقويتها ما هو إلا خطوة مبدئية نحو تحقيق هدف أكبر وهو تدويلها.

## **2- المحافظة على توازن سوق الأوراق المالية الإسلامية وزيادة كفاءتها**

حتى تصل السوق المالية الإسلامية لدرجة عالية من التوازن كان من اللازم ما يلي:<sup>1</sup>

**1-2- المحافظة على توازن سوق الأوراق المالية الإسلامية وزيادة كفاءتها** حيث تساهم صناديق الإستثمار الإسلامية في المحافظة على توازن السوق وزيادة كفاءته، إذ يتم ذلك من خلال تمييز ردود الأفراد في سوق الأوراق المالية عادة بالإنفعال الزائد وحدة التصرفات مما يسبب إهتزازات في سوق المال. بينما تكون تصرفات مديري الصناديق عقلانية إلى حد كبير وتقوم على أساس علمي سليم، كما أنها قد تعمل في بعض الأحيان بدور مشابه لصانع السوق لحفظ التوازن.

تقوم إدارات الصناديق بتحليل المعلومات الداخلة بدقة بالبيع أو الشراء وفقاً لتلك المعلومات، مما ينعكس على القيمة السوقية للأوراق المتداولة ما يعيني زيادة في كفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية.

**2-2- إمتصاص وتوفير السيولة اللازمة** حيث تساهم صناديق الإستثمار في إمتصاص السيولة من المجتمع، وبالتالي خفض معدلات التضخم من جهة ومن جهة ثانية فإنها توفر السيولة اللازمة للشركات بإعتبارها تمثل قوة شرائية في سوق الأوراق المالية مما يساعد الشركات على الاتجاه للسوق لتمويل نشاطها بدلاً من اللجوء إلى البنوك للاقتراض.

**2-3- حماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها للخارج** حيث تؤدي هذه الصناديق إلى فتح مجالات جديدة أمام المدخرين لإستثمار أموالهم بما يمكن من جذب أصحاب المدخرات للذين قد يناسبهم للإيداع في البنوك حتى لا تتسرب مدخراتهم المالية عن دورة النشاط الاقتصادي القومي، وكذلك فتح المجال أمام المدخرين وخاصة المسلمين الذين يرغبون بالإستثمار ولكن تتقصهم الخبرة أو المقدرة للقيام بذلك.

<sup>1</sup> محمد بوجلال، مريم زاوي، مرجع سبق ذكره، 2013، ص 14.

### 3- أهمية ومزايا صناديق الإستثمار الإسلامية

تحضى صناديق الإستثمار الإسلامية بأهمية بالغة شأنها شأن سائر الصناديق الإستثمارية وتحضى بالعديد من المزايا فضلا عن ذلك كما يلي :<sup>1</sup>

#### 3-1- أهمية صناديق الإستثمار الإسلامية

- تحظى صناديق الإستثمار الإسلامية بالقبول بصفة عامة في لأنها تحقق رغبات أرباب الأموال في تحمل مخاطر العمل الإستثماري مباشرة؛

- البساطة والسهولة في التأسيس مما يساعد على إستثمارها في المجتمعات الإسلامية، فإنشاء صندوق إستثماري لا يحتاج إلى إصدار قانون جديد خلافا لما هو الحال عند إنشاء بنك إسلامي، بل هو أمر ممكن في ظل القوانين المنظمة لهذه الصناديق ؛

- تتميز الصناديق الإستثمارية عن باقي الأدوات امالية التقليدية بإزالة الخلط واللبس الذي يتخوف منه كثير من الأفراد بين المعاملات المشروعة والربائية لأن صناديق الإستثمار لها ميزانية وحسابات مستقلة تماما عن البنك وتحكمها قواعد ولوائح تمنع الإختلاط بين أموال البنك والصندوق مع أنها شركة مالية لا تكاد تختلف عن البنك ولا حدود لنموها وحجمها، حيث أنه يمكن من خلال الصناديق الإسلامية التعرف على طبيعة المعاملات الشرعية وصولا إلى تفعيل فكرة العمل اللاروي؛

- نقل الأموال والمدخرات بين المجتمعات الإسلامية مما يساعد على تحقيق التكافل الاقتصادي والإجتماعي بين الشعوب الإسلامية.

#### 3-2- مزايا صناديق الإستثمار الإسلامية تتمثل في ما يلي:

##### 3-2-1- المزايا بالنسبة للمستثمرين الأفراد؛ وتتمثل فيما يلي:<sup>2</sup>

- الإستفادة من خبرات الإدارة المحترفة التي تدير الصناديق لأن صناديق الإستثمار تتولى إدارتها خبراء ذو كفاءة عالية، ولهم معرفة كاملة بأحوال السوق، وبالتالي يمكنهم من إقتناء الأوراق المالية الجديدة التي يحقق التعامل فيها ربحا، وهذا ما لا يتوافر للمستثمر الفرد عند قيامه بإدارة أمواله في الأوراق المالية بنفسه، حيث يقع على عاتقه إتخاذ قرار الإستثمار وما يتضمنه ذلك من بناء التشكيلة الملائمة ومراقبة حركات الأسعار

<sup>1</sup> وردة زريط ، دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تنشيط البنوك الإسلامية، دراسة حالة، مصر، السعودية، الإمارات، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014، ص 58.

<sup>2</sup> وردة زريط ، نفس المرجع أعلاه، ص ص 58-59 .

في السوق والتوقيت المناسب للشراء، وهذا بجانب المتابعة المستمرة للمحفظة لتحديد درجة مخاطرها وبذلك تناسب صناديق الإستثمار المدخرين القادرين الذين لا يتوافر لديهم الشروط لإدارة المحفظة المالية.

- الإستفادة من عنصر الأمان وإنخفاض مستوى المخاطر، ومن ثم المحافظة على رأس المال، حيث أن المستثمر في الصندوق يعتبر مالكا مقابل أمواله لحصة شائعة في محفظة الأوراق المالية التي تتعامل فيها الصندوق، والتي يعتمد في إنتقائها على التنوع الكفاء القاضي بتجميع أصول متنوعة، فإذا حدثت خسارة في إحدى الأوراق في صندوق الإستثمار، يمكن تغطيتها بمكسب يحقق من الإستثمار في أوراق أخرى؛

- قدرتها على تنوع التشكيلة التي يتكون منها صندوق الإستثمار بطريقة تسهم في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها حملة أسهمها، وهو أمر لا يستطيع الغير تحقيقه إما لنقص الخبرة أو لمحدودية المبالغ المتاحة لديه للإستثمار، فصندوق الإستثمار عقد يتضمن أسهم لعشرات من المنشآت، فإذا خسرت واحدة ربح الباقي، وهو أمر لا يتاح للكثير من المستثمر؛

- الإستفادة من المرونة والموائمة في صناديق الإستثمار والتي تعطي للمستثمر الحق في الانتقال بإستثماراته من صندوق لآخر مقابل رسوم ضئيلة مما يحقق خدمة متميزة للمستثمرين الذين تتغير أهدافهم الإستثمارية من وقت لآخر؛

- توفر صناديق الإستثمار سيولة عالية حيث يمكن للمستثمر الإستفادة من سيولة الإستثمار بإضافة إلى قدرته على إسترداد أمواله قبل نهاية مدة وثيقة الإستثمار من الصندوق مباشرة، أو من خلال سوق الأوراق المالية، وتعد السيولة أكثر العناصر أهمية بالنسبة لصغار المدخرين؛

- تحقيق عوائد للمستثمرين، حيث تعتبر صناديق الإستثمار وسيلة جذابة لتحقيق ربح مستمر عن طريق ما يحصل عليه من عائد على إستثماراته في الصندوق.

### 3-2-2- بالنسبة للاقتصاد القومي: وتتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

- تنشيط سوق الأوراق المالية عن طريق جذبها لصغار المستثمرين للإستثمار في صناديق الأوراق المالية بأسلوب عملي لا يتطلب دراية مالية واسعة، فضلا عن تداول وثائقها في سوق الأوراق المالية، وهذا ما ينعكس إيجابيا عن الاقتصاد القومي؛

- تعبئة المدخرات وتوجيهها إلى المجالات الإستثمارية المنتجة، الأمر الذي ينعكس الاقتصاد القومي.

<sup>1</sup> زريطوردة، مرجع سبق ذكره، 2014، ص 60.



## المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية المستخدمة في الدراسة

يتناول هذا المبحث أهم الدراسات المتعلقة بصناديق الإستثمار الإسلامية وآليات العمل فيها، وكذا آداؤها فضلا عن ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة.

### المطلب الأول: الأدبيات التطبيقية المتعلقة بآليات العمل في صناديق الإستثمار الإسلامية

1- دراسة ويليام لانكستر (William Lancaster) بعنوان: التمويل الإسلامي، الموضوع في الأصل عبارة عن كتاب من معهد إيثيكا للتمويل الإسلامي سنة، 2017 تعرض فيه الباحث إلى مدى تفعيل تمويل المشاريع في سياق إسلامي، بدراسة الفائدة وأثرها على الاقتصاد العالمي، وقد اشتملت الدراسة على 845 صفحة وأجابت على أكثر من 1000 سؤال فيما يخص الأساليب الإستثمارية الإسلامية المبتكرة والمشروعة، وخصصت الدراسة الفصل الثامن لبيان أهمية صناديق الإستثمار الإسلامي، حيث بين أهداف الموضوع لغرض إستثمار المال لكسب الربح الحلال وفق الهيئات والجهات المخولة لها قانونا للإستثمار وفق الشريعة الإسلامية، وتم التعرض لأنواع الصناديق والآليات المعمول بها.

خلصت الدراسة إلى فهم الإستثمار الإسلامي عن طريق (المشاركة، المضاربة، الإجارة، السلم والإستصناع).

2- دراسة زهرة مرحباوي، فتحة حلماية بعنوان: دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل أداء البنوك الإسلامية، الدراسة عبارة عن مذكرة ماستر أكاديمي في العلوم اقتصادية التجارية، تخصص تمويل مصرفي بجامعة تبسة سنة 2016.

هدفت الدراسة لإظهار أهمية صناديق الإستثمار الإسلامية بمختلف أنواعها وأهم أساليبها الإستثمارية ومميزاتها ومنافعها للمستثمرين، والتأكيد على الدور الذي يلعبه التمويل الإسلامي سواء كان عن طريق البنوك الإسلامية أو صناديق الإستثمار الإسلامية في دعم مختلف قطاعات الاقتصاد.

أعدت لمعرفة دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل أداء البنوك الإسلامية، حيث تعتبر صناديق الإستثمار الإسلامية مؤسسات مالية تديرها جهات متخصصة من أصحاب الخبرة والاختصاص وتحكمها مبادئ الشريعة الإسلامية حيث تستقطب ذوي التمويل المحدود أو قليلي الخبرة في هذا المجال، حيث تمكنت من إمتصاص سيولة هذه البنوك التابعة لها مما شجع البنوك على تطوير الإستثمار في

الصناديق وذلك بجذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين وتحقيق أكبر ربح بأقل مخاطرة، أدى هذا النشاط الفعال إلى ظهور وتنوع صناديق الإستثمار الإسلامية مثل صناديق المضاربة وصناديق المربحة وغيرها والتي تقوم بتوظيف الأموال بمختلف الصيغ الإسلامية المتعددة كالمربحة، المضاربة، وتجسد الدور الفعال لها المتمثل في تعظيم أرباحه.

خلصت الدراسة إلى جملة من النتائج والمتمثلة في ما يلي:

- تعتمد صناديق الإستثمار الإسلامية على أسس وضوابط الشريعة الإسلامية في مختلف معاملتها؛
  - تتمتع صناديق الإستثمار الإسلامية بشخصية إعتبارية مستقلة تماماً عن البنك الذي تم إنشاؤها فيه؛
  - تتنوع صناديق الإستثمار الإسلامية، لاحتوائها عدة أدوات إستثمارية شرعية، وهذا ما جعلها تتطور؛
  - تمتلك صناديق الإستثمار القدرة على التنوع في المحافظ الإستثمارية مما يقلل من نسبة المخاطرة.
- 3- دراسة أحمد خليل غدير بعنوان: تطوير وإبتكار صناديق إستثمار متوافقة مع الشريعة الإسلامية، الموضوع في الأصل عبارة عن ورقة بحثية أقيمت في المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية بكلية الشريعة الإسلامية بالأردن سنة 2014، حيث عالج الباحث في الدراسة مجموعة من الأساسيات الأساسية للإستثمار والمتمثلة في الإبتكارات الحديثة والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وخصصها في دراسة صناديق الإستثمار.

هدفت الدراسة إلى التعريف بالصناديق الإستثمارية الإسلامية وبيان أنواعها وخصائصها، وبيان الحكم الشرعي منها، ثم تقديم مقترحات لتطوير وإبتكار صناديق إستثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية، أما عن أهمية الدراسة هو موضوع الإبتكار بشكل عام، حيث تحتاج المصرفية الإسلامية إلى الإبداع والإبتكار لمواكبة وتلبية احتياجات السوق، وتكمن أهمية الإبتكار في هذه الدراسة على أهمية موضوع الصناديق الإستثمارية بشكل خاص، لما تحتله من مكانة هامة في الأسواق المالية.

أعطت الدراسة مقترحات تطوير وإبتكار صناديق إستثمارية تلبية حاجات الأفراد والمؤسسات، بما يتوافق مع الشريعة الإسلامية، وقدمت تعريفاً لصناديق الإستثمار وخصائصها، ويعرض التكييف الفقهي لصناديق الإستثمار، ويبيّن أقسامها وأنواع صناديق الإستثمار الإسلامية، ويقدم إقتراح تطبيق الجعالة في الصناديق الإستثمارية الإسلامية مرةً بوصف المصرف الإسلامي جاعلاً ومرةً بوصفه مجعولاً له.

تم إستخدام المنهج الوصفي التحليلي، الذي يهدف إلى جمع الحقائق والبيانات عن الصناديق الإستثمارية الإسلامية، مع محاولة تحليلها وتفسيرها للوصول إلى مقترحات بشأن تطوير وإبتكار صناديق إستثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية.

خلصت الدراسة إلى جملة من النتائج وبلورها الباحث في توصيات لتطوير صناديق إستثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية مثل مقترح "صندوق الجعالة الإستثماري" يمكن تطوير صناديق إستثمارية متوافقة مع الشريعة الإسلامية مثل مقترح (الصندوق الإنتاجي).

4- دراسة شافية كتاف بعنوان: دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية الدراسة في الأصل عبارة عن أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية بجامعة سطيف، سنة 2014، حيث تمحورت إشكالية الدراسة حول دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية خاصة في الدول العربية والإسلامية.

جاءت هذه الدراسة لتحقيق جملة من الأهداف تمثلت في إبراز المعالم الأساسية للسوق المالية الإسلامية، وتوضيح دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط أسواقها.

توجت الدراسة بجملة من النتائج التي تؤكد فرضياتها حيث تمثل السوق المالية الإسلامية الإطار الذي يتم من خلاله نقل الفوائض من الوحدات النقدية المدخرة الراغبة في التوظيف اللاربوي إلى وحدات المستثمر الباحثة عن التمويل اللاربوي لمشاريعها، من خلال إصدار أدوات مالية تتوافق وأحكام الشريعة، ومن بين النتائج شروط تداول الأسهم وفق الشريعة الإسلامية. أيضا وحتى تتمكن السوق المالية الإسلامية من القيام بدورها وممارسة نشاطها بفعالية ووفق ما نظر لها، لابد من توفر عدة عناصر ومؤسسات لا تقوم إلا بها كشركات المساهمة الإسلامية وبيوت السمسرة الإسلامية، وفي المقابل فإن هناك العديد من المقومات والإجراءات اللازمة للتنفيذ والتطبيق والتي تسمح بتكوين ونفيع السوق المالية الإسلامية وتمكينها من أداء وظائفها بكفاية وعلى النحو الذي سطر لها.

وجه الباحث في دراسته الرقابة والجهات المختصة وتحديد مدى مطابقة المعاملات والشريعة الإسلامية، وعليه تحديد أسعار الأوراق المالية الإسلامية في السوق المالية الإسلامية وفق تقلبات معينة وطرق محددة تهدف في مجملها إلى تحقيق تلاقي الطلب والعرض إلا أنه في حالات إستثنائية ولتجنب حدوث فروق حادة في أسعار الأوراق المالية حفاظا على إستقرار السوق وإرساء التكافل الإجتماعي. أيضا من جملة النتائج أن الهندسة المالية تساهم في تطوير وتنشيط السوق المالية، وذلك من خلال إمدادها

بأذونات وأوراق مالية، وطرق وعمليات تمويلية قديمة أو جديدة أو مبتكرة تجمع بين الكفاءة والمصداقية الشرعية.

5- دراسة منى محمد الحسيني عمار بعنوان: دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تطوير السوق المالية، الدراسة في الأصل عبارة عن مقالة منشورة في مجلة أماريك الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، سنة 2014، حيث تناولت الدراسة قضية هامة وهي دور صناديق الإستثمار الإسلامية في إقامة وتطوير السوق المالية الإسلامية، تصب الدراسة حول تحقيق جملة من الأهداف منها التعرف على صناديق الإستثمار بصفة عامة والإسلامية خاصة، ثم الفرق بين السوق المالية التقليدية والسوق المالية الإسلامية، كما تم إدراج نماذج عملية أُختيرت صناديق الإستثمار الإسلامية في السعودية كعينة لمجتمع في منطقة الخليج، تم الإعتماد على المنهج الاستقرائي.

أفرزت الدراسة نتيجة أنه على عكس المتوقع منها، فتلك الصناديق لم تتمكن من تحقيق معيار الكفاءة التي تمكنها من النجاح في أداءها سواء من الناحية الاقتصادية، المالية، الإجتماعية أو حتى الشرعية، الأمر الذي جعل صناديق الإستثمار الإسلامية وبالرغم من أهميتها لتطوير سوق الأوراق المالية إلا أنها ليست وحدها قادرة على تطوير تلك السوق بل تحتاج إلى إقامة مؤسسات مالية إسلامية أخرى، علاوة على التجاوزات التي ظهرت في أداء تلك الصناديق الإسلامية في النظام التقليدي، مما أفقدها ثقة المتعاملين الذين يرغبون في الابتعاد عن المؤسسات التقليدية، وقيام تلك الصناديق الإسلامية بتوجيه أموالها إلى السوق المالي العالمي وحرمان أسواقها المحلية من التمويل لإقامة مشروعاتها.

### المطلب الثاني: الأدبيات التطبيقية المتعلقة بأداء صناديق الإستثمار الإسلامية

1- دراسة عبد الرفاعي، عثمان جيلاني، إيزار (Izhar, Atmman Gilani, Abde Rafi) بعنوان: التحقيق في أداء صناديق الإستثمار الإسلامية، دليل من الاقتصاد الناشئ، الموضوع في الأصل مقال منشور من جامعة الإدارة والتكنولوجيا في باكستان سنة 2017، تضمن المقال أدلة من إقتصاد ناشئ للتحقق من أداء صناديق الإستثمار الإسلامية ولمعرفة أدائها بمقارنة تقلبها مع مؤشر بورصة الكويت للأوراق المالية وبورصة باكستان، بإستخدام المؤشرات (KSE-30 و KMI-30) بغرض تحليل سلوك تقلب صناديق الإستثمار الإسلامية، وهذا بواسطة نماذج أرش/غارش، وتؤخذ في الإعتبار للمقارنة بين الأداء العائد والتذبذب وصافي قيمة الأصول والمؤشرات حيث أظهرت نتائجها أن عائدات وتقلبات الصناديق الإستثمارية الإسلامية

تتفق مع أداء صناديق الإستثمار التقليدية وهذا لتحديد إتجاه المستثمرين وتوجههم من خلال إختيار المحافظ المناسبة في باكستان.

أفرزت الدراسة جملة النتائج أهمها أن عائدات وتقلبات الصناديق الإستثمارية الإسلامية تتفق مع أداء صناديق الإستثمار التقليدية، إلا أن الدراسة أثبتت أن المخاطرة القليلة هي ما جعلت المستثمرين يحبون الصناديق الإستثمارية الإسلامية حيث أبرزت الدراسة السابقة أن صناديق الإستثمار الإسلامية لها دورها في تفعيل الأسواق المالية، حيث استخدم الباحث السوق الكويتي على إسقاط المؤشرات السابقة.

**2- دراسة عمر عبو بعنوان: الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الإستثمار، تجارب دولية،** الدراسة في الأصل دكتورا في العلوم الاقتصادية بجامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف سنة 2016، حيث تناولت الدراسة دور الأسواق المالية في تعزيز أداء صناديق الإستثمار بإعتبارها أوعية مالية إدارية في جذب المدخرات وتشجيع المستثمرين، وهي أداة مهمة تسمح لصغار المستثمرين الذين لديهم مدخرات محدودة بالإضافة إلى المستثمرين الذين ليس لديهم الخبرة في مجال الإستثمار للدخول إلى السوق المالية، حيث قام الباحث بتحليل عينات من مجتمع الدراسة وهي السوق السعودي، البحريني، الماليزي، والجزائري وأنشأ عينة الصناديق في كل سوق فإختيار ثلاثة صناديق لتعميم للدراسة على السوق المالي.

تبرز أهمية الدراسة في معرفة مدى تأثر أو تأثير أداء السوق من خلال مؤشرات قياس أداء صناديق الإستثمار سواء كانت مؤشرات بسيطة أو مركبة.

هدفت الدراسة إلى معرفة حيثيات الأسواق المالية مبرزا في ذلك مفهوم السوق المالي بالإضافة إلى كفاءتها ومؤشراتها؛ التعرف على صناديق الإستثمار وتطبيق نماذج تقييم الأداء على عينة من الصناديق حيث خلصت الدراسة إلى جملة من النتائج أهمها ما يلي:

- تعمل صناديق الإستثمار التقليدية والإسلامية على تنشيط وتفعيل السوق المالية حيث تقوم بتوجيه المدخرات الفائضة نحو السوق، بالإضافة إلى أنها تسمح للبنوك إستثمار فائض السيولة لديها؛
- يتأثر أداء صناديق الإستثمار بالتقلبات والتغيرات التي تحصل في السوق.

**3- دراسة خالد محمود، وحيد أختر (Khalid Mehmood، Waheed Akhter) بعنوان: مقارنة بين** أداء صناديق الإستثمار الإسلامية وأداء الصناديق الإستثمار التقليدية خلال الأزمة المالية العالمية، الموضوع في الأصل عبارة عن مقال منشور في مجلة معهد كومساتس لتكنولوجيا المعلومات في باكستان

سنة 2016، حيث تمحورت الدراسة في تقييم أداء صناديق الإستثمار الإسلامية ومقارنتها بالتقليدية وقت الأزمات المالية.

هدفت الدراسة لمعرفة أثر صناديق الإستثمار الإسلامية ومقارنتها بالصناديق التقليدية خلال فترة الأزمة المالية، حيث كان إطار الدراسة في أداء أسواق رأس المال الإسلامي أحسن بكثير من السوق المالية التقليدية، غطت فترة الدراسة وقت الأزمة المالية العالمية 2008-2009، وتضمنت العينة ثمانية (08) دول وأربعة (04) مناطق جغرافية (آسيا، أوروبا، شمال أمريكا وأمريكا الجنوبية). وعليه تم قياس أداء الصناديق الإسلامية والتقليدية على أساس المخاطر والعائد تطبيق كل من تقنيات الأداء.

أظهرت نتائج هذه الدراسة أن الصناديق المدرجة في أسواق رأس المال التقليدية تتفوق خلال الفترة الإجمالية على الصناديق الإسلامية بمقاييس الأداء المعدلة للمخاطر فقط، بينما تتفوق أسواق رأس المال الإسلامي خلال فترة الأزمة المالية العالمية على نظرائها التقليديين بتقنيات قياس الأداء المعدلة والمخاطر المعدلة، فيمكن استخدام تنوع الإستثمار في الصناديق الإسلامية للتحوط من مخاطر الهبوط بسبب الأداء الأفضل خلال الأزمة المالية.

وكخلاصة لهذه الدراسة كشف الباحث عن تفوق أسواق الأسهم التقليدية على الأسواق المالية الإسلامية ولكن هذا الأداء ليس ذو دلالة إحصائية بتطبيق تقنيات قياس الأداء غير المخاطرة بإستثناء ماليزيا والولايات المتحدة الأمريكية، إذا تم قياس الأداء من خلال مقاييس الأداء المعدلة للمخاطر، فإن نسبة شارب ونسبة ترينور وألفا جنسن تظهر أنه في معظم البلدان والمناطق تهيمن أسواق الأسهم التقليدية على الأسواق الإسلامية من الناحية الإحصائية بشكل ملحوظ.

4- دراسة محمد بوجلل، مريم زايدي بعنوان: دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامي، حالة سوق الأسهم السعودي، الموضوع عبارة عن ورقة بحثية عرضت خلال فعاليات الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، بالمدرسة العليا للتجارة بالجزائر سنة 2013، حيث عالج الباحثان دور صناديق الإستثمار الإسلامية كوسيلة للتمويل، وزيادة حركية السوق المالية الإسلامية، وأنجزت الدراسة على السوق المالي السعودي، بدراسة مؤشرات عامة عن صناديق الإستثمار الإسلامية، ومؤشر التداول، ومؤشر نسبة التزايد لهذه المؤسسات المالية الإسلامية، تمت الدراسة بمنهج إحصائي ركز على معامل الارتباط "برسون"، كما تم دراسة الربحية السنوية لصناديق الإسلامية في سوق أسهم السعودي.

توجت الدراسة بجملة من النتائج تمثلت في أن صناديق الإستثمار الإسلامية وأسواق الأوراق المالية الإسلامية يشكلان رافدان أساسيان في الصناعة الإسلامية. يظهر بتطبيق معامل بيرسون كأسلوب لمعرفة العلاقة التي تحكم نشاط صناديق الإستثمار الإسلامية وكل مؤشرات الرسملة السوقية ومؤشر سيولة الشوق والمؤشر العام للأسعار كما أعطيا وجهة نظر عن ركود سوق الأوراق الإسلامية وعدم تفعيل صناديق الإستثمار الإسلامية وغياب السوق المالي الإسلامي تماما في الجزائر.

**5- دراسة فضيلة منصور (Fadillah Mansor) بعنوان: الأداء الإستثماري للأموال الإسلامية المتقلبة، أدلة تطبيقية من ماليزيا،** الدراسة في الأصل عبارة عن أطروحة دكتوراه في الفلسفة في قسم المالية بفكتوريا بأستراليا سنة 2012 حيث تضمنت الدراسة أداء الإستثمار الإسلامي في صناديق الإستثمار الإسلامية مقارنة بالتقليدية في ماليزيا، الهدف الرئيسي من الدراسة هو التحقيق في أداء الصناديق الإستثمارية الإسلامية مقارنة بالصناديق الإستثمارية التقليدية وتقييم المخاطرة والعائد بينها بمؤشرات السوق على مدى 20 سنة أي (1990 إلى 2009)، حيث تم رصد إحصاءات وصفية وتحليل يستند إلى المخاطر المعدلة والأداء والتحركات إلى سلسلة زمنية وتحليل لوحة البيانات للعوائد، حيث تغطي البيانات 479 صندوق إستثماري مشترك من ماليزيا، يتكون من 129 صندوقا صغيرا إسلاميا و350 مؤسسة مالية تقليدية تغطي جميع فئات الأصول (التنوع، التخصيص، حقوق الملكية، والدخل الثابت).

أظهرت نتائج الدراسة نمو الإستثمار في صناديق الإستثمار المشتركة وأهميتها في تطوير إقتصاد البلاد صناديق سوق المال. إذ يساهم النمو الهائل للصناديق الإسلامية في السوق العالمية لما تقدمه هذه الأخيرة من تمويلات مالية في الإستثمار في أنواع مختلفة من فئات الأصول بين المستثمرين المسلمين. ويرى الباحث أن المستثمرين يطالبون بزيادة توظيف أنواعها لعدة أسباب أهمها توافقها لمبادئ الشريعة الإسلامية، ولكنها أثبتت أيضا أنها جذابة بسبب إمكانات النمو والتوقعات الإيجابية حول الأداء. ورغم الطلب المتزايد والنمو الهائل للصناديق الإسلامية في جميع أنحاء العالم وتوقعات عالية حول أدائها، فشلت في معالجة العائد إلى حد ما عند مقارنة أداء الصناديق الإسلامية مع نظيرتها التقليدية.

**6- فتحة كحلي بعنوان: تقييم أداء صناديق الإستثمار الإسلامية، دراسة تجارب بعض الدول العربية،** الدراسة في الأصل عبارة عن رسالة ماجستير في علوم التسيير تخصص محاسبة ومالية بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف سنة 2011، حيث عالجت الدراسة

مقارنة بين الصناديق الإستثمارية التقليدية والإسلامية منها، وتبيان أسباب ظهور صناديق الإستثمارية الإسلامية حيث يرى الباحث أن نموها أكبر من أي وقت مضى، سواء من حيث عدد الصناديق، أو حجم الأصول، وقد تمكنت هذه الصناديق من دخول المنافسة في أسواق المال العالمية في ظل تزايد عدد الجهات المصدرة، وكذا المستثمرين الذين يسعون وراء الأدوات المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية بإعتبارها بديلاً جذاباً لزيادة رأس المال وتنويع محافظهم الإستثمارية.

تتمحورت أهداف الدراسة في محاولة التعرف على المبادئ المتعلقة بصناديق الإستثمار سواء تقليدية أو إسلامية، وكذا أهمية وجود الصناديق الإسلامية بالنسبة للإقتصاد الوطني ككل وللمستثمرين من مؤسسات وأفراد، كذلك الإستفادة من خبرات الدول العربية في إنشاء صناديق إسلامية بدعائم شرعية، وبينت الدراسة أنه خلال العالمية المالية كان أداء صناديق الإسلامية أعلى من نظيرتها.

خلصت الدراسة إلى جملة من النتائج تتمثل في أن الإستثمار في الصناديق التقليدية يقتصر على الأوراق المصدرة من مختلف الشركات، على عكس الصناديق الإسلامية التي تستثمر المدخرات إستثماراً حقيقياً بالإضافة إلى الإستثمار في الأوراق المالية وبذلك تعد الصناديق الإسلامية إستثماراً بالمعنى الحقيقي على عكس الصناديق التقليدية فهي بمثابة صناديق توظيف الأموال، ومن النتائج التطبيقية إثبات فرضية أن صناديق الإستثمار الإسلامية تكبدت خسائر ناجمة عن العراقيل القانونية بالدرجة الأولى.

### المطلب الثالث : تقييم الدراسات السابقة وموقع الدراسة الحالية منها

يتم في هذا المطلب تقييم الدراسات السابقة من خلال تحديد أوجه الشبه والإختلاف بينها، بغية تقييمها ومعرفة موقع الدراسة الحالية منها.

#### 1\_ تقييم الدراسات السابقة

تركز أغلب الدراسات على إختبار قدرة صناديق الإستثمار الإسلامية في تطوير السوق المالية إلا أن كل دراسة متغيرات خاصة بها، كما أجريت في بيئات مختلفة و بإستعمال أساليب رياضية وإحصائية مختلفة، ولتوضيح أكثر أوجه التشابه والإختلاف بين الدراسات السابقة بغية تقييمها ومقارنتها مع الدراسة الحالية، من جانب بآليات العمل في صناديق الإستثمار الإسلامية، والجدول الموالي يوضح ذلك:



## الجدول رقم (01-02): مقارنة بين الدراسات السابقة المتعلقة بآليات العمل في صناديق الإستثمار الإسلامية

الدراسة	الهدف	الحدود المكانية والزمانية وطريقة المعالجة	متغيرات الدراسة	النتائج
ويليام لانكستر	الإجابة على أكثر من 1000 سؤال فيما يخص الأساليب الإستثمارية الإسلامية المبتكرة والمشروعة، ومنها صناديق الإستثمار الإسلامية	عالج الباحث الموضوع من ناحية نظرية ، حيث تم الاعتماد على فتاوى العلماء في إيجاد إجابات موافقة مع الشريعة الإسلامية	مدى تفعيل تمويل المشاريع في سياق إسلامي، بدراسة الفائدة وأثرها على الاقتصاد العالمي	أثر الإستثمار الإسلامي عن طريق (المشاركة، المضاربة، الإجارة، السلم والإستصناع) على الإقتصاد العالمي
أحمد خليل غدير	تطوير وإبتكار صناديق إستثمارية تلبي حاجات الأفراد والمؤسسات، بما يتوافق مع الشريعة الإسلامية	دراسة نظرية أهتمت بأهمية صناديق الإستثمار الإسلامية	الصناديق الإشتثمارية الإبتكار للصناديق المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	هناك صور مختلفة لتطبيق مقترحات الصناديق الإستثمارية
دراسة زهرة مرحباوي فتيحة حلاميية	أهمية صناديق الإستثمار الإسلامية بمختلف أنواعها وأهم أساليبها الإستثمارية ومميزاتها ومنافعها للمستثمرين.	عالج الباحثان أداء صناديق الإستثمار الإسلامية في شركة الراجحي خلال الفترة 2011 إلى 2015.	نسبة العائد السنوي R مؤشر شارب SP ميزانيات الصناديق لدى الراجحي	تمتلك صناديق الإستثمار القدرة على التنوع في المحافظ الإستثمارية مما يساهم في زيادة العوائد
شافية كتاف	دور السوق المالية الإسلامية وأهم الأدوات المالية الإسلامية التي القائمة لإنشاء سوق مالية إسلامية في بعض الدول الإسلامية،	دراسة نماذج أسواق إسلامية ، والتركيز على السوق المالي السعودي لدراسة صناديق الإستثمار الفترة (2011-2012)	متغيرات مستقلة مؤشر بورصة كولالمبور مؤشر الشريعة مؤشر داو جونز الإسلامي الأدوات المالية الإسلامية	تساهم صناديق الإستثمار الإسلامية في تنشيط وتفعيل السوق المالية الإسلامية في السوق السعودي

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على، الدراسات السابقة المتعلقة بآليات العمل في صناديق الإستثمار الإسلامية

يمكن مقارنة الدراسات المتعلقة بصناديق الإستثمار الإسلامية اعتمادا على الجدول التالي:

**الجدول رقم (01-03): مقارنة بين الدراسات السابقة المتعلقة بأداء صناديق الإستثمار الإسلامية**

الدراسة	الهدف	الحدود المكانية والزمانية وطريقة المعالجة	متغيرات الدراسة	النتائج
دراسة عبد الرفاعي، عثمان جيلاني، إيزار.	لمعرفة أدائها بمقارنة تغلبها مع مؤشر بورصة الكويت للأوراق المالية وبورصة باكستان.	بورصة الكويت بورصة باكستان الفترة 2017-2013 إستخدام مصفوفة الارتباط وتحليل الإتحاد ( SPSS )	( KMI-30 و KSE-30 ) نماذج أرش/غارش نسبة العائد السنوي R مقياس المخاطرة $\delta$ متغيرات مستقلة وصافي قيمة الأصول متغيرات تابع	أن عائدات وتقلبات الصناديق الإستثمارية الإسلامية تتفق مع أداء صناديق الإستثمار التقليدية
دراسة عمر عبو	معرفة مدى تأثير أو تأثير أداء السوق من خلال مؤشرات قياس أداء صناديق الإستثمار الإسلامية	السوق السعودي، البحرين، الماليزي، والجزائري عينة الصناديق في كل سوق ثلاثة صناديق لتعميم للدراسة على السوق المالي. الفترة 2007-2014 وتحليل معامل الارتباط ( EXEL )	بيتا $\beta$ الأداء المعدل بالمخاطر $M^2$ شارب $SP$ ترينور $T$ الإنحراف المعياري $\delta_p$ متغيرات مستقلة أداء الصناديق متغير تابع	يتأثر أداء صناديق الإستثمار الإسلامية بالتقلبات والتغيرات التي تحصل في السوق
دراسة خالد محمود، وحيد أختر	أداء صناديق الإستثمار الإسلامية ومقارنتها بالتقليدية وقت الأزمات المالية.	مجتمع الدراسة 4 مناطق جغرافية (آسيا، أوروبا، شمال أمريكا وأمريكا الجنوبية) تضمنت العينة 8 دول خلال الفترة 2008-2009 إستخدام أساليب الإتحاد والارتباط ( Eviews )	الأداء المعدل بالمخاطر $M^2$ شارب $SP$ متغيرات مستقلة أداء الصناديق الإستثمارية متغيرات تابع	الصناديق الإسلامية تفوق في أدائها التقليدية في تغلبها تقليل الخطر $\delta$ أما عائد الصناديق التقليدية R فهو أكبر
دراسة فضيلة منصور	أداء الإستثمار الإسلامي في صناديق الإستثمار الإسلامية مقارنة بالتقليدية في ماليزيا،	السوق المالي الماليزي خلال الفترة (1990 إلى 2009) العينة 479 صندوق إستثماري مشترك من ماليزيا، يتكون من 129 صندوقا صغيرا إسلاميا و350 مؤسسة مالية تقليدية	المخاطر المعدلة والأداء والتحركات إلى سلسلة زمنية وتحليل لوحة البيانات للعوائد متغيرات مستقلة أداء الصناديق متغير تابع	تفوق عائد الصناديق الإسلامية بمقارنة أداء مع نظيرتها التقليدية

السوق المالية السعودية خلال الفترة 2007-2007- 2010، تحليل مؤشرات تقييم أداء الصناديق الإسلامية حيث أن إرتباط بيرسون $\gamma$ قوي يبين العلاقة القوية.	مؤشر العائد R حجم التداول V معدل التداول K عدد الصناديق الإسلامة M متغيرات مستقلة أداء الصناديق الإسلامية متغير تابع	السوق المالية السعودية خلال الفترة 2007-2010، تحليل مؤشرات تقييم أداء الصناديق الإسلامية، الإعتماد على برنامج ( SPSS ) و ( EXEL )	مساهمة صناديق الإستثمار الإسلامية في تنشيط السوق المالية السعودية خلال الفترة 2007-2010	محمد بوجلال مريم زايدي
تطوير سوق الأوراق المالية يعتمد على دراسة الجدوى (المالية، الشرعية،الاقتصادية والاجتماعية	عدد الصناديق الإستثمارية الإسلامية عدد المستثمرين الأصول المالية متغيرات مستقلة اداء الصناديق الإسلامية متغير تابع	السوق المالية السعودية خلال الفترة 2008 - 2011 الإعتماد على البيانات المنشورة من البورصة السعودية، تبويبها وتحويلها وفق برنامج (EXEL)	معرفة مساهمة صناديق الإستثمار الإسلامية في تنشيط السوق المالية	دراسة منى محمد الحسيني عمار
على الرغم من الاداء الجيد لصناديق الإستثمار الإسلامية خلال الأزمة المالية إلا أنها لم تستفد من التنوع بغية تقليل المخاطر	بيتا $\beta$ الأداء المعدل بالمخاطر M 2 شارب SP ترينور T الانحراف المعياري $\delta_p$ متغيرات مستقلة أداء الصناديق متغير تابع	السوق المالية السعودية، الكويتية و البحرينية في خلال الفترة 2006 - 2010	تقييم مجال صناعة صناديق الإستثمار الإسلامية	دراسة فتيحة كحلي

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على، الدراسات السابقة المتعلقة بأداء صناديق الإستثمار الإسلامية

من خلال الجدول رقم (01-02) المتمثل في مقارنة الدراسات السابقة المتعلقة بآليات العمل في صناديق الإستثمار الإسلامية، والجدول رقم (01-03) المتعلق بمقارنة بين الدراسات السابقة المتعلقة بأداء صناديق الإستثمار الإسلامية يمكن استنتاج بعض النقاط التالية:

- تتشابه هذه الدراسة مع جميع الدراسات في أنها تهدف إلى إيجاد العلاقة بين صناديق الإستثمار وتطور السوق المالية؛

- جميع الدراسات السابقة المتعلقة بأداء صناديق الإستثمار الإسلامية اعتمدت على دراسة أداء الصناديق بنموذج "شارب" ونموذج "ترينور" لإختبار الفرضيات بالإعتماد على البرامج الإحصائية المساعدة وهي برنامج SPSS وبرنامج Eviews، والملاحظ أيضا أن الدراسات السابقة في الجانب المتعلق بآليات العمل في صناديق الإستثمار الإسلامية نظرية تتعلق بالجانب الفقهي، الاجتماعي أو حتى المالي، وفي هذه الدراسة تم الإعتماد على أساليب الإحصاء (الإنحراف المعياري)، وتحليل بيانات البورصة وبيانات الصناديق الإسلامية عن طريق البرنامج "APTISTOCK"؛ تم دراسة مؤشر بنموذج "شارب" ونموذج "ترينور" للوصول إلى مقارنة عن أداء صناديق الإستثمار الإسلامية.

- الدراسات السابقة اختارت عينة من أداء صناديق الإستثمار الإسلامية ومقارنتها بالإسلامية وذلك بالإحصائيات المختلفة، أما هذه الدراسة الحالية تمت على عينة من الصناديق الإستثمارية المدرجة في السوق المالية الماليزية لقياس أدائها.

## 2\_ موقع الدراسة الحالية من الدراسات السابقة

تكمن أهمية هذه الدراسة في كون معظم الدراسات السابقة اقتصرت على مؤشرات الأداء لصناديق الإستثمار الإسلامية ومقارنتها بصناديق الإستثمار الإسلامية وخاصة في فترة الإزمات الاقتصادية، ومنها من اعتمدت على مؤشر القيمة السوقية المضافة، أما هذه الدراسة فهي تجمع بين الأداء الفعلي في عدد الصناديق الإستثمارية والأصول المتداولة ومقارنة عينة الصناديق الإستثمارية في البورصة الماليزية بالسوق المالية، لإختبار قدرتها على تفسير عوائد الصناديق والمخاطرة في كل صندوق إستثماري إسلامي الفترة (2008\_2017)، وعوائد البورصة KLIC.

نتيجة المخالفات الشرعية التي تتضمنها صناديق الإستثمار التقليدية، فإن الكثير من المؤسسات والأفراد لم يحبوا توظيف أموالهم فيها، حيث قامت على إثرها بإنشاء نوع بديل من الصناديق يقوم على أساس إحترام مبادئ الشريعة الإسلامية مما دفع إلى إستقطاب مدخرات المستثمرين الذين يريدون إستثمار أموالهم في الحلال، فأصبحت الصناديق الإسلامية من أهم قنوات ووسائل جمع المدخرات وإستثمارها في كل الصناديق الإستثمارية، إذ تؤدي دورا مهما في إدارة ثروات المسلمين المتنامية، ووسيلة لتحقيق التكافل الاقتصادي بينهم عن طريق تسهيل نقل المدخرات من دول الفائض إلى دول العجز.

# الفصل الثاني

دراسة تحليلية لأثر صناديق الإستثمار

الإسلامية على السوق المالية

## تمهيد

أدى التطور الكبير الذي عرفته الأسواق المالية العالمية إلى سعي الدول الإسلامية والعربية إلى تطوير أسواقها المالية، وقد تكون التجربة الماليزية في صدارة البلدان وكنموذج أول لجعل الكثير من الأمور العامة تتوافق مع الشريعة الإسلامية، وبإدخالها تقنيات حديثة للسوق المالية أبرزها أساليب الهندسة المالية الإسلامية، وقد تكون صناديق الإستثمار مساهما بدرجة كبيرة في التمويل وحركية رؤوس الأموال، بعد أن اهتمت بصغار المستثمرين وعديمي الخبرة بمجال الإستثمار، وهذا للحد من ركود الأموال وجعل الدورة المالية تسير بصورة سريعة.

بغرض إجراء الدراسة التطبيقية في هذا البحث أُدرجت في هذا الجزء الطريقة المستخدمة في الجانب التطبيقي وكذا الأدوات المستخدمة والمتمثلة أساسا في أسلوب تحليل البيانات، من أجل تقييم أداء صناديق الإستثمار في ماليزية حيث يقسم هذا الفصل إلى مبحثين كما يلي:

**المبحث الأول؛ الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة:** يتم من خلاله دراسة السوق المالية الماليزية وصناديق الإستثمار الإسلامية، بتبويب وعرض البيانات والإحصائيات ذات العلاقة؛

**المبحث الثاني؛ عرض ومناقشة نتائج الدراسة:** الوصول إلى نتائج توضح العلاقة بين متغيرات الدراسة.

## المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

تتمحور دراسة الحالة ( دور صناديق الإستثمار الإسلامية في السوق المالية الماليزية )، بشكل أساسي على دراسة وتحليل مدى مساهمة صناديق الإستثمار الإسلامية في السوق المالية الماليزية من خلال البيانات والمؤشرات حيث يمكن الحكم بواسطتها على مدى تطويرها وتنشيطها للسوق المالية. من خلال هذا المبحث يتم التطرق إلى الطريقة المعتمدة لدراسة هذا الموضوع من خال المطلب الأول، وكذا تحديد الأدوات المستعملة في جمع بيانات الدراسة ومعالجتها من خلال المطلب الثاني.

### المطلب الأول: منهجية الدراسة

يتم من خلال هذا المطلب التطرق إلى المنهج المعتمد، ومجتمع وعينة الدراسة، وكذا تحديد متغيرات الدراسة فضلا عن كيفية قياسها ومصادر البيانات.

#### 1- المنهج المتبع

يعرف المنهج على أنه الطريق الواضح المستقيم والبين والمستمر، للوصول إلى الغرض المطلوب أو تحقيق الهدف المنشود، وفقاً لبعض المبادئ بصورة مرتبة ومنسقة ومنظمة.<sup>1</sup> وهو مجموعة الإجراءات الذهنية التي يتمثلها الباحث مقدماً لعملية المعرفة التي سيقبل عليها، من أجل التوصل إلى حقيقة المادة التي يستهدفها.<sup>2</sup>

ومن أجل التعرف أكثر على موضوع الدراسة تم اللجوء إلى إستخدام المنهج الوصفي التحليلي الذي يعتمد على دراسة الواقع أو الظاهرة كما توجد في الواقع، ويهتم بوصفها وصفاً دقيقاً.<sup>3</sup> وعلى إعتبار أن هذا المنهج لا يقتصر على جمع البيانات وتبويبها فقط، وإنما يعتبر أحد أشكال التحليل والتفسير العلمي المنظم.<sup>4</sup> فهو يتضمن قدراً من التفسير لهذه البيانات والتعرف على خصائص الظاهرة المدروسة للوصول إلى

<sup>1</sup> عبد الرحمان بديوي، *مناهج البحث العلمي*، وكالة المطبوعات للنشر، الكويت، 1977، ص 5 .

<sup>2</sup> ماثيو جيدير، *منهجية البحث دليل الباحث المبتدئ في موضوعات البحث و رسائل الماجستير والدكتوراه*، ترجمة ملكة أبيض، لبنان، ص 72.

<sup>3</sup> فريد كامل أبو زينة وآخرون، *مناهج البحث العلمي (طرق البحث النوعي)*، دار المسيرة للنشر والتوزيع و الطباعة، عمان، الطبعة الثانية، 2007، ص75.

<sup>4</sup> ماجد محمد الخياط، *أساليب البحث العلمي*، دار الولاية للنشر، عمان، 2010، ص94.



أسبابها والعوامل التي تتحكم فيها، وإستخلاص النتائج لتعميمها ويتم وفق خطة بحثية معينة وذلك من خلال تجميع البيانات وتنظيمها و تحليلها.<sup>1</sup>

وقد تم إختيار صناديق الإستثمار الإسلامية كحالة للدراسة، كونها أحد أهم الأدوات حديثة في الأسواق المالية، وتم تجميع بيانات ومعلومات كثيرة حول تعريفها ونشأتها في ماليزيا وأدائها المالي لعدة سنوات، وذلك بإستخدام عدة أساليب، ثم تحليل هذه البيانات بإستخدام مجموعة من المؤشرات، وصولا إلى إستخلاص العلاقة بين الصناديق الإستثمارية الإسلامية والسوق المالية الماليزية.

## 2- مجتمع وعينة الدراسة

إن مجتمع الدراسة يعتبر الركيزة الأساسية لإجراء الدراسات الميدانية والتطبيقية الهادفة، وهذا من خلال جمع المعلومات اللازمة التي تساعد على قياس وتحليل النتائج المتعلقة بهذه الدراسة، كما هو الحال لموضوع الدراسة دور صناديق الإستثمار الإسلامية في السوق المالية الماليزية، حيث يتمثل مجتمع الدراسة في السوق المالية الماليزية على عينة مكونة من تسعة (09) صناديق إستثمارية إسلامية.

### 2-1- مجتمع الدراسة

تعتبر السوق المالية الماليزية من أبرز الأسواق الإسلامية والآسيوية من حيث التداول، ومن حيث الإفصاح والشفافية في التعاملات المالية، بالإضافة إلى أنه يمثل من الأسواق الإسلامية الرائدة بتوظيف أساليب الهندسة المالية والإعتماد على المنتجات المالية الإسلامية للإستثمار.

### 2-1-1- نشأة السوق المالي الماليزي

بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية، وفي عام 1930م أسست كأول جمعية سماسرة بورصة سنغافورة (Stock brokers Association Singapore)، منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، لكن ظهور سوق رأس المال في ماليزيا بالبعد الحقيقي كان في أوائل الستينيات من القرن العشرين، وتمت عملية تطوير هذا السوق تدريجيا، ويعد هذا السوق قطاعا جديدا مقارنة بقطاع العمل المالي

<sup>1</sup> محمد الصاوي محمد مبارك، البحث العلمي أسسه و طريقة كتابته، المكتبة الاكاديمية، القاهرة، مصر، 1992، ص 30.

في تمويل الأنشطة الاقتصادية والذي بدأ نشاطه في أوائل السبعينيات من القرن العشرين، إلا أن بداية نمو رأس المال كانت في أوائل التسعينات.

وتعتبر شركة ( Arab Malaysian Finance Bond AMF ) أولى شركات القطاع الخاص التي أصدرت أول سندات الشركات الخاصة في ماليزيا سنة 1980م، وتزداد إصدار السندات من قبل الشركات الخاصة أكثر بكثير مقارنة بإصدارها من القطاع العام وتطور سوق رأس المال في ماليزيا تطورا ملحوظا بعد عام 1993 م بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية، وبورصة كوالالمبور للأسهم تأسست في سنة 1994 م، وبعد تاريخ 20 أبريل 2004 م، عرفت بإسم البورصة الماليزية ( Malaysia Bursa ) وسوق المشتقات وسوق السندات بجانب تقديم بعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة. ليصبح هذا السوق مصدرا رئيسيا لتمويل الإستثمارات والمشروعات ذات رؤوس الأموال الكبيرة التكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليه القطاع العام والخاص.<sup>1</sup>

## 2-1-2- نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعود نشأة أنشطة الإستثمار الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل الستينات عندما تم إستحداث هيئة صندوق الحجاج في نوفمبر 1962، والتي تدير أموال الحجاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، أما البداية الحقيقية فكانت سنة 1983 عن طريق إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي، والذي بدأ تطبيقه في 7 أبريل 1983م عبر مجموعة من الخدمات والمعاملات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتم تأسيس أول بنك إسلامي ماليزي والذي بدأ عملياته في جوبلية 1983 بفرع وحيد في العاصمة كوالالمبور، تبع ذلك تأسيس شركة التأمين التكافلي الإسلامي الماليزي في عام 1984 بعد صدور قانون التأمين الإسلامي في العام نفسه.

أدى هذا إلى ظهور نافذة المعاملات الإسلامية في البنوك التجارية التقليدية المعروفة بإسم نظام العمل المصرفي اللاربوي (Interest-Free Banking Schem) في عام 1993، تلقت مساندة من قبل الحكومة الماليزية حيث أجاز البنك المركزي الماليزي للبنوك التقليدية الربوية توفير خدمات المعاملات الإسلامية فيها.

التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزي، فيعود إلى أوائل التسعينات من القرن العشرين بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة "Shell MDS Sdn Bhd" العشرين عندما قامت شركة

<sup>1</sup> عمر عيو، مرجع سبق ذكره، 2015-2016، ص 199.

في السوق المحلي في عام 1990، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه.<sup>1</sup>

### 2-1-3- تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية

هو السوق الذي تتوفر فيه فرص الإستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل المتوافقة تماما مع أحكام الشريعة الإسلامية، والخالية من الأنشطة المحرمة شرعا كالتعامل بالربا، والمقامرة، وبيع الغرر، وغيرها، إذن هو سوق مالي يتوفر فيه فرص لتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والإستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ويقوم السوق بدور بارز في تعبئة الموارد المالية وتوجيهها للمشروعات الاقتصادية وفقا لنظام المعاملات الإسلامية.<sup>1</sup>

### 2-1-4- خصائص السوق المالية الماليزية تتميز السوق المالية الإسلامية عن غيرها بما يلي:<sup>2</sup>

2-1-4-1- الخضوع للرقابة الشرعية المتمثلة في اللجنة الاستشارية الشرعية (ICMD)، تعتبر الجهة المسؤولة عن دراسة وتحليل أنشطة السوق من جميع الجوانب، تتدخل مباشرة في أعمال سوق رأس المال الإسلامي (Islamic Capital Market Department) والتأكد من الإلتزام بأحكام الشريعة وضوابطها.

2-1-4-2- عمليات السوق خالية من أي محظور شرعي تعد هذه الخاصية الميزة الرئيسية التي تتميز بها السوق المالية الإسلامية عن السوق التقليدية، وأهمها إسقاط الفائدة الربوية من كل العمليات وكل المحرمات الظاهرة كالربا، الميسر والغرر. . . والتأكد أن المؤسسات المدرجة والمساهمة في البورصة الماليزية لا تتعامل بالعناصر المحرمة شرعا.

2-1-4-3- التعامل بالأدوات المالية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية لقبول الأدوات المالية يجب أن تتضمن عدة خطوات تتمثل فيما يلي:

- فحص التقارير الرسمية للحسابات المالية واستخلاص المعلومات المالية المناسبة؛
- مراجعة نشاطات المؤسسات وهذا ما يسمح بمعرفة ما إذا كانت نشاطاتها موافقة للشريعة الإسلامية؛
- جدولة نتائج المجلس الاستشاري الشرعي؛
- جمع النتائج و وضع قائمة الإصدارات المصادق عليها شرعا.

<sup>1</sup> عمر عبو، مرجع سبق ذكره، ص ص 201، 202.

<sup>2</sup> عمر عبو، المرجع أعلاه، ص 2002.

**2-1-4-4- الخضوع للقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهة المعنية:** تصدر من الجهات المعنية لهذه السوق المالية، حيث أصبح قسم سوق رأس المال الإسلامية هو الهيئة المسؤولة عن إصدار القوانين ودراسة الأدوات المالية في هذه السوق، ولقد جاءت مجموعة من التوجيهات والتعليمات لإصدار وعرض الصكوك الإسلامية وعمل صناديق الإستثمار وشركات الوساطة في السوق.

## 2-2- عينة الدراسة

حتى يتسنى دراسة أثر صناديق الإستثمار الإسلامية وجب التعرض إلى أهم مرتكزات الصناديق الإستثمارية وعلى أساسها يتم إختيار عينة الدراسة وفق عدة إعتبرات أهمها توفر المعلومات في البورصة الماليزية.

تتمثل عينة الدراسة في تسعة (09) صناديق إستثمارية إسلامية في السوق المالية الماليزية، خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 إلى 2017، وقد تم إختيار العينة على عدة إعتبرات منها:

- أن تكون الصناديق الإستثمارية الإسلامية لها نفس العمر الإفتراضي للنشاط قبل التصفية؛
- توفر المعلومات المتمثلة في العائد السنوي والتقارير السنوية على موقع البورصة الماليزية؛

## 2-2-1- ظهور صناديق الإستثمار الإسلامية في البورصة الماليزية

أصدرت هيئة البورصة المالية الماليزية (M B) جملة من التعليمات الخاصة بصناديق الإستثمار الإسلامية سنة 2002م، وهي تقدم الإجراءات الخاصة بتوجيه المستثمرين قبل الإستثمار فيها، هذه التعليمات أتت لحماية حقوق المستثمرين، وفيها طرحت بندين فيما يتعلق بإدارة صناديق الإستثمار وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا هما:

**البند رقم 18:** المتطلب الإضافي لنظام إدارة الصندوق، الذي نص على أن يلتزم الصندوق بمبادئ الشريعة في المعاملات الإسلامية القائمة فيه، وهذا البند قد طبق بالفعل في 1 جانفي 2003؛

**البند رقم 19:** تقوم إدارة الصندوق فيما يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية بإجراءات تعيين المستشارين الشرعيين للمناقشة والمراجعة فيما يتعلق بالمعاملات فيها.

## 2-2-2- إختيار العينة

تم إختيار تسعة (9) صناديق إستثمارية إسلامية في ماليزيا كعينة دراسة تمت دراستها خلال الفترة (2008-2017)، لمعرفة مدى مساهمتها في تطوير رأس المال الإسلامي الماليزي وفق البنود واللاوائح وما يتوافق مع الشريعة الإسلامية كما يلي:

EASTSPRING INVESTMENTS DANA AL-ILHAM	- صندوق الإستثمار الإسلامي دنيا الإلهام
KENANGA SYRIA GROWTH FUND	- الصندوق الإسلامي كانانج للنمو
PUBLIC ISLAMIC OPPORTUNITIES	- الصندوق الإسلامي الفرص العامة
MANULIFE INVESTMENT AL-FAUZAN	- الصندوق الإستثماري الإستثماري بالفوزان
AFFIN HWANG AIIMAN GROWTH	- الصندوق الإستثماري أفان هونج للتنمية والتطوير
CIMB ISLAMIC DALI EQUITY GROWTH FUND	- الصندوق الإسلامي دالي لنمو الأسهم
AM ISLAMIC GROWTH	- أ م إسلامي للنمو
PMB SHARIAH GROWTH FUND	- الصندوق الشرعي ف م ب للتطوير
PMB SHARIAH AGGRESSIVE FUND	- الصندوق الإستثماري الشرعي ف م ب المكافح

## المطلب الثاني: أساليب جمع البيانات والبرامج المعتمدة في الدراسة

### 1- مصادر بيانات الدراسة

تتم الإستعانة بمجموعة من البيانات الأولية والثانوية ذات العلاقة بموضوع الدراسة متمثلة في ما يلي:

**1-1- البيانات الثانوية** تتمثل في بيانات الجانب النظري من الدراسة، حيث تم جمع الدراسات السابقة ومراجعة الأدبيات المنشورة حول آليات وأداء عمل صناديق الإستثمار الإسلامية في الأسواق المالية بإستخدام، كتب، رسائل جامعية، مقالات، مجلات، ملتقيات دولية ومحلية، أيضا الإعتماد على الانترنت بغية إثراء الموضوع وإضفاء المصداقية.

**1-2- البيانات الأولية** حيث تم جمع البيانات والمعلومات المتعلقة بالسوق المالية وصناديق الإستثمار من المصادر الموالية:

- التقارير المالية عن صناديق الإستثمار المدرجة في السوق المالية الماليزية للفترة (2008-2017) المنشورة في المواقع الرسمية للسوق؛  
- تقرير طومسورويتز، حالة الاقتصاد العالمي.

### 2- الأدوات المعتمدة في الدراسة

من أجل معالجة موضوع الدراسة تم الإعتماد على البيانات والنتائج المنشورة من خلال التقارير السنوية للسوق المالية الماليزية، حيث تم تبويبها وفق ما تتطلبه فرضيات الدراسة، كما تتيح هذه الأدوات المستخدمة في تقييم المؤشرات في السوق المالية الماليزية، وتسمح بمعرفة الواقع العملي عن صناديق الإستثمار الإسلامية.

- يتم إستخدام برنامج **LEXCE2010** كأساس لجمع البيانات وتلخيصها وحساب المؤشرات الخاصة بالدراسة.

- كما تم الإعتماد على برنامج البورصة الخاص بإرتفاع وإنخفاض النقاط، ويتمثل هذا البرنامج في برنامج تحليل البورصات الماليزية وكذا صناديق الإستثمار الإسلامية APTISTOCK<sup>1</sup>

ومن أجل الإجابة على التساؤلات الفرعية والوصول إلى جملة من النتائج التي تحقق تأكيد أو نفي الفرضيات، ولغرض الوصول إلى معرفة العلاقة التي تربط صناديق الإستثمار الإسلامية بمؤشرات أداء السوق المالية الماليزية تم الإعتماد على إستخدام العائد المتوسط  $\bar{R}$  لسنوات الدراسة.

## 2-1- تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

يتم في هذا العنصر تحديد متغيرات الدراسة وكيفية قياسها كما يلي:

### 2-1-1- متغيرات الدراسة

من أجل تحقيق هدف الدراسة تم إختيار مجموعة من المؤشرات لتطور السوق المالية الماليزية كمتغير مستقل وأداء صناديق الإستثمار الإسلامية كمتغير تابع، ويمكن توضيحها فيما يلي:

2-1-1-1- المتغير التابع يتمثل المتغير التابع في الدراسة وأداء صناديق الإستثمار الإسلامية، حيث من خلال التقارير والإحصائيات المنشورة نستطيع الحكم على مدى تنشيطها للسوق المالية الماليزية. إستخدام مؤشرين هما:

- مؤشر أسلوب المخاطر الكلية ويتم الإعتماد على مؤشر شارب Sharpe؛

- مؤشر الاداء المعتدل  $M^2$ .

2-2-1-2- المتغير المستقل يتمثل المتغير المستقل البورصة المالية الماليزية، والإعتماد على مؤشرات ويمكن تلخيصها فيما يلي:

<sup>1</sup> <http://www.aplistock.com>

## 2-2- مؤشرات قياس الأداء المالي للسوق المالية الماليزية

- عدد الشركات المدرجة M،

- العائد R،

- حجم التداول V،

- نقط تطور البورصة السنوية خلال فترة الدراسة (2008-2017)

-FTSE bursa malaysia KLIC;

-FTSE Bursa Malaysia-Hijrah-Shariah;

- FTSE Bursa Malaysia Shariah;

2-3- كيفية قياس متغيرات الدراسة يتم قياس متغيرات الدراسة كما هو موضح في الجدول التالي الذي

يتضمن المتغير ورمزه وطريقة حسابه.

الجدول رقم (01-02): طريقة حساب متغيرات الدراسة

الرموز	طريقة الإستخدام والقياس	الرمز	المتغير (المؤشر)
$E(R_i)$ : العائد على الإستثمار $R_F$ : العائد الخالي من المخاطر $\sigma$ : يمثل الإنحراف المعياري	$SP = \frac{E(R_i) - R_F}{\sigma}$	SP	مؤشر شارب
$\left[ \frac{\sigma_m}{\sigma_p} \right]$ : العلاقة بين مخاطرة محفظة السوق $R_F$ : العائد الخالي من المخاطر	$M^2 = (\overline{R_P} - R_F) \left[ \frac{\sigma_m}{\sigma_p} \right] + R_F$	M <sup>2</sup>	مؤشر الاداء المعتدل

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على، الأدبيات النظرية المبينة في الفصل الأول

## المبحث الثاني: عرض ومناقشة نتائج الدراسة

يتناول هذا المبحث عرض واقع صناديق الإستثمار الإسلامية في السوق المالية الماليزية كما يلي:

## المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

## 1- نتائج ومؤشرات السوق المالية الإسلامية في ماليزية

في هذا المطلب يتم إختبار نتائج تطور البورصة الماليزية وفق ثلاث مقاييس ( تقييم لتطور السوق الماليزية وفق عدد المؤسسات المدرجة، تطور القيمة السوقية لرأس المال الإسلامي في ماليزيا) كما يلي:

## 1-1- تطور عدد المؤسسات المدرجة في البورصة الماليزية

فيما يلي نستعرض مدى سعي ماليزيا للتخلي عن المؤسسات الربوية وكانت النتائج كالاتي:

## الجدول رقم (02-02): عدد المؤسسات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في السوق الماليزية

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
عدد المؤسسات المدرجة	980	959	961	946	923	911	906	903	904	903
المؤسسات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية	855	846	846	939	817	650	673	667	671	688
المؤسسات الإسلامية إلى إجمالي السوق %	87,2	88,2	88	89,3	88,5	71,4	74,3	73,8	74,2	76,2

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على التقارير:

Securities commission Malaysia , Annual Report part 6, Statements & statistics,2009,P52 .

Securities commission Malaysia , Annual Report part 6, Statements & statistics,2011,P55 .

Securities commission Malaysia , Annual Report part 6, Statements & statistics,2014,P146 .

Securities commission Malaysia , Annual Report part 6, Statements & statistics,2017,P158.

يوضح الجدول أعلاه تطور عدد المؤسسات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية خلال الفترة المدروسة، والتي يمكن تمثيلها بيانيا من خلال الشكل التالي:

## الشكل رقم (02-01): عدد المؤسسات في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة (2008-2017)



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على، الجدول (2-2)

من خلال الجدول رقم (02-02) والشكل (01-02) نلاحظ أن هناك تزايد في عدد المؤسسات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في السوق المالية الماليزية من سنة 2008 حيث كانت 671 مؤسسة وبنسبة 87,2% مع إجمالي الصناديق، وبدأت في التزايد إلى أن وصلت إلى 817 مؤسسة من بين 923 أي بنسبة



88,5%، وهي نسبة كبيرة مقارنة بإجمالي المؤسسات المتداولة في السوق، ولكن إنخفضت سنة 2013 لتصل 71,4% ثم إرتفعت إرتفاعا طفيفا سنة 2014 لتصل إلى 74,3% هذه النسبة إرتفعت بقيمة 2% في كل سنة (2015-2016-2017) حتى وصلت لأكثر من 76,2%.

## 1-2- القيمة السوقية لرأس المال الإسلامي في البورصة الماليزية

الجدول رقم (02-03): تطور القيمة السوقية للبورصة الماليزية خلال الفترة (2008-2017) بليون RN

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
القيمة السوقية الإجمالية للسوق	664	999	1275	1285	1466	1702	1651	1695	1667	1906
القيمة السوقية لرأس المال الإسلامي	426	638	756	806	942	1030	1012	1086	1031	1134
نسبة رأس المال الإسلامي إلى القيمة السوقية الإجمالية %	64,16	63,86	59,29	62,72	64,26	60,52	61,29	64,07	61,85	59,49

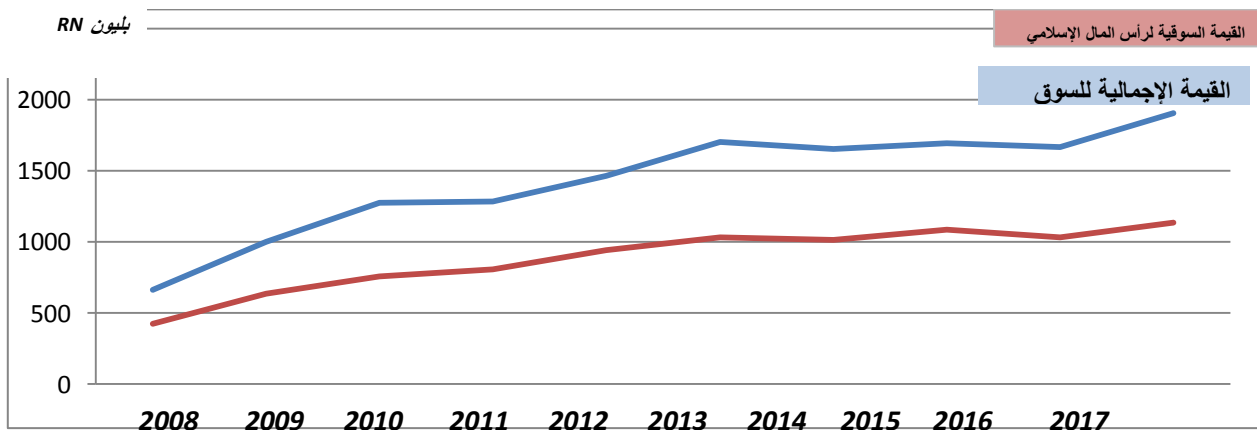
المصدر: إعداد الطلبة بالإعتماد على،

Securities commission Malaysia , Annual Report part 6, Statements & statistics,2009,P52 .  
Securities commission Malaysia , Annual Report part 6, Statements & statistics,2011,P55 .  
Securities commission Malaysia , Annual Report part 6, Statements & statistics,2014,P146 .  
Securities commission Malaysia , Annual Report part 6, Statements & statistics,2016,P56 .  
Securities commission Malaysia , Annual Report part 6, Statements & statistics,2017,P158.

يوضح الجدول أعلاه تطور القيمة السوقية لرأس المال الإسلامي في البورصة الماليزية خلال الفترة

المدروسة، والتي يمكن تمثيلها بيانيا من خلال الشكل التالي:

## الشكل رقم (02-02): تطور القيمة السوقية لرأس المال الإسلامي خلال الفترة (2008-2017)



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على، الجدول رقم (02-03)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (02-03) أن القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي ظلت تمثل أكثر من 60% خلال كل سنوات الدراسة، حيث كانت 426 بليون رينجت سنة 2008، أي أكثر من القيمة السوقية لسوق رأس المال التقليدي، وقد إستمرت هذه القيمة السوقية لرأس المال الإسلامي المسيطرة على السوق المالية الماليزية (ICM)، حيث وصلت إلى نسب عالية أكثر من 64% سنتي 2012 و 2015 مع

زيادة في القيمة السوقية الإجمالية لسوق رأس المال الماليزي، ففي غضون 5 سنوات (2008 إلى 2013) إرتفع رأس المال الإجمالي في السوق المالية الماليزية، حيث أصبح يمثل تقريبا ثلاثة أضعاف ما كان عليه في سنة 2013 بنسبة 256,32%، كما إرتفع رأس المال الإسلامي في نفس الفترة بنسبة 35، 41%. أما سنة 2016، فكان نصيب القيمة السوقية لرأس المال الإسلامي ما يقارب 58، 61%.

1- 3- تطور مؤشرات أداء سوق رأس المال الإسلامي حسب أهم البورصات الإسلامية الماليزية  
يتم عرض نتائج أهم البورصات الإسلامية الماليزية كما يلي:

الجدول رقم (04-02): تطور مؤشرات أهم البورصات الإسلامية خلال الفترة (2008-2017)

السنوات	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
FTSE bursa malaysia KLIC-	1741	1645	1810	1800	1640	1550	1530	1290	884	1412
نسبة التغير%	5,51	-10,03	0,55	8,89	5,49	1,29	15,69	31,5	-59,73	-
FTSE -Hijrah-Shariah	13607	13904	14937	13823	12183	11085	10574	9106	6805	11332
نسبة التغير%	-2,18	-0,7	7,5	11,86	9,01	4,6	13,88	25,3	-66,52	-
FTSE Bursa Malaysia Shariah	12228	12421	12852	12604	11113	10489	10209	8476	6025	10084
نسبة التغير%	-1,58	-3,47	1,93	11,83	5,61	2,70	16,98	28,9	-67,37	-

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على، المواقع الرسمية للبورصات في ماليزيا

من خلال الجدول (04-02) الممثل لتطور مؤشرات أهم البورصات الإسلامية خلال الفترة (2008-2017)، وبالإعتماد على البرنامج "APTISTOCK" والتصوير الفوتوغرافي الآتي لأداء للبورصة من مواقعها الأصلية يتم توضيح تطور مؤشرات البورصات المختارة في ما يلي:

الشكل رقم (03-02): تطور مؤشر بورصة FTSE Malaysia KLCI (KLSE) (2008-2017)



المصدر: إعداد الطلبة بالإعتماد على، <https://www.investing.com/indices/ftse-malaysia-khci-chart>،

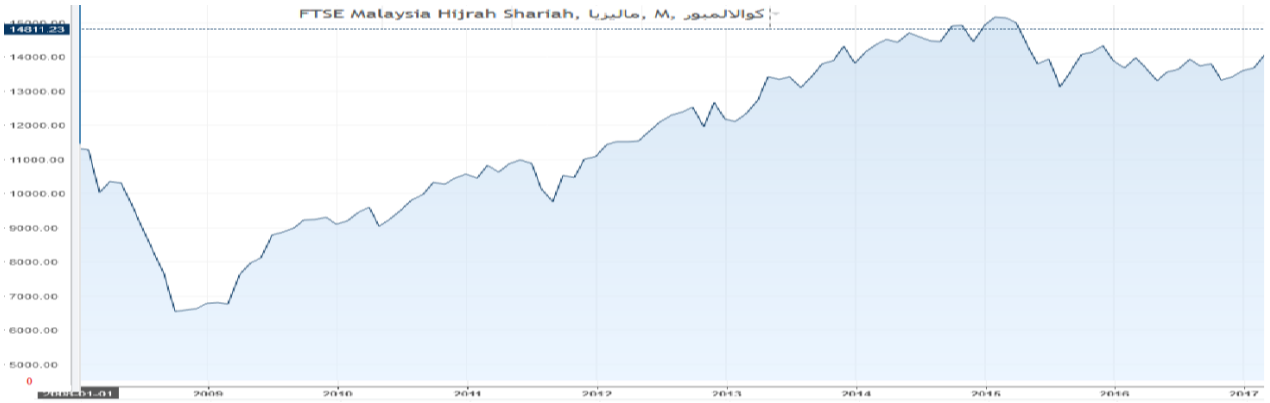
من خلال المنحنى الموضح لتطور بورصة FTSE Malaysia KLCI، يلاحظ إنخفاض بنسبة - 59,73 سنة 2009، وبدأت البورصة بالتعافي تدريجيا منذ 2010، حيث كانت 884 نقطة وبدأت في التصاعد إلى أن وصلت 1810 نقطة سنة 2015 كأقصى مستوياتها، الملاحظ أنه سنة 2016 سجل أول إنخفاض منذ سنة 2008، حيث أصبحت 1645 نقطة، ثم بدأت بالتزايد سنة 2017 حيث بلغت 1741 نقطة.

## الشكل رقم (04-02): تطور مؤشر بورصة FTSE Bursa Malaysia Shariah (2017-2008)



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على، [www.investing.com/indices/ftse-malaysia-emas-sharia](http://www.investing.com/indices/ftse-malaysia-emas-sharia)، يلاحظ من خلال المنحنى أعلاه الموضح لتطور بورصة FTSE Bursa Malaysia Shariah، يلاحظ إنخفاض بنسبة 66,52- سنة 2009، بدأت البورصة بالتزايد تدريجيا منذ 2010، حيث كانت 11332 نقطة وبدأت في التصاعد إلى أن وصلت إلى 14937 نقطة سنة 2015 كأعلى مستوى، وفي سنة 2016 كان أول إنخفاض منذ سنة 2008، حيث وصلت 13904 نقطة، ثم إنخفضت سنة 2017 وصلت 13607 نقطة.

## الشكل رقم (05-02): تطور مؤشر بورصة FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah (2017-2008)



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على، [www.investing.com/indices/ftse-malaysia-hijrah-shariah](http://www.investing.com/indices/ftse-malaysia-hijrah-shariah)، يلاحظ من خلال المنحنى رقم (05-02) الموضح لتطور بورصة Bursa Malaysia Hijrah Shariah، يلاحظ إنخفاض بنسبة 67,37- سنة 2009، بدأت البورصة بالتزايد تدريجيا منذ 2010، حيث كانت، 10084 نقطة سنة 2008، وبدأت في التصاعد إلى أن وصلت 12852 نقطة سنة 2015 كأقصى مستوياتها، كما شهدت البورصة سنة 2016 أول إنخفاض منذ سنة 2008، حيث أصبحت 12421 نقطة، ثم إنخفضت مرة أخرى سنة 2017 وصلت 12228 نقطة.

## 2- نتائج تطور صناديق الإستثمار الإسلامية في البورصة الماليزية

يعتبر تقييم صناديق الإستثمارية الإسلامية في البورصة الإسلامية محطة هامة يتم من خلالها معرفة مدى مساهمة الصناديق الإستثمارية في تطوير رأس المال الإسلامي الماليزي بصورة عامة.

## 2-1- تطور عدد الصناديق الإسلامية في البورصة الماليزية (M)

نستعرض نتائج تطور صناديق الإستثمار الإسلامية في البورصة الماليزية في ما يلي:

الجدول رقم (05-02): تطور عدد الصناديق الإسلامية في البورصة الماليزية

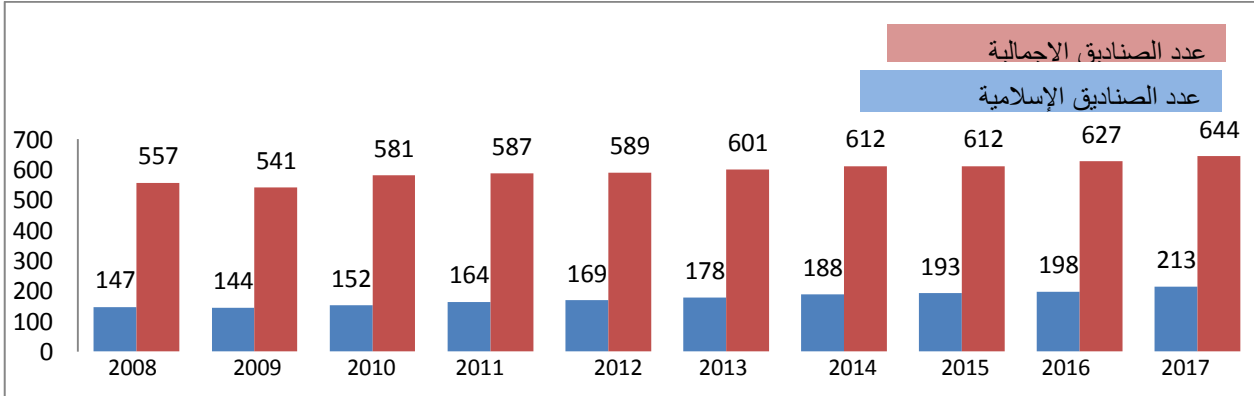
السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
صناديق الإستثمار الإسلامية	147	144	152	164	169	178	188	193	198	213
مجموع صناديق الإستثمار	557	541	581	587	589	601	612	612	627	644
نسبة الصناديق الإسلامية إلى الإجمالية %	26,39	26,61	26,2	27,94	28,69	29,61	30,7	31,54	31,57	33,07

المصدر: إعداد الطلبة بالإعتماد على،

Securities commission Malaysia , **Annual Report part 6, Statements & statistics,2009,P49** .  
 Securities commission Malaysia , **Annual Report part 6, Statements & statistics,2011,P51** .  
 Securities commission Malaysia , **Annual Report part 6, Statements & statistics,2015,P165** .  
 Securities commission Malaysia , **Annual Report part 6, Statements & statistics,2016,P193** .

يمكن قراءة النتائج تطور الصناديق الإسلامية في البورصة بالمنحى التالي:

الشكل رقم (06-02): عدد الصناديق الإستثمارية في سوق المالية الماليزية خلال الفترة (2008-2017)



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على، الجدول رقم (05-02).

من خلال الجدول (05-02) والشكل (06-02) المبينين لتطور صناديق الإستثمار الإسلامية، نلاحظ أن العدد الإجمالي لصناديق الإستثمار سنة 2008 يقدر بـ 557 صندوق إستثماري، وعدد صناديق الإستثمار الإسلامية تمثل نسبة 26,39%، وهذه النسبة في تزايد مستمر في كل سنة وتقدر نسبة الزيادة 1% إلى أن وصلت نسبة 33,07 % سنة 2017.

## 2-2- تطور أصول صناديق الإستثمار الإسلامية في بورصة الماليزية (V)

الجدول رقم (06-02): تطور أصول صناديق الإستثمار الإسلامية في البورصة الماليزية خلال الفترة (2008-2017)

السنة										
2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
77,87	60,91	52,12	46,66	42,82	35,36	27,86	24,04	22,1	17,19	صافي قيمة موجودات أصول صناديق الإستثمار الإسلامية
427	358,5	346,6	343,02	335,5	294,9	249,2	226,81	227	130,4	مجموع القيمة الصافية للأصول
18,24	16,99	15,04	13,60	12,76	11,99	11,18	10,60	9,74	13,18	نسبة القيمة الصافية للصناديق الإسلامية من القيمة السوقية لبورصة ماليزيا %

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على:

Securities commission Malaysia , Annual Report part 6, Statements & statistics,2011,P51 .

Securities commission Malaysia , Annual Report part 6, Statements & statistics,2012,P60 .

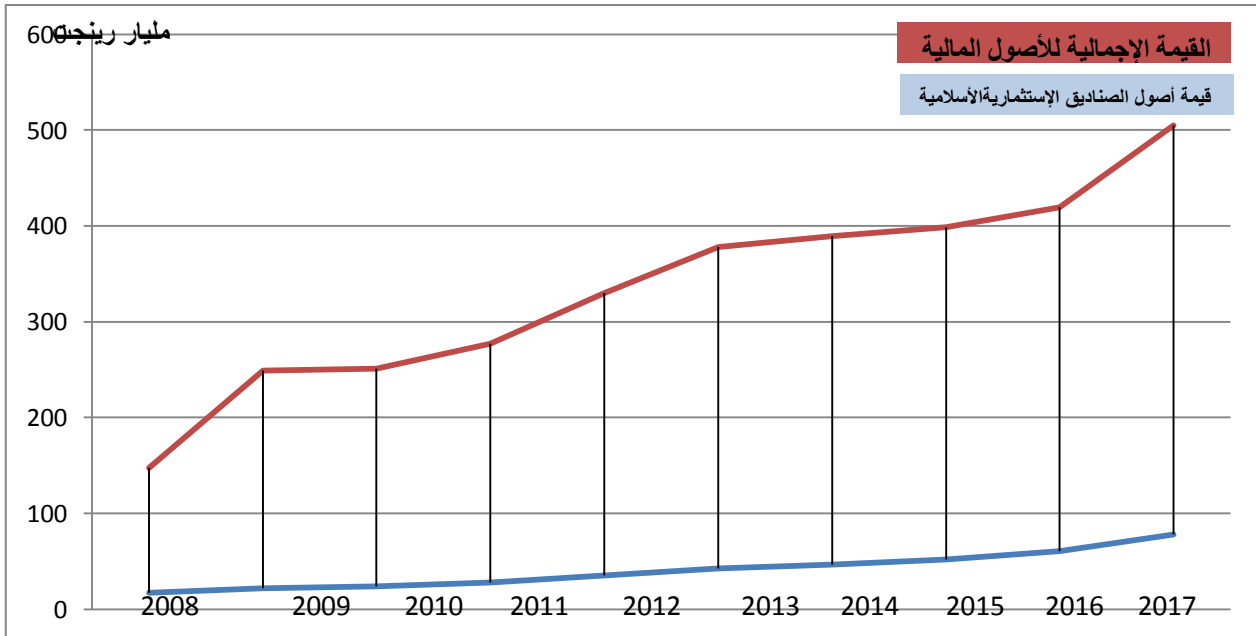
Securities commission Malaysia , Annual Report part 6, Statements & statistics,2015,P165 .

Securities commission Malaysia , Annual Report part 6, Statements & statistics,2016,P193 .

Securities commission Malaysia , Annual Report part 6, Statements & statistics,2017,P160 .

من خلال المعطيات المبينة في الجدول أعلاه، يمكن أن نضع التصور التوضيحي بالشكل التالي:

الشكل رقم (02-07): تطور أصول صناديق الإستثمار الإسلامية في البورصة الماليزية خلال الفترة (2008-2017)



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على، الجدول رقم (02-07).

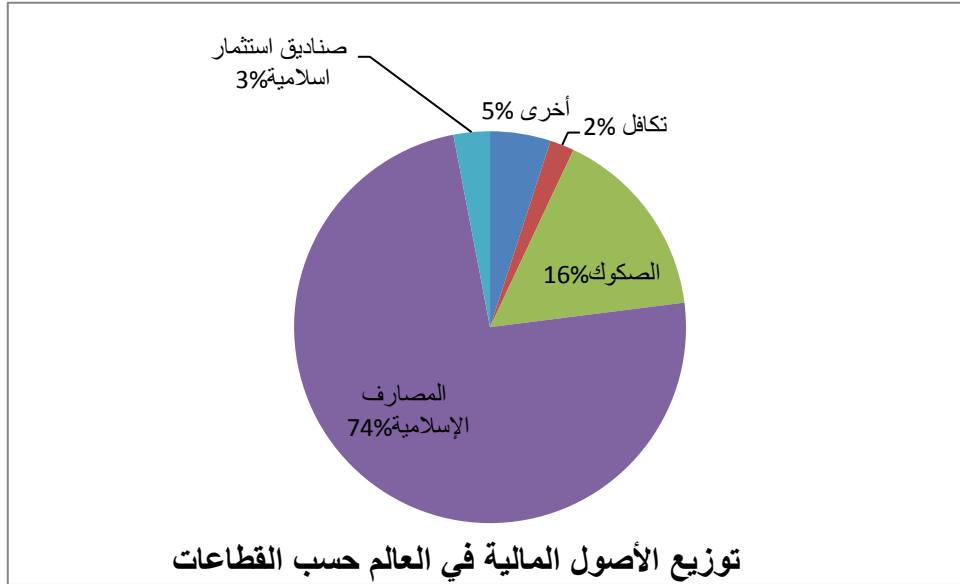
الملاحظ من خلال الجدول رقم (02-06) أن صافي قيمة الأصول الإسلامية في السوق المالية الماليزية بلغت أعلى مستوياتها سنة 2016 لتصل 16,99 مليار RN، وأيضاً المشار إليه أنه منذ الفترة 2008 إلى 2016 حققت أصول صناديق الإستثمار الإسلامية زيادة في نسبتها بالمقارنة مع الأصول الإجمالية للبورصة الماليزية إلا أنه سنة 2016، ورغم الزيادة في الأصول الإسلامية لها إلا أن نسبتها إنخفضت بـ 1,95% مقارنة بسنة 2015. كما شهدت سنة 2017 زيادة هامة في الأصول الإسلامية وصلت 77,87 مليار RN ، كما عرف الأصول الإجمالية في السوق المالية 427 مليار RN.

## 3-2- توزيع الأصول المالية حسب القطاعات الإستثمارية في السوق المالية الماليزية

فيما يلي نسبة الأصول المتداولة لصناديق الإستثمار الإسلامية حسب القطاعات، ويستعرض الشكل

أدناه النسبة مقارنة بالمنتجات الإسلامية المتداولة في السوق المالية الماليزية كما يلي:

الشكل رقم (02-08): توزيع الأصول المالية حسب القطاعات الإستثمارية في السوق المالية الماليزية 2016



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على، تقرير طومسورويترز، حالة الاقتصاد العالمي 2016.

الملاحظ من الشكل رقم (02-08) أن الأصول المالية في السوق المالي الماليزي الممثلة لصناديق

الإستثمار الإسلامية يمثل 3%، هذه النسبة ضعيفة جدا بالمقارنة بالأصول المتداولة في السوق المالية الماليزية.

## 3- تقييم أداء الصناديق الإستثمارية الإسلامية في السوق المالية الماليزية

لتقييم صناديق الإستثمار الإسلامية في السوق المالية يجب أولاً التعرف على أداء البورصات

المعروضة، ولقد تم إختيار البورصات التي على أساسها يتم تقييم ومقارنة أداء صناديق الإستثمار .

## 3-1- تقييم عائد البورصات الإسلامية في ماليزيا

هناك العديد من الأساليب والمؤشرات لمعرفة مدى فعالية أداء البورصات أو الصناديق الإستثمارية الإسلامية، ولقد تم الإعتماد على مؤشر العائد السنوي للتحليل والمقارنة، كما أعتمد على المؤشران (مؤشر شارب ومؤشر الأداء المعدل)، وتمت معالجة المعطيات كما يلي:

**الجدول رقم (02-07): متوسط العائد السنوي لأهم البورصات الإسلامية الماليزية خلال الفترة (2008-2017)**

السنة	عائد البورصة		
	KLCI	EMAS Shariah	Hijrah Shariah
2008	-0,393	-0,416	-0,410
2009	0,452	0,471	0,448
2010	0,193	0,216	0,156
2011	0,08	0,056	0,088
2012	0,103	0,155	0,189
2013	0,105	0,164	0,163
2014	-0,057	-0,14	0,042
2015	-0,039	0,051	0,18
2016	-0,03	-0,037	-0,038
2017	0.094	0,117	0,113
العائد المتوسط	<b>%4,14</b>	<b>%6,37</b>	<b>%9,31</b>

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على،

FTSE Russell performance is no guarantee of future results, 2018,P1

FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index - FTSE Russell 30 March 2018. PDF P02

FTSE Russell. Past performance is no guarantee of future results , 30 March 2018. P1.

الملاحظ من خلال الجدول رقم (02-07) أن متوسط عائد بورصة Hijrah Shariah قدر ب **9,31%** ومقارنة بالبورصات الإسلامية الأخرى أن أكبر عائد تحصلت عليه هذه البورصة، كما أن أقل عائد متوسط تحصلت عليه بورصة KLCI ( السوق ) قدر ب **4,14%**، أما بالنسبة لبورصة EMAS Sharuaah فكان متوسط العائد والمقدر ب **6,37%** دَاً مستوى متوسط مقارنة بالبورصات الأخرى .

### 3-2- تقييم نتائج مؤشرات عينة الصناديق الإستثمارية الإسلامية في البورصة الماليزية

#### 3-2-1- تقييم صناديق الإستثمار الإسلامية وفق العائد السنوي

يمثل العائد السنوي مؤشر مهم للتقييم ، وحتى يستطيع الدخول في الإستثمار بأمواله ووجه المقارنة يعطي له الأفضلية في دراسة أي الصناديق الإستثمارية الإسلامية أفضل، و أي بورصة يختار، وحتى نستطيع أن نُكون فكرة عن أداء صناديق الإستثمار في ماليزيا تم تسجيل العائد السنوي لكل صندوق كما يلي:

## الجدول رقم (08-02): تقييم أداء صناديق الإستثمار الإسلامية للعينة وفق العائد خلال الفترة (2008- 2017)

العائد السنوي لصناديق العينة المختارة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	R̄
INVESTMENTS DANA AL-ILHAM	40,12	43,14	21,28	9,03	17,47	23,29	7,2	10,67	-3,98	10,5	17,87
KENANGA SYARIAH GROWTH FUND	30,22	30,42	20,7	6,93	12,14	20,65	-1,2	9,49	-2,29	13	14
Public Islamic Opportunities	50,08	53,07	18,46	-4,47	16,92	28,36	3,4	18,7	-7,1	21,1	19,85
Manulife Investment Al-Fauzan	25,53	25,58	24,87	2,31	16,88	0,13	7,38	9,82	-2,8	-4,43	10,53
AFFIN HWANG AILMAN GROWTH	38,97	43,99	20,84	4,75	16,57	24,48	-1,22	4,26	0,97	15,4	16,9
CIMB Islamic DALI Equity Growth Fund	34,54	37,54	23,68	8,9	13,32	8,25	-3,14	5,5	6,5	6,5	14,16
AmIslamic Growth	31,51	30,46	19,3	5,95	12,28	24,54	-3,98	8,7	-5,34	16,4	13,98
PMB SHARIAH GROWTH FUND	32,33	30,66	13,88	3,87	12,53	31,18	-9,13	30,53	-13,6	32,8	16,51
PMB Shariah Aggressive Fund	20,22	18,28	4,47	1,92	7,91	47,92	-7,89	41,27	-14,5	29,1	14,87
العائد المتوسط للعينة	<b>14,06</b>										

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على ،المواقع الإلكترونية للصناديق الإسلامية.

<http://www.islamic-invest-malaysia.com/>

<https://www.fundsupermart.com.my/main/fundinfo/EastSpring-Investments-Dana-Al-Ilham-MYPRUDAI>

<https://www.fundsupermart.com.my/main/fundinfo/viewFund.svdo?sedolnumber=MYKNGSGF>

<http://trustnetoffshore.com/Tools/PDFViewer.aspx?url=%2FFactsheets%2FFundFactsheetPDF.aspx%3FfundCode%3DASFS5%26univ%3DDC>

<http://my.morningstar.com/ap/quicktake/overview.aspx?PerformanceId=0P00008MEV>

<https://www.fundsupermart.com.my/main/fundinfo/viewFund.svdo?sedolnumber=MYHWAMG>

[http://www.cimb-principal.com.my/cimbFunds\\_CIMB\\_Islamic\\_DALI\\_Equity\\_Growth\\_Fund.aspx](http://www.cimb-principal.com.my/cimbFunds_CIMB_Islamic_DALI_Equity_Growth_Fund.aspx)

<https://www.fundsupermart.com.my/main/fundinfo/viewFund.svdo?sedolnumber=MYAMISGF>

<https://www.fundsupermart.com.my/main/fundinfo/viewFund.svdo?sedolnumber=MYASM011>

<https://www.fundsupermart.com.my/main/fundinfo/viewFund.svdo?sedolnumber=MYASM006>

من خلال البيانات المقدمة عن الصناديق المختارة في الجدول أعلاه نلاحظ أن:

- الصندوق الإستثمار **EASTSPRING INVESTMENTS DANA AL-ILHAM** متوسط العائد فيه

تذبذب مستمر بين الإنخفاض والإرتفاع ونلاحظ في سنة 2016 أن العائد قدر بـ **3,98-** كما قدر متوسط

العائد من سنة 2008 إلى 2017 بـ **17,87** وبمقارنته بالصناديق الإستثمارية الإسلامية الأخرى في ماليزيا

فهو يمثل معدل عالي.

- الصندوق **KENANGA SYARIAH GROWTH FUND** يلاحظ فيه أن متوسط العائد تراوح بين

**30,98** و **9,94** ماعدا سنة 2014 قدر متوسط العائد بـ **1.2-** وفي سنة 2016 قدر بـ **2,29-**



- **Public Islamic Opportunities** تراوح متوسط العائد بين 3,40 و 53,07 ونلاحظ في سنة 2011 و 2016 قدرت ب 4,47- و 7,1- على التوالي.

- الصندوق الإسلامي **Manulife Investment Al-Fauzan** الملاحظ أن العائد يراوح بين 25,58 و 0,13 و قدر في سنتي 2016 و 2017 ب 2,80 - و 4,43-.

-الصندوق الإستثماري الإسلامي **AFFIN HWANG AIIAN GROWTH FUND** قدر العائد فيه في الفترة الممتدة بين 2008 و 2017 ب 16,9 .

- أما بالنسبة للصندوق الإستثماري الماليزي **CIMB Islamic DALI Equity Growth Fund** نلاحظ أن عائدته قدر ب 14,16 للفترة بين 2008 و 2017.

- الصندوق الإسلامي المختار **AmIslamic Growth** الملاحظ من المعلومات المدرجة إنخفاض مستمر في العائد منذ سنة 2008 إلى 2011 ثم يرتفع العائد في السنتين التاليتين، وفي سنة 2016 قدر ب 5,34 - و كمتوسط حسابي قدر العائد ب 14,16.

- الملاحظ من الصندوق الإستثماري الإسلامي **PMB SHARIAH GROWTH FUND** أن العائد يتراوح بين 32,80 و 3,87 إلا أنه في السنتين 2014 و 2016 قيم العائد بالسالب ب 9,13 - و 13,60- على التوالي.

- أما بالنسبة لهذا الصندوق الاخير **PMB Shariah Aggressive Fund** قدر العائد كمتوسط حسابي ب 14,87 في الفترة ما بين 2008 و 2017.

الملاحظ من الجدول رقم (02 - 07) والجدول رقم (02 - 08) أنه عند إجراء مقارنة للعوائد أن البورصات الثلاثة المستخدمة ومعدلاتها للمدة المدروسة من 2008 إلى 2017 لم تتعدى 10 %، وعند إختبار العينة المدروسة وجدنا أن العائد يتعدى 15% .

## 3-2-2-2- تقييم صناديق الإستثمار الإسلامية وفق نموذج شارب على الدراسة

لتقييم نتائج صناديق العينة المختارة نحسب مؤشر شارب السوق، حسب المعلومات التالية:

-المتوسط السنوي لعوائد سوق ماليزيا بلغت 4,14%؛

-متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 2,95%.

## 3-2-2-1- مؤشر شارب للسوق الماليزي (KLCI)

الجدول رقم (02-09): مؤشر شارب للسوق الماليزي (KLCI) خلال الفترة (2008-2017)

السوق الماليزي	$E(R_m)$	$R_{Fm}$	$\sigma_m$	
KLCI	4,14	2,95	0,2108689	<b>0,056433</b>

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على، معلومات السوق ( بورصة KLCI )

## 3-2-2-2-3- تقييم صناديق الإستثمار الإسلامية وفق مؤشر شارب على عينة الصناديق المختارة

حسب المعلومات المتوفرة عن عينة صناديق المختارة نحسب مؤشر شارب لها كما يلي:

الجدول رقم (02-10): مؤشر شارب لصناديق العينة الفترة (2008-2017)

الصندوق	$E(R_i)$	$R_F$	$\sigma_p$	SP
INVESTMENTS DANA AL-ILHAM	17,87	2,95	0,149860134	<b>0,9955</b>
KENANGA SYARIAH GROWTH FUND	14,00	2,95	0,114755392	<b>0,96292</b>
Public Islamic Opportunities	19,85	2,95	0,331742068	<b>0,50943</b>
Manulife Investment Al-Fauzan	10,53	2,95	0,113362692	<b>0,66865</b>
AFFIN HWANG AAIMAN GROWTH FUND	16,9	2,95	0,28561000	<b>0,48842</b>
CIMB Islamic DALI Equity Growth Fund	14,16	2,95	0,131499809	<b>0,85247</b>
AmIslamic Growth	13,98	2,95	0,178097726	<b>0,61932</b>
PMB SHARIAH GROWTH FUND	16,51	2,95	0,22458100	<b>0,60379</b>
PMB Shariah Aggressive Fund	14,87	2,95	1,79606800	<b>0,06636</b>

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على، معلومات صناديق العينة، الجدول رقم (02-08)

نلاحظ أن العوائد الإضافية التي تحققها صناديق العينة من كل وحدة مخاطرة كلية أكبر من 0,50

لكل وحدة عائد، عدا الصندوق الإستثماري الإسلامي PMB Shariah Aggressive Fund الذي يحقق

0,066 وحدة عائد، وعليه وعند المقارنة بمؤشر شارب السوق نلاحظ أن العوائد أقل وأيضا المخاطرة أقل

من كل الصناديق المختارة كعينة دراسة.

3-2-3- تقييم صناديق الإستثمار الإسلامية وفق مؤشر الأداء المعدل  $M^2$  على العينة

وللوصول إلى تقييم الصناديق نتبع خطوات التحليل تطبيق مؤشر نتبع الخطوات التالية:

- صناديق العينة المختارة تعمل بشكل طبيعي، حيث بلغ معدل العائد على الإستثمار في السوق المالية الماليزية وفق الجدول رقم (02-06)؛

المتوسط السنوي لعوائد سوق ماليزيا بلغت 4,14%؛

متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 2.95%.

في ما يلي نقوم بتطبيق نموذج الأداء المعتدل كما يلي:

الجدول رقم (02 - 11): مؤشر الأداء المعدل  $M^2$  لصناديق العينة خلال الفترة (2008-2017)

الصندوق	$\overline{R_p}$	$R_F$	$\overline{R_p} - R_F$	$\sigma_p$	$\sigma_m$	$M^2$
INVESTMENTS DANA AL-ILHAM	17,87	2,95	14,92	14,9860	21,0868	<b>23,94</b>
KENANGA SYARIAH GROWTH FUND	14,00	2,95	12,95	11,4755	21,0868	<b>26,75</b>
Public Islamic Opportunities	19,85	2,95	16,9	33,1742	21,0868	<b>13,69</b>
Manulife Investment Al-Fauzan	10,53	2,95	7,58	11,3362	21,0868	<b>17,05</b>
AFFIN HWANG AAIMAN GROWTH FUND	16,9	2,95	13,95	28,561	21,0868	<b>13,25</b>
CIMB Islamic DALI Equity Growth Fund	14,16	2,95	11,21	13,1499	21,0868	<b>20,93</b>
AmIslamic Growth	13,98	2,95	11,03	17,8097	21,0868	<b>16,01</b>
PMB SHARIAH GROWTH FUND	16,51	2,95	13,56	22,4581	21,0868	<b>15,68</b>
PMB Shariah Aggressive Fund	14,87	2,95	11,92	17,9606	21,0868	<b>16,94</b>

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على، معلومات صناديق العينة

الملاحظ أن العوائد للصناديق العينة المدروسة ستصبح كلها أكبر من العائد الحالي في حالة رفع المخاطرة الكلية في إستثمارات الصندوق لتصل إلى نفس مستوى مخاطرة السوق في حالة الدخول المباشر في السوق.

#### 4- تقييم السوق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامي في العالم

باعتبار أن حركة الأموال في العالم لها الأثر في تنشيط أي سوق مالي فإن الصناديق الإسلامية تتأثر بهذه القيم المالية إما سلباً أو إيجاباً حسب التأثيرات العالمية من أزمات أونشاط، وعليه فإن تطور رأس المال الإسلامي له إنعكاس مباشر على الصناديق الإستثمارية الإسلامية.

#### 4-1- تطور مؤشرات رأس المال الإسلامي في العالم

حقق سوق رأس المال الإسلامي في عام 2016 أداء أفضل مما كان عليه في عام 2015 وشهد عام 2016 زيادة في إصدارات الصكوك، في حين إستمرت الأسهم الإسلامية في تحقيق الأرباح. حيث وصل حجم إصدارات الصكوك السنوية إلى 75 مليار دولار أمريكي في عام 2016، ليصل حجم الصكوك غير المستردة إلى نحو 320 مليار دولار أمريكي. 79% منها هي صكوك صادرة عن جهات حكومية، في حين أن 21% فقط تصدر من شركات خاصة.

#### 4-2- توزيع الأصول المالية الإسلامية في العالم

بلغ حجم الأصول المتوافقة مع الشريعة حوالي 2,1 تريليون دولار في عام 2015 بحسب تقديرات وكالة ستاندرد أند بورز لخدمات التصنيف الائتماني. أما في عام 2014 فقد بلغ حجم تلك الأصول حوالي 81,1 تريليون دولار بزيادة 9,7% عن العام 2013، حيث بلغ حجم الأصول فيها حوالي 16,5 تريليون دولار. ومن المتوقع أن يصل حجم هذه الأصول بنهاية العام 2020 إلى 25,3 تريليون دولار بحسب تقرير صادر عن تومسون رويترز. يرجع إرتفاع الأصول المتوافقة مع الشريعة في عام 2014 إلى نمو أصول المصارف الإسلامية وتطور صناديق الإستثمار الإسلامية وأيضاً صناعة التأمين الإسلامي (التكافل)، والتي نمت بنسبة 12% و 10% على التوالي، بينما سجلت الصكوك الإسلامية وصناديق الإستثمار الإسلامية نمواً بنسبة 6% و 7% على التوالي. وبذلك، شكلت الأصول المتوافقة مع الشريعة الإسلامية حوالي 1,3% من إجمالي الأصول المالية العالمية.<sup>1</sup>

وتشكل المصارف الإسلامية الجزء الأهم والأكبر من النظام المالي الإسلامي، حيث بلغت أصول هذه المصارف حوالي 1,346 مليار دولار في عام 2014، تليها الصكوك الإسلامية والتي بلغت 295 مليار دولار، ثم صناديق الإستثمار الإسلامية (56 مليار دولار)، التكافل حوالي (33 مليار دولار).

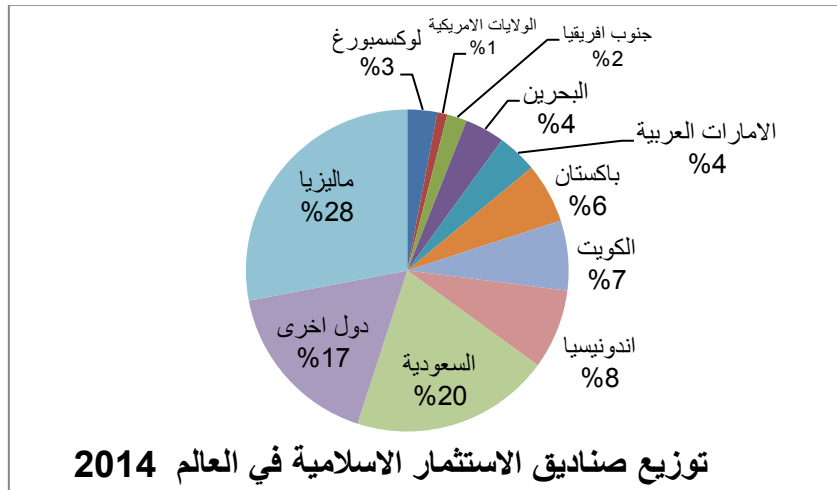
<sup>1</sup> إتحاد المصارف العربية، إدارة الدراسات والبحوث، تطورات التمويل الإسلامي والصيرفة الإسلامية حول العالم 2016، الموقع الإلكتروني تاريخ الإطلاع 2018/02/25 الساعة 20:30.

شهدت الأصول المتوافقة مع الشريعة إنخفاضاً بنسبة 8,48% في عام 2015 وذلك نتيجة لعدد من التطورات التي شهدتها النظام المالي الإسلامي، وبشكل رئيسي فقد جرت عمليات اندماج في بعض الأسواق، وجرى فرض متطلبات رقابية جديدة، ووصلت في بعض الأسواق إلى حالة إشباع وخاصة في الاقتصاديات ذات الكثافة المصرفية العالية، وتراجع أسعار الصرف لعدد من العملات المحلية.<sup>1</sup>

تتركز أصول التمويل الإسلامي العالمي بشكل كبير في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا حيث يوجد حالياً حوالي 77% من أصول المؤسسات المالية. وتستحوذ دول الخليج العربية على نسبة 50,3% من أصول المؤسسات الإسلامية حول العالم، في حين أن باقي منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تستحوذ على نسبة 26,6% من الأصول المالية الإسلامية. في المقابل، تستحوذ آسيا على نسبة 66% من الأصول الإسلامية، ومنطقة أفريقيا جنوب الصحراء على نسبة 6%، وأوروبا وأميركا وأستراليا مجتمعة على نسبة 3,1%، كما سجلت دول الخليج العربية نمو بنسبة 19,14% في عام 2015-2016، في حين سجلت باقي منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا إنخفاضاً كبيراً، بنسبة 36,97%. وسجلت آسيا نمواً بنسبة 69,3% خلال 2017 مقارنة بسنة 2016.<sup>2</sup>

وفي ما يلي التوزيع العالمي لصناديق الإستثمار الإسلامية.

#### الشكل رقم (02-09): التوزيع العالمي لصناديق الإستثمار الإسلامي في العالم سنة 2014



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على،

Malaysia's Islamic finance marketplace. Expertise. Innovation. Deal Flow. 2014. P4

<sup>1</sup> إتحاد المصارف العربية، إدارة الدراسات والبحوث، تطورات التمويل الإسلامي والصيرفة الإسلامية حول العالم 2016، مرجع سبق ذكره. تاريخ

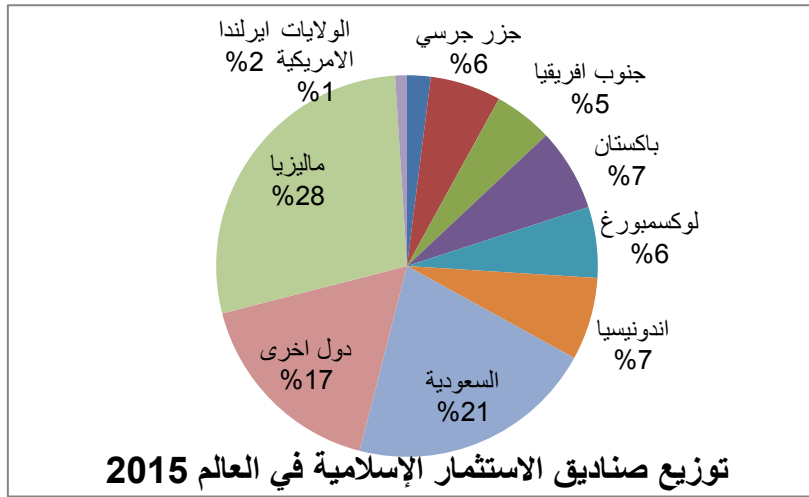
الإطلاع 2018/02/25، الساعة 20:30. <http://www.uabonline.org/en/research/financial/>

<sup>2</sup> تقرير تومسون رويترز.

تاريخ الإطلاع 2018/02/26، الساعة 21:00. <http://www.uabonline.org>

من خلال الشكل رقم (02-09) الممثل للتوزيع العالمي لصناديق الإستثمار الإسلامية لسنة 2014 يلاحظ أن ماليزيا تمثل أكبر نسبة للصناديق الإسلامية وبتشكيل متنوع من الصيغ، حيث تحتل المركز الأول عالميا، بنسبة 28%، تليها السعودية بنسبة 20%، ثم باقي الدول بنسب متقاربة بين 4%، و8%، أغلبها يتركز في آسيا.

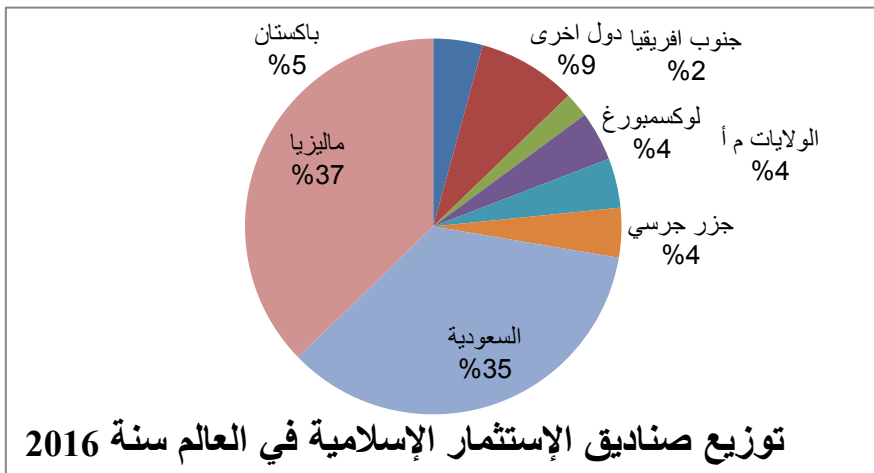
#### الشكل رقم (02-10): توزيع صناديق الإستثمار الإسلامية في العالم 2015



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على، [www.mifc.com](http://www.mifc.com)

من خلال الشكل رقم (02-10) الملاحظ أن ماليزيا تتربع على النسبة الأكبر من الصناديق الإستثمارية الإسلامية في العالم بنسبة 28%، تليها السعودية بنسبة 21% ثم أندونيسيا بنسبة 7%، وهناك دول مثل اندونيسيا، باكستان، جزيرة جيرسي، إيرلندا وجنوب إفريقيا فتضم 34%، وباقي دول العالم نسبتها 17%.

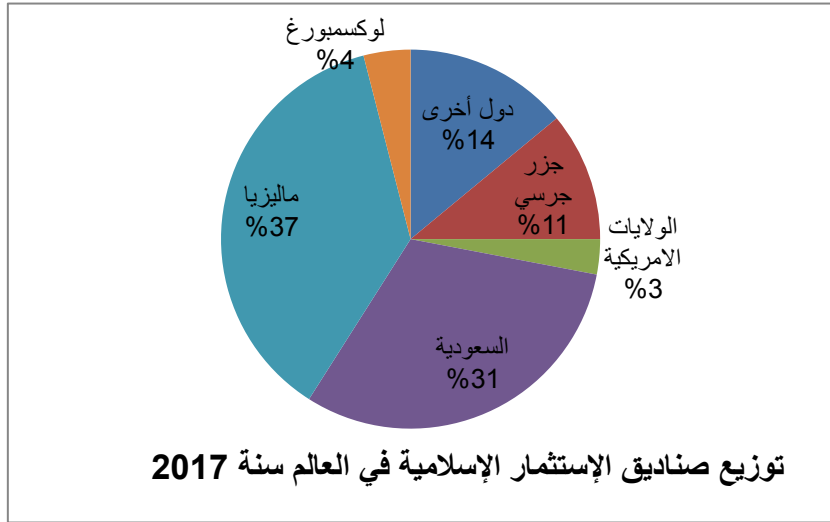
#### الشكل رقم (02-11): توزيع صناديق الإستثمار الإسلامية في العالم 2016



المصدر: إعداد الطلبة بالإعتماد على، <https://fundselectorasia.com/look-malysias-islamic-funds/>

ومن خلال الشكل رقم (02-11) الملاحظ أنه في سنة 2016 تتربع ماليزيا على نسبة 37% يمثل النصيب الأكبر تليها السعودية بنسبة 35%.

الشكل رقم (02-12): توزيع صناديق الإستثمار الإسلامية في العالم 2017

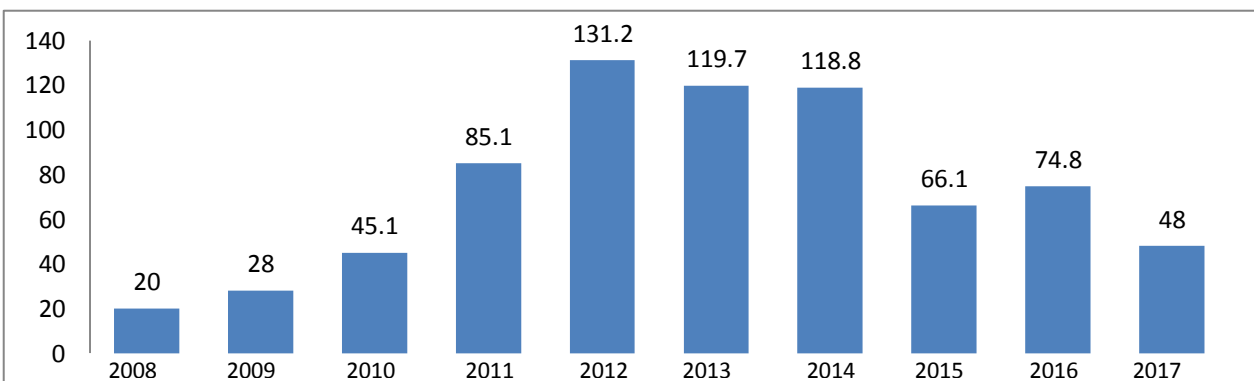


المصدر: إعداد الطلبة بالإعتماد على، تقرير المركز المالي الإسلامي في ماليزيا، صناديق الإستثمار الإسلامية 2017 من خلال الشكل (2-12) الظاهر أن ماليزيا ضلت متربعة على الإستحواذ لصناديق الإستثمار الإسلامية وبنسبة 37%، وأيضا السعودية بنسبة 31%، وعدم ظهور أي تغير عالمي إلا ظهور الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة 3%.

#### 4-3- توزيع أصول صناديق الإستثمار الإسلامية في العالم

تعد الأصول المالية المتداولة في صناديق الإستثمار الإسلامية في العالم والمقدرة بالمليارات مؤشرا على كفاءة الأسواق المالية الإسلامية وفي ما يلي التطور المالي لمدة عشر (10) سنوات.

الشكل رقم (2-13): توزيع أصول صناديق الإستثمار الإسلامية في العالم من 2008 إلى 2017



المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على، <https://www.graphicnews.com/nl/pages/35724>

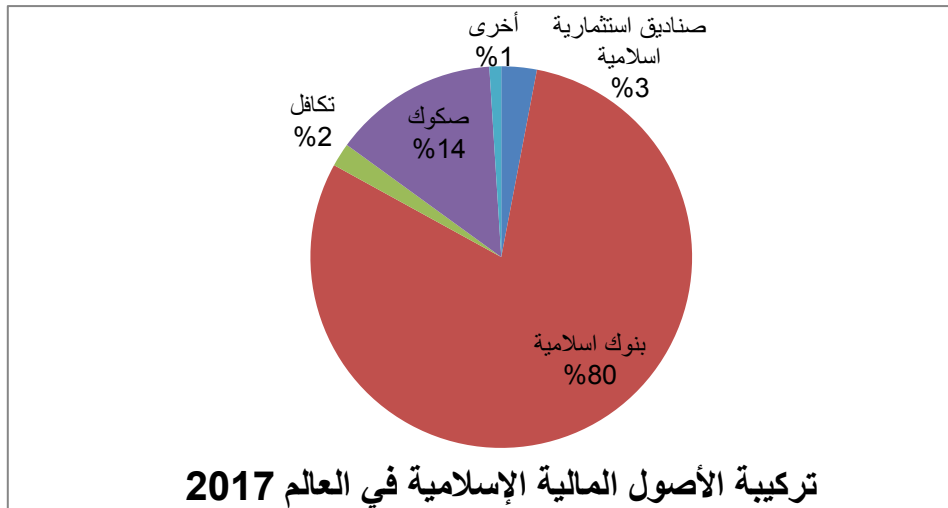
الملاحظ من الشكل رقم (02-13) أن حجم أصول الصناديق الإستثمارية الإسلامية في العالم حوالي 131.2 مليار دولار حتى نهاية العام 2012، وهو يمثل أعلى الأصول المالية، والملاحظ أن الأصول المالية لصناديق الإستثمار الإسلامية في تزايد منذ سنة 2008، حتى 2014.

عرفت سنة 2016 زيادة ب 10مليار دولار مقارنة ب 2015، و تراجعت حجم الأصول إلى 48 مليار دولار سنة 2017 وهو ما يمثل أقصى إنخفاض منذ 2010، ويرجع ذلك أساساً إلى إنخفاض أسعار النفط والتغيرات السريعة في الإطار التنظيمي العالمي، و أيضاً إنهبان أسعار الدولار.

#### 4-4- تركيبة الأصول الإسلامية في العالم

يتكون رأس المال الإسلامي من مجموعة قيم متناسقة فيما بينها والمكونة للبورصة المالية، ومن خلال هذا المدخل نستعرض قيم كل نوع حسب الأصول المالية الكلية.

الشكل رقم (02-14): تركيبة الأصول المالية الإسلامية في العالم 2017



المصدر، من إعداد الطلبة بالإعتماد على، <http://uaebusiness.com/finance-in-2017/>

من خلال الشكل رقم (02-14) الموضح لتركيبية الأصول المالية الإسلامية في العالم 2017، نلاحظ أن الصيرفة الإسلامية تمثل النسبة الأكبر بنسبة 80%، وتليها الصكوك بنسبة 14%، و بخصوص صناديق الإستثمار الإسلامية فنسبتها ضعيفة بنسبة 3%. وبالرغم من ذلك، فمن المتوقع أن يسجل القطاع نمواً سنوياً يبلغ 5% على مدى السنوات الخمس المقبلة، كما يتوقع أن يصل إلى 77 مليار دولار بحلول عام 2019. ومن خلال التعرض إلى الأهمية والدور الإستثماري لصناديق الإستثمار الإسلامية في الأسواق المالية العالمية، تبين أنها في تطور وتكتسب في كل فترة ثقة المستثمرين، خاصة الذين يبحثون على تطبيق الضوابط الإسلامية وتنمية أموالهم في الحلال.



## المطلب الثاني: تحليل ومناقشة النتائج

كشفت هذه الدراسة عن مجموعة من النتائج التي يمكن أن تثبت أو تنفي فرضياتنا وذلك بالإعتماد على التحليل الإحصائي الذي يعتبر أداة تحليل تساعدنا في الوصول إليها لذلك سنحاول من خلال هذا المطلب تحليل ومناقشة النتائج اقتصاديا.

حاولنا من خلال هذه الدراسة تحديد مدى قدرة صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل السوق المالية من خلال تفسير نتائج مؤشرات السوق المالية الإسلامية إضافة إلى تقييم تطور وأداء صناديق الإستثمار الإسلامية في البورصة الماليزية للفترة الممتدة من 2008 إلى غاية 2017 وقد أكدت الدراسة التطبيقية على أن جميع النتائج المتوصل إليها والمؤشرات المعمول بها في السوق المالية الإسلامية الماليزية لها القدرة على تفسير أثر صناديق الإستثمار الإسلامية على السوق المالية الماليزية.

### 1- تحليل نتائج مؤشرات السوق المالية الإسلامية في ماليزية

سيتم في هذا العنصر تحليل نتائج تطور عدد من المؤسسات المدرجة في البورصة الماليزية والقيمة السوقية لرأس المال الإسلامي لذات البورصة بالإضافة إلى تحليل النتائج المتعلقة بتطور أداء سوق رأس المال الإسلامي حسب أهم البورصات الإسلامية الماليزية.

**1-1- تحليل نتائج تطور عدد المؤسسات المدرجة في البورصة الماليزية،** إتضح لنا من خلال الدراسة أن عدد المؤسسات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في تزايد مقارنة بإجمالي عدد المؤسسات المدرجة في البورصة الماليزية، وعليه يمكن الحكم على مدى سعي المستثمر الماليزي التخلي عن المؤسسات الربوية

يرجع سبب الإرتفاع إلى العديد من الأسباب منها إرتفاع مستوى التوعية بالنسبة للمؤسسات الماليزية لممارسة أنشطة متوافقة والشريعة الإسلامية بدلا من القطاعات والأنشطة المحرمة شرعا، مما أدى إلى إرتفاع الثقة لدى المستثمرين الماليزيين للإستثمار فيها وهذا نتيجة للتشجيع المتواصل من طرف الهيئات الماليزية لهذا النوع من المؤسسات، بالإضافة إلى فعالية الرقابة الشرعية التي لها الدور الهام في تطوير السوق المالية الماليزية والسمعة الطيبة التي حضت بها هذه الأخيرة على المستوى العالمي في مجال الصناعة المالية الإسلامية، دون أن ننسى طبيعة المجتمع الماليزي المشجع للعلاقات المالية في إطار إسلامي، ومساهمة اللوائح والقوانين في تسهيل المعاملات وإيجاد المناخ الملائم لنموها وتطورها.

## 1-2- تحليل نتائج القيمة السوقية لرأس المال الإسلامي في البورصة الماليزية

الملاحظ من خلال الدراسة أن القيمة السوقية لرأس المال الإسلامي ظلت تمثل أكثر من 60% من إجمالي القيمة السوقية للبورصة الماليزية خلال سنوات الدراسة مع وجود انخفاض طفيف وهذا بسبب الأزمة المالية العالمية التي مست الأصول المالية، أما الزيادة المحتشمة في هذه النسبة فيعود إلى تذبذب أسعار النفط في العالم وعموما فإنه يمكن إرجاع الزيادة في القيمة السوقية لرأس المال الإسلامي إلى التدابير المتخذة من طرف الحكومة الماليزية من أجل جعل سوق الأوراق المالية سوق جاذبة لرؤوس الأموال المحلية والأجنبية بتوفير القوانين والتشريعات الخاصة بهذه الأدوات المالية، مما أدى إلى إقبال خاص من طرف المستثمرين الماليزيين إلى الإستثمار فيها لأنها أقل مخاطرة من الأدوات المالية الأخرى، وجعل ماليزيا مركزا دوليا للتمويل الإسلامي.

## 1-3 تحليل نتائج تطور أداء سوق رأس المال الإسلامي حسب أهم البورصات الإسلامية الماليزية

أوضحت لنا دراسة المخططات البيانية لأهم ثلاثة بورصات إسلامية ماليزية والتي تشكل أكثر من 90% من السوق المالي الإسلامي الماليزي، وجود تشابه وبدرجة كبيرة في أدائها.

يعود سبب انخفاض أداء هذه البورصات خلال سنة 2008 إلى الأزمة المالية العالمية حيث أن السوق الإسلامي الماليزي تأثر من هذه الهزة بصورة كبيرة، ثم بدأ بالتعافي منذ سنة 2009 بشكل مستمر إلا أنه عانى خلال سنة 2012 بسبب انخفاض سعر البترول، وضلت البورصات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تحقق أرقاما جيدة إلى غاية 2017، وهذا راجع إلى تنويع الإستثمارات والمحافظة والوصول إلى درجة عالية من الوعي من قبل المستثمرين والمدخرين على حد سواء. وعليه ومن خلال ما تم عرضه عن السوق المالي الماليزي والمؤشرات المعروضة في البورصات هناك تطور متزايد في العناية بتوظيف المدخرات وفق الأساليب الإسلامية والملاحظ أن ماليزيا تسعى للتخلص من الأساليب التقليدية القائمة على الربا والمحرمات.

## 2- تحليل نتائج تطور صناديق الإستثمار الإسلامية في البورصة الماليزية

من خلال هذا العنصر سيتم تحليل نتائج تطور الصناديق الإسلامية في البورصة الماليزية وكذا تحليل نتائج تطور أصولها بهدف معرفة مدى مساهمتها في تطوير رأس المال الإسلامي الماليزي.

## 2-1- تحليل تطور عدد الصناديق الإسلامية في البورصة الماليزية

أوضحت لنا دراسة الجدول والشكل البياني التطور الملحوظ في عدد الصناديق الإسلامية من إجمالي صناديق الإستثمار حيث تمثل نسبة الزيادة 1% في كل سنة مقارنة بالسنة التي تسبقها بداية من سنة 2008 وصولاً إلى سنة 2017.

## 2-2- تحليل نتائج تطور أصول صناديق الإستثمار الإسلامية في البورصة الماليزية

الملاحظ من الجدول والمخططات البيانية المستخدمة في الدراسة أن صافي قيمة الأصول الإسلامية في السوق المالية الماليزية في تزايد مستمر خلال سنوات الدراسة مقارنة بمجموع القيمة الصافية للأصول في السوق الماليزية مع تسجيل انخفاض طفيف سنة 2009، وهذا راجع إلى أزمة الرهن العقاري وما انجر عنها من آثار سلبية.

وعموماً فإن الزيادة في صناديق الإستثمار الإسلامية وكذا في صافي قيمة أصولها المالية راجع إلى سببين: أولها التراخيص التي منحتها هيئة الأوراق المالية الماليزية للسماح بدخول أجنبى إلى السوق الماليزية لإدارة صناديق الإستثمار وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، وثانيها تزايد الوعي الإستثماري الإسلامي في أوساط الماليزيين وأيضاً إلى زيادة الوعي لدى الشركات من أجل التعامل بالمعاملات الإسلامية.

## 2-3- توزيع الأصول المالية حسب القطاعات الإستثمارية في السوق المالية الماليزية

من ما تبين حسب المخطط النسبي أن الأصول في جانب صناديق الإستثمار الإسلامية في ماليزيا تحتل المركز الأخير، يرجع هذا إلى أن العمل في المنتجات المالية المعروفة والبنوك الإسلامية خاصة يجعل المستثمر الماليزي يوظف أمواله فيها، ورغم ذلك فإن الأصول المالية فيها في تزايد مستمر من سنة إلى أخرى وهذا راجع إلى التنوع في الصناديق الإستثمارية الإسلامية.

## 3- تحليل تقييم أداء الصناديق الإستثمارية الإسلامية في السوق المالية الماليزية

من خلال هذا العنصر نصل إلى علاقة صناديق الإستثمار الإسلامية ومدى معرفة مساهمتها في السوق المالي الماليزي، وحتى الوصول إلى طريقة تفكير مدير الصندوق والإستراتيجية الإستثمارية المتبعة كما يلي:

## 3-1- تحليل تقييم عائد البورصات الإسلامية في ماليزيا

### الملاحظ أن عائد البورصتين الإسلاميتين **Hijrah Shariah** و **EMAS Shariah**

عوائدها أفضل من بوصة **KLIC** ويرجع ذلك إلى عدم وجود المضاربة المحرمة في الشريعة الإسلامية على الأنشطة، وكذلك عدم التعامل بالمستقبلات في البورصات الإسلامية يجعل المخاطرة متدنية مما يعكس على أن يكون العائد في حدود معقولة، وفي هذا قال الرسول صلى الله عليه وسلم ( لا ضرر ولا ضرار)، رواه ابن ماجة والدارقطني وغيرهما مسندا ، ورواه مالك، لان الشريعة الإسلامية مبنية على التكافل ودفع المفساد والمضار.

**3-2-2- تحليل تقييم نتائج مؤشرات عينة الصناديق الإستثمارية الإسلامية في البورصة الماليزية، وفق المؤشرات الثلاث: العائد السنوي، نموذج مؤشر شارب ونموذج مؤشر الأداء المعدل.**

**3-2-1- تحليل تقييم نتائج مؤشرات عينة الصناديق الإستثمارية الإسلامية في البورصة الماليزية، وفق العائد السنوي**

الملاحظ من خلال نتائج الدراسة أن نسبة العائد السنوي لأهم البورصات الإسلامية خلال سنوات الدراسة في تذبذب مستمر بين الإرتفاع والإخفاض وكذا هو الحال بالنسبة لعائد السوق الماليزي إلا أن متوسط عائد هذه البورصات خلال السنوات الممتدة من 2008 إلى 2017 أكبر من متوسط عائد السوق وهذا ما يحببه المستثمرون، بالإضافة إلى وجود تذبذب في متوسط عوائد صناديق الإستثمار الإسلامية الماليزية (العينة) خلال نفس الفترة وبصفة عامة فإن الإخفاض في نسب العوائد يعود إلى التغيرات الاقتصادية التي طرأت على العالم كالأزمة المالية العالمية لسنة 2008، وأزمة الديون السيادية اليونانية سنة 2011، وأزمة انخفاض أسعار النفط التي أدت إلى تزايد مخاوف المستثمرين الأجانب في السوق بشأن توقعات النمو الاقتصادي، وكذا تراجع قيمة العملة الماليزية ( رينجت) مما أدى إلى سحب المستثمرين لأسهمهم .

الملاحظ في الجدول رقم (08-02) أن العائد للصناديق المختارة أكبر من عائد السوق، إلا أن مؤشر المخاطرة أقل بالنسبة للصناديق الإستثمارية عنه في السوق المالي. أيضا المؤشران المستخدمان في الدراسة يبين أفضلية الصناديق الإستثمارية عن غيرها ( السوق المالي الماليزي)

مردود وعائد صناديق الإستثمار الإسلامية لديها أعلى من مردود البورصات ويعود السبب في ذلك إلى الإستراتيجية الإستثمارية المطبقة من طرف الصناديق الإستثمارية وهذا ما يؤكد أنها ذات كفاءة وتسهم في كسب ثقة المستثمرين.

### 3-2-2 - تحليل تقييم نتائج مؤشرات عينة الصناديق الإستثمارية الإسلامية في البورصة الماليزية، وفق نموذج مؤشر شارب (SP)

من خلال نموذج شارب الذي يقوم على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة باستخدام الانحراف المعياري ، والتي تتضمن كل من المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة وعليه فإن نتائج العائد الاضافي الذي تحققه الصناديق الإستثمارية أكبر بكثير من الذي يحقق السوق الماليزي نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الإستثمار في المحفظة. كما نستنتج أن الانحراف المعياري لقياس المخاطر في الصناديق أقل بكثير من مخاطرة السوق الماليزي وهذا راجع إلى التنوع الجيد داخل الصندوق فإن ذلك من شأنه القضاء على المخاطر.

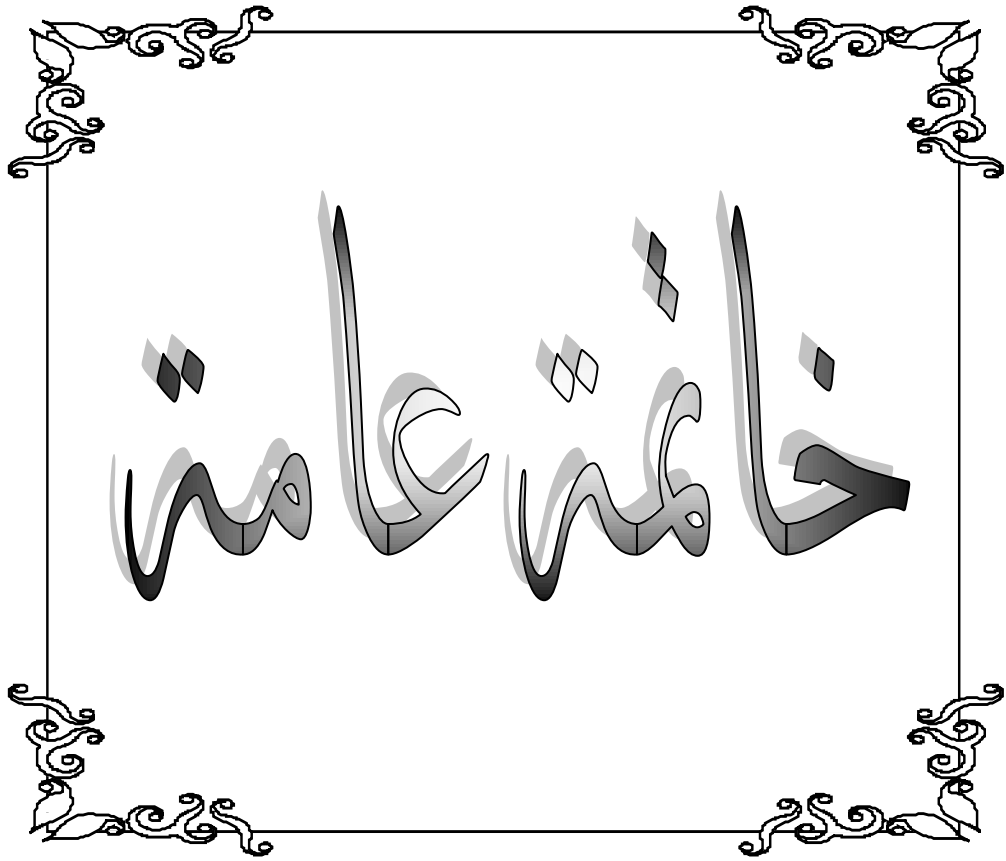
### 3-2-3 - تحليل تقييم نتائج مؤشرات عينة الصناديق الإستثمارية الإسلامية في البورصة الماليزية، وفق نموذج مؤشر الأداء المعدل ( $M^2$ )

من خلال النتائج التي تم حسابها بنموذج العائد المعدل نلاحظ أن عوائد كل الصناديق سترتفع وتصبح أكبر في حالة رفع معدل المخاطرة الكلية في الإستثمارات، وبالإضافة إلى ذلك نجد أن عائد الصندوق يبقى أكبر من السوق، ويرجع ذلك إلى توجهات الصناديق الإستثمارية.

### 4- تحليل نتائج تقييم السوق المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في العالم

تحتل ماليزيا المرتبة الأولى في مجال الإستثمار في الأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وإهتمامها بالصناديق الإستثمارية الإسلامية يعكس مدى جدية المستثمر الماليزي في التحلي النهائي على الصورة الربوية، حيث أن عدد الصناديق الإستثمارية في تزايد، صف إلى ذلك النسبة العالمية التي تحظى بها هذه الصناديق في ماليزيا جعلها نموذجا للدراسات، أيضا الأصول الموزعة في العالم حول هذه الآلية سيجعل لها مستقبلا في الأسواق المالية، تكتسب في كل فترة ثقة المستثمرين، خاصة الذين يبحثون على تطبيق الضوابط الإسلامية وتنمية أموالهم في الحلال.

بعد التطرق بصورة شاملة لصناديق الإستثمار الإسلامية في الفصل النظري أسهمت الدراسة التطبيقية في معرفة دورها في تنشيط رأس المال الإسلامي بصورة خاصة، وبورصة ماليزيا بصورة عامة كذلك مساهمتها في إقامة وتطوير السوق المالية الإسلامية في ماليزيا، كما تم إدراج نماذج عملية أُختيرت صناديق الإستثمار الإسلامية في السوق المالي الماليزي وفق مؤشرات البوصة المعروضة خلال سنوات الدراسة ( 2008 -2017) الصناديق لم تتمكن من تحقيق معيار الكفاءة التي تمكنها من النجاح في أداءها سواء من الناحية الاقتصادية، المالية، الإجتماعية أو حتى الشرعية، الأمر الذي جعل صناديق الإستثمار الإسلامية وبالرغم من أهميتها لتطوير سوق المالية بالتوسع وزيادة العدد في السوق المالي الماليزي حتى تواكب التطور الذي وصلت له الأساليب الإستثمارية المتنوعة.



## خاتمة عامة

تتضمن خاتمة هذا البحث مجموعة من النتائج والإقتراحات التي يتم إظهارها لصناديق الإستثمار الإسلامية بصفة عامة.

### 1- إختبار فرضيات البحث

بناء على النتائج المتوصل إليها في هذا البحث بشقيه النظري والتطبيقي، تم إختبار مدى صدق فرضيات البحث التي تم تبنيها في البداية، وكانت النتائج كما يلي:

- أثبتت نتائج الدراسة أن مؤشرات السوق المالية الإسلامية بماليزيا في تزايد مستمر من سنة لأخرى، وهذا وفق ما تم إدراجه في تطور مؤشرات البورصة المتوافقة والشريعة الإسلامية، وبناء على ما سبق يتم قبول الفرضية الاولى.

- تتميز صناديق الإستثمار الإسلامية بأنها أداة إستثمارية متوافقة مع أحكام الشريعة في التعاملات المالية، والتي جاءت بديلا عن السندات التي حرمت الفائدة الربوية، إذ تنتوع الصناديق الإسلامية بحسب أهداف ومتطلبات المستثمرين وإحتياجاتهم الإستثمارية، توفر لهم منفذا جديدا لإستثمار مواردهم وفق مبادئ الشريعة الإسلامية، حيث تفتح لهم مجالات جديدة للإستثمار وفق الأساليب المشروعة كالمشاركة والمضاربة وفق الصيغ المختلفة ( الإستصناع، المرابحة، السلم... )، وبناء على هذا يتم قبول الفرضية الثانية والداعية أن صناديق الإستثمار الإسلامية تعتبر بديلا مناسباً لتطور الإقتصاد الماليزي.

- أثر الوازع الديني بصورة كبيرة على التعاملات المالية، إذ يعطي المستثمر الماليزي أهمية بالغة للجانب الإسلامي، فهو يبحث عن الكسب الحلال، فوجود صناديق إستثمار إسلامية يزيد من ثقة المستثمرين في السوق المالية، خاصة صغارهم وهذا ما يعني صحة الفرضية الثالثة.

- تعتبر صناديق الإستثمار الإسلامية أداة تنشيط و تفعيل للأسواق المالية الإسلامية، وذلك من خلال زيادة حجم وقيمة التداول في السوق المالية، غير أنه من خلال دراسة النسب المتعامل بها في الأصول المالية للصناديق الإستثمارية الإسلامية من إجمالي راس المال الإسلامي نجدها أنها ضعيفة، وبالرغم من أنها في تزايد إلا أنها تمثل الحصة الأقل من حجم وقيمة التداول مقارنة بالأدوات المالية التقليدية، ومن هنا يتم رفض الفرضية الرابعة وتحفظ كون أن مؤشرات أداء صناديق الإستثمار الإسلامية خلال فترة الدراسة لم ترتقي للمستوى المطلوب.



## 2- نتائج الدراسة

- بعد إختبار فرضيات الدراسة عن طريق تحليل البيانات وإستخدام المؤشرات تبين جملة النتائج:
- أن الصناديق الإستثمارية التي كونها آلية لصغار المستثمرين هي إضافة حقيقية في تنشيط سوق المالي الماليزي وذلك بجذب مدخرات الجمهور وإعادة إستثمارها مما يعود بالنفع على المستثمرين من ناحية، والدولة في مجال التنمية الاقتصادية من ناحية أخرى؛
  - هنالك بعض السلبيات التي عرقلت تطور صناديق إستثمارية تمثلت في أن القيمة السوقية للأصول المالية في الصناديق الإستثمارية الإسلامية المكتتب فيها فعلا عن حجم رأس المال الإجمالي لهذه البورصة (البورصة الماليزية) الأمر الذي لم يمكنها من تحقيق دورها الريادي في هذه السوق المالية؛
  - العدد القليل للصناديق الإسلامية مقارنة بنظيرتها (التقليدية) جعل محدوديتها في تطوير أصولها وجلب المدخرات الكافية؛
  - تكمن أهمية تكوين الصناديق الإستثمارية في جذب المستثمرين الذين لا يرغبون في الدخول مباشرة في السوق المالية الماليزية والذين تنقصهم الخبرة والمعرفة والوقت اللازم للتعامل في البورصة وهي بذلك تسهم بشكل غير مباشر في جذب المدخرات التي كان يصعب دخولها في السوق؛
  - إن وجود هيئة منظمة للصناديق الإستثمارية في السوق المالية وفق المبادئ الإسلامية كان له الدور الفعال في التطوير؛
  - إن الدور الإعلامي الذي تقوم به صناديق الإستثمار الإسلامية عبر قنوات التواصل خاصة الانترنت والتي تضي الشفافية والإفصاح على المعلومات في الداخل يسهم في جذب المزيد من المدخرات.

## 3- التوصيات

- الإستمرار في إنشاء وإدارة الصناديق الإستثمارية المساهمة في تنشيط السوق المالي الماليزي وجذب المدخرات للمساهمة في تنمية قطاعات الاقتصاد القومي؛
- ضرورة الإستفادة من خبرات الصناديق الإستثمارية الإسلامية الرائدة خاصة للصناديق الناشئة حديثا؛
- الترويج المكثف للإستثمار في الصناديق الإستثمارية لجذب مدخرات القطاع الخاص أكثر من خلال وسائل الإعلام؛
- تنويع مجالات عمل الصناديق الإستثمارية الإسلامية وذلك لتحقيق العوائد وتخفيض المخاطرة؛
- ضرورة التشجيع على إصدار المزيد من الصناديق ذات المكونات المتعددة حتى تتمكن من إحداث حركة تداول إيجابية في البورصة؛

- ضرورة نشر القوائم المالية للصناديق الإستثمارية تطبيقا لمبدأ الإفصاح والشفافية.

#### 4- الآفاق

نظرا لتشعب جوانب الموضوع، يبقى البحث مفتوحا مستقبلا، ومن أجل الوصول إلى نتائج دقيقة عن أثر صناديق الإستثمار الإسلامية وجب أولا قيام سوق إسلامية بصورة كلية وفق مؤشرات إسلامية، ومن هذا المنطلق يمكن إعطاء وجهة نظر مستقبلية عن الموضوع تتمثل فيما يلي:

من أهم الإشكاليات التي يتم طرحها للبحث هي تلك التي تتمحور حول كيفية تجسيد التوصيات

السابقة، ومدى قدرة بورصة ماليزيا على إنتهاجها.

- دراسة أثر صناديق الإستثمار الإسلامية على التنمية الإقتصادية.

- إرساء معالم الإستثمار في صناديق الإستثمار الإسلامية أفاق وتحديات في الجزائر.

# قائمة المصادر والمراجع

## قائمة المصادر والمراجع

### أولاً - المصادر

#### 1- القرآن الكريم

2- عبد العظيم المنذري الديمشقي، مختصر صحيح مسلم، باب تحريم الإختكار في الأقوات، المكتب الإسلامي، بيروت، لبنان، الطبعة الثانية، 1978 م.

#### ثانياً- المراجع باللغة العربية

##### أ- الكتب

- 3- أحمد سليمان حساونة، المصارف الإسلامية، مقررات لجنة بازل، عالم الكتاب الحديث، أريد، عمان، الطبعة الأولى، 2008.
- 4- أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإيجابية في الإقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الإقتصاد الإسلامي، جدة، 1995.
- 5- أرشد فؤاد التميمي، سلام أسامة عزمي، الإستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004.
- 6- أسامة محمد الغولي، زينب عوض الله، إقتصاديات النقود والتمويل، الدار الجامعة الجديدة، مصر، 2005.
- 7- أشرف محمد دوابة، صناديق الإستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للنشر والتوزيع، مصر، الطبعة الثانية، 2006.
- 8- أيمن عبد الرحمن، البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، منشورات دار البشائر، دمشق، سورية، الطبعة الأولى، 2009.
- 9- جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2002.
- 10- حسين شحاتة، عطية فياض، الضوابط الشرعيةية للتعامل في سوق الأوراق المالية، مكتبة التقوى، القاهرة 2001.
- 11- حيدر يونس الموسوي، الإسلامية أداءها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2011.

- 12- دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الإستثمارية، دار النشر والتوزيع و الطباعة، عمان، الأردن، 2010.
- 3-1 عبد الرحمان بدوي، **مناهج البحث العلمي**، وكالة المطبوعات للنشر، الكويت، 1977.
- 14- عبد العظيم المنذري الديمشقي، **مختصر صحيح مسلم**، المكتب الإسلامي، بيروت، لبنان، الطبعة الثانية، 1978 م، ص 201.
- 15- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **الأسواق والمؤسسات المالية، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين وشركات الإستثمار**، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 16- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **البورصات والمؤسسات المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 17- فريد كامل أبو زينة وآخرون، **مناهج البحث العلمي (طرق البحث النوعي)**، دار المسيرة للنشر والتوزيع و الطباعة، عمان، الطبعة الثانية، 2007.
- 18- ماثيو جيدير، **منهجية البحث دليل الباحث المبتدئ في موضوعات البحث و رسائل الماجستير والدكتوراه**، ترجمة ملكة أبيض، لبنان.
- 19- ماجد محمد الخياط، **أساليب البحث العلمي**، دار اليازة للنشر، عمان، 2010.
- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، **أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول**، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005.
- 20- محسن أحمد لخديري، **البنوك الإسلامية**، إتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 1990.
- 21- محمد الصاوي محمد مبارك، **البحث العلمي أسسه و طريقة كتابته**، المكتبة الاكاديمية، مصر، 1992.
- 22- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.
- 23- محمد علي العامري، **الإدارة المالية**، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2000.
- 24- محمود القاضي، **دور المصارف الإسلامية في دعم وتطوير أسواق رأس المال**، إتحاد المصارف العربية، لبنان، 2005.
- 25- منذر قحف، **التمويل الإسلامي في الاقتصاد الإسلامي**، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب البنك الإسلامي للتنمية، الطبعة الثانية، 1998.

26- وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.

### ب- المذكرات والرسائل الجامعية

27- خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قصدي مباح، ورقلة، 2011-2012.

28- زهرة مرحباوي، فتحة حلايمية، دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل أداء البنوك الإسلامية، مذكرة ماستر أكاديمي في العلوم التجارية تخصص تمويل مصرفي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تبسة، 2016.

29- سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، جامعة قاصدي مباح، ورقلة، 2012.

30- شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية، دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، الجزائر، 2013-2014.

31- عباس كاظم جاسم المدني، أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء الأسواق المالية، دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية، 1990-2000، أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2008.

32- عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الإستثمار، دراسة تجارب دولية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2015-2016.

33- فتحة كحلي، تقييم أداء صناديق الإستثمار الإسلامية، دراسة تجارب بعض الدول العربية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2011.

- 34- محمد الهاشمي حجاج ، أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية العربية، رسالة ماجستير غير منشورة، في علوم التسيير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قصدي مراح، ورقلة، 2012.
- 35- منال بلغيث، عبير بوازدي، التمويل الإسلامي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نماذج بعض الدول، مذكرة ماستر أكاديمي، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة تبسة، 2016.
- 36 - وردة زريط ، دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تنشيط البنوك الإسلامية، دراسة حالة، مصر، السعودية، الإمارات، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014.

### ج- المداخلات ضمن الملتقيات والمؤتمرات

- 37- جاسم علي سالم الشامسي، " سوق إسلامية للأوراق المالية في ضوء قرارات المجامع الفقهية"، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمؤسسات المالية الإسلامية، غرفة تجارة وصناعة دبي، الإمارات العربية المتحدة، 2005.
- 38- سليمان ناصر، " كيف تكون في خدمة النظام المصرفي الإسلامي؟ " ورقة بحثية مقدمة لملتقى السوق المالية الإسلامي، الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الإقتصاديات المغاربية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف: يومي 25-28 ماي 2003.
- 39- فاطمة بودية ، فتيحة كحلي، "طبيعة البعد الإقتصادي والاجتماعي لصناديق الإستثمار الإسلامية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة"، الملتقى الدولي الثاني حول المالية الإسلامية، صفاقس، تونس، يومي: 27-29 جوان 2013.
- 40- محمد بوجلال، مريم زايدي، "دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية-حالة سوق الأسهم السعودي"، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي: 8 - 9 ديسمبر 2013.

### د- المجلات والمطبوعات

- 41- إلياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الإستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مقال، جامعة الأنبار، المجلد 4، العدد 7.
- 42- حسين حسن شحاتة، المنهج الإسلامي لتشخيص ومعالجة أزمات سوق الأوراق المالية، بنك دبي الإسلامي، العدد 216، 1999.
- 34- سليم جابو، محاضرات في مقياس الهندسة المالية لسنة أولى ماستر مالية المؤسسة، قسم المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي التبسي، 2018.
- 44- صالح صالح ونوال بن عمارة، "الصيغ التمويلية ومعالجتها المحاسبية بمصارف المشاركة"، مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 02، ورقلة، 2003.
- 45- نوال بن عمارة، "التمويل المصرفي الإسلامي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي، العدد 5، 2012.
- 46- هوارية بن حليلة، علي بطاهر، "البنوك الإسلامية وعلاقتها بالسوق المالية الإسلامية، التجربة الماليزية"، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، العدد 26، المجلد 1، 2016.

#### هـ - إحصائيات وتقارير

- 47- تقرير المركز المالي الإسلامي في ماليزيا، صناديق الإستثمار الإسلامية، 2017.

#### و - مستندات أخرى على الأنترنت

- 48- أحمد محمد نصار، الأسواق المالية الإسلامية، مبادئها وأدواتها.  
[http //www. alyaum. com/article/2430427](http://www.alyaum.com/article/2430427)
- 49- برنامج أساليب الإستثمار الإسلامي في المجالات المصرفية والتجارية، ورقة إلكترونية  
[www. Khartoumstock. com](http://www. Khartoumstock. com)
- 50- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية، المعيار رقم 27  
<http://aaoifi. com>
- 51- تقرير تومسون رويترز، 2016  
<http://www. uabonline. org>



- 52- إتحاد المصارف العربية، إدارة الدراسات والبحوث، تطورات التمويل الإسلامي والصيرفة الإسلامية حول العالم، 2016، <http://www.uabonline.org/en/research/financial>.
- 53- المؤشر الشرعي الإسلامي الماليزي Dow Jones Islamic market indexes
- 54- برنامج لتحليل الأسهم والبورصات العالمية، تاريخ الإطلاع والتحميل <http://www.apstock.com>.

### ثالثاً - المراجع باللغة الأجنبية

#### A- Acts Of Congress

- 55-Abd karim Rahimie، **Analysing The Characteristics & Performance Of Islamic Funds،A Critical Review Of The Malasian Case،** Doctoral thesis، Durham Universty، Malaysia.
- 56-Anderson Sethc Ahmed Parvez ، **Mutual Funds –Fifty Years Of Resarch Findings** ،Springer، USA،2005.
- 57-Hussin et. al، Macroeconomic variable and Malaysian Islamic stock market: A time series analysis، **Journal of business studies Quartly**، Vol 3، No 4، 2012.
- 58-Jeff Madura، **Financial institution and markets** ،seventh edition ،Thomson ، south-westrn ،2006.
- 59-Mufti Taqi Usmani ،**Some perspectives on Islamic finance and investment funds**، distributionUnlocking the Middle East ،NorthAfrica،2009، P25
- 60- Sob Seeiner، **Forien exchaing and Money Marhsts theory، practice and risk management** ، Butterwofth wofth ،Heinemann ، First published ،2002.

#### B- Report

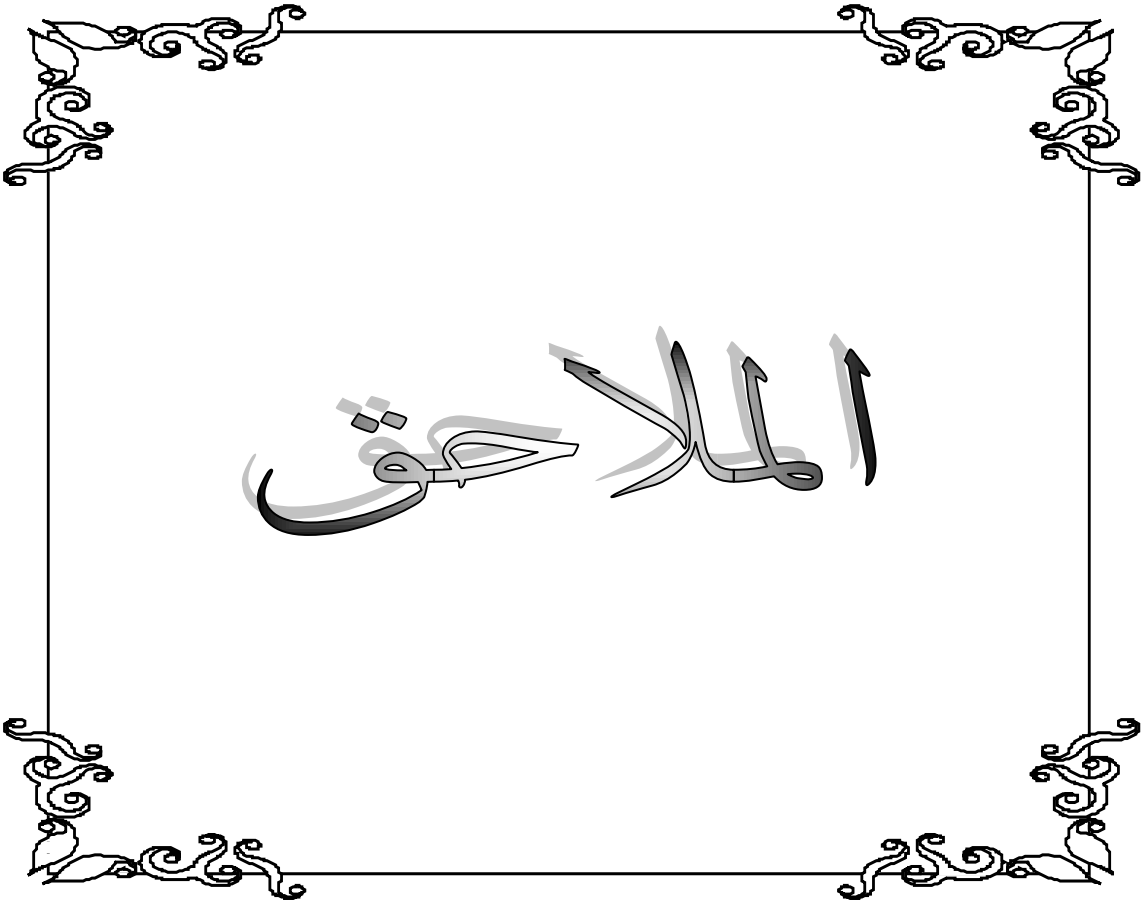
- 61- Securities commission Malaysia ، **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2009.
- 62- Securities commission Malaysia ، **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2011 .

- 63- Securities commission Malaysia , **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2014 .
- 64- Securities commission Malaysia , **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2016 .
- 65- Securities commission Malaysia , **Annual Report part 6, Statements & statistics**,2017.
- 66- Malaysia's Islamic finance marketplace. Expertise. Innovation. Deal Flow. 2014.
- 67- FTSE Russell performance is no guarantee of future results, 2018 .
- 68- FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index - FTSE Russell. 30 March 2018.
- 69-FTSE Russell. Past performance is no guarantee of future results , 30 March 2018.
- 70 -Malaysia's Islamic finance marketplace. Expertise. Innovation. Deal Flow. 2014.

### **C- Other Documents on the Internet**

- 71- <http://www.islamic-invest-malaysia.com>
- 72- <https://www.fundsupermart.com.my/main/fundinfo/EastSpring-Investments-Dana-Al-Ilham-MYPRUDAI>
- 73-<https://www.fundsupermart.com.my/main/fundinfo/viewFund.svdo?sedolnumber=MYKNGSGF>
- 74- <http://trustnetoffshore.com/Tools/PDFViewer.aspx?url=%2FFactsheets%2FFundFactsheetPDF.aspx%3FfundCode%3DASFS5%26univ%3DDC>
- 75- <http://my.morningstar.com/ap/quicktake/overview.aspx?PerformanceId=0P00008MEV>
- 76- <https://www.fundsupermart.com.my/main/fundinfo/viewFund.svdo?sedolnumber=MYHWAMG>

- 77- [http://www.cimb-principal.com.my/cimbFunds\\_CIMB\\_Islamic\\_DALI\\_Equity\\_Growth\\_Fund.aspx](http://www.cimb-principal.com.my/cimbFunds_CIMB_Islamic_DALI_Equity_Growth_Fund.aspx)
- 78- <https://www.fundsupermart.com.my/main/fundinfo/viewFund.svdo?sedolnumber=MYAMISGF>
- 79- <https://www.fundsupermart.com.my/main/fundinfo/viewFund.svdo?sedolnumber=MYASM011>
- 80- <https://www.fundsupermart.com.my/main/fundinfo/viewFund.svdo?sedolnumber=MYASM006>
- 81- <http://uaebusiness.com/finance-in-2017/>
- 82- <https://www.graphicnews.com/nl/pages/35724>
- 83- [www.mifc.com](http://www.mifc.com)
- 84- <https://fundselectorasia.com/look-malaysias-islamic-funds/>



## 1- معلومات السوق المالي الماليزي KLIC

السنوات	$R_m$	$\bar{R}$	$(\bar{R}_m - R)$	$(\bar{R}_m - R)^2$
2008	-0,393	0,0432	-0,0432	0,001866
2009	0,452	0,0432	0,4088	0,167117
2010	0,193	0,0432	0,1498	0,02244
2011	0,08	0,0432	0,0368	0,001354
2012	0,103	0,0432	0,0598	0,003576
2013	0,105	0,0432	0,0618	0,003819
2014	-0,057	0,0432	-0,1002	0,01004
2015	-0,039	0,0432	-0,0822	0,006757
2016	-0,03	0,0432	-0,0732	0,005358
2017	0. 094	0,0432		0,222328
<b>المجموع</b>	<b>4,14</b>			<b>0,444657</b>
<b>الانحراف المعياري <math>\delta_m</math></b>				<b>0.210868916</b>
<b>تباين السوق KLIC</b>				<b>0,0444657</b>

## 1- معلومات الصندوق الإستثماري الإسلامي الماليزي INVESTMENTS DANA AL-ILHAM

السنوات	$R_p$	$\bar{R}$	$(\bar{R}_p - R)$	$(\bar{R}_p - R)^2$
2008	0,4012	0,1787	0,2225	0,0495063
2009	0,4314	0,1787	0,2527	0,0638573
2010	0,2128	0,1787	0,0341	0,0011628
2011	0,0903	0,1787	-0,0884	0,0078146
2012	0,1747	0,1787	-0,004	0,000016
2013	0,2392	0,1787	0,0605	0,0036603
2014	0,072	0,1787	-0,1067	0,0113849
2015	0,1067	0,1787	-0,072	0,005184
2016	-0,098	0,1787	-0,2767	0,0765629
2017	0,105	0,1787	-0,0737	0,0054317
المجموع	<b>1,7353</b>			<b>0,2245806</b>
الإنحراف المعياري $\delta_p$ التباين				<b>0,149860134</b>
الإنحراف المعياري $\delta_m$ تباين السوق				<b>0,210868916</b>
				<b>0,0444657</b>

## 2- معلومات الصندوق الإستثماري الإسلامي الماليزي KENANGA SYARIAH GROWTH FUND

السنوات	$R_p$	$\bar{R}$	$(\bar{R}_p - R)$	$(\bar{R}_p - R)^2$
2008	0,3022	0,159	0,1432	0,020506
2009	0,3042	0,159	0,1452	0,021083
2010	0,297	0,159	0,138	0,019044
2011	0,1693	0,159	0,0103	0,000106
2012	0,1214	0,159	-0,0376	0,001414
2013	0,2065	0,159	0,0475	0,002256
2014	-0,012	0,159	-0,171	0,029241
2015	0,0949	0,159	-0,0641	0,004109
2016	-0,0229	0,159	-0,1819	0,033088
2017	0,13	0,159	-0,029	0,000841
المجموع	<b>1,5906</b>			<b>0,131688</b>
الإنحراف المعياري $\delta_p$ التباين				<b>0,114755392</b>
الإنحراف المعياري $\delta_m$ تباين السوق				<b>0,0131688</b>
				<b>0,210868916</b>
				<b>0,0444657</b>

## 3- معلومات الصندوق الإستثماري الإسلامي الماليزي Public Islamic Opportunities

السنوات	$R_p$	$\bar{R}$	$(\bar{R}_p - R)$	$(\bar{R}_p - R)^2$
2008	0,5008	0,1787	0,3221	0,103748
2009	0,5307	0,1787	0,352	0,123904
2010	0,1847	0,1787	0,006	3,6E-05
2011	-0,0447	0,1787	-0,2234	0,049908
2012	0,1692	0,1787	-0,0095	9,03E-05
2013	0,2836	0,1787	0,1049	0,011004
2014	0,034	0,1787	-0,1447	0,020938
2015	0,187	0,1787	0,0083	6,89E-05
2016	-0,71	0,1787	-0,8887	0,789788
2017	0,211	0,1787	0,0323	0,001043
المجموع	<b>1,3463</b>			<b>1,100528</b>
الإنحراف المعياري $\delta_p$				<b>0,331742068</b>
الإنحراف المعياري $\delta_m$				<b>0,575970544</b>
تباين السوق				

## 4- معلومات الصندوق الإستثماري الإسلامي الماليزي Manulife Investment Al-Fauzan

السنوات	$R_p$	$\bar{R}$	$(\bar{R}_p - R)$	$(\bar{R}_p - R)^2$
2008	0,2553	0,1053	0,15	0,0225
2009	0,2558	0,1053	0,1505	0,02265
2010	0,2487	0,1053	0,1434	0,020564
2011	0,0231	0,1053	-0,0822	0,006757
2012	0,1688	0,1053	0,0635	0,004032
2013	0,0013	0,1053	-0,104	0,010816
2014	0,0738	0,1053	-0,0315	0,000992
2015	0,0982	0,1053	-0,0071	5,04E-05
2016	-0,028	0,1053	-0,1333	0,017769
2017	-0,0443	0,1053	-0,1496	0,02238
المجموع	<b>1,0527</b>			<b>0,128511</b>
الإنحراف المعياري $\delta_p$				<b>0,113362692</b>
التباين				<b>0,0128511</b>
الإنحراف المعياري $\delta_m$				
تباين السوق				<b>0,056433</b>

## 5- معلومات الصندوق الإستثماري الإسلامي الماليزي AFFIN HWANG AIIAN GROWTH FUND

السنوات	$R_p$	$\bar{R}$	$(\bar{R}-R)$	$(\bar{R}-R)^2$
2008	0,3897	0,1787	0,169	0,028561
2009	0,4399	0,1787	0,169	0,028561
2010	0,2084	0,1787	0,169	0,028561
2011	0,0475	0,1787	0,169	0,028561
2012	0,1657	0,1787	0,169	0,028561
2013	0,2448	0,1787	0,169	0,028561
2014	-0,0122	0,1787	0,169	0,028561
2015	0,0426	0,1787	0,169	0,028561
2016	0,097	0,1787	0,169	0,028561
2017	0,154	0,1787	0,169	0,028561
المجموع	<b>1,7774</b>			<b>0,28561</b>
الإنحراف المعياري $\delta_p$				<b>0,169</b>
التباين				<b>0,028561</b>
الإنحراف المعياري $\delta_m$				
تباين السوق				<b>0,056433</b>

## 6- معلومات الصندوق الإستثماري الإسلامي الماليزي CIMB Islamic DALI Equity Growth Fund

السنوات	$R_p$	$\bar{R}$	$(\bar{R}-R)$	$(\bar{R}-R)^2$
2008	0,3454	0,1416	0,2038	0,041534
2009	0,3754	0,1787	0,1967	0,038691
2010	0,2368	0,1787	0,0581	0,003376
2011	0,089	0,1787	-0,0897	0,008046
2012	0,1332	0,1787	-0,0455	0,00207
2013	0,0825	0,1787	-0,0962	0,009254
2014	-0,0314	0,1787	-0,2101	0,044142
2015	0,0426	0,1787	-0,1361	0,018523
2016	0,097	0,1787	-0,0817	0,006675
2017	0,154	0,1787	-0,0247	0,00061
المجموع	<b>1,5245</b>			<b>0,172922</b>
الإنحراف المعياري $\delta_p$				<b>0,131499809</b>
التباين				<b>0,0172922</b>
الإنحراف المعياري $\delta_m$				
تباين السوق				<b>0,056433</b>



## 7- معلومات الصندوق الإستثماري الإسلامي الماليزي AmIslamic Growth

السنوات	$R_p$	$\bar{R}$	$(\bar{R}_p - R)$	$(\bar{R}_p - R)^2$
2008	0,3233	0,1651	-0,1582	0,025027
2009	0,3066	0,1787	-0,1279	0,016358
2010	0,1388	0,1787	0,0399	0,001592
2011	0,387	0,1787	-0,2083	0,043389
2012	0,1253	0,1787	0,0534	0,002852
2013	0,3118	0,1787	-0,1331	0,017716
2014	-0,0913	0,1787	0,27	0,0729
2015	0,3053	0,1787	-0,1266	0,016028
2016	-0,136	0,1787	0,3147	0,099036
2017	0,328	0,1787	-0,1493	0,02229
المجموع	<b>1,9988</b>			<b>0,317188</b>
الإنحراف المعياري $\delta_p$				<b>0,178097726</b>
التباين				<b>0,0317188</b>
الإنحراف المعياري $\delta_m$				
تباين السوق				<b>0,056433</b>

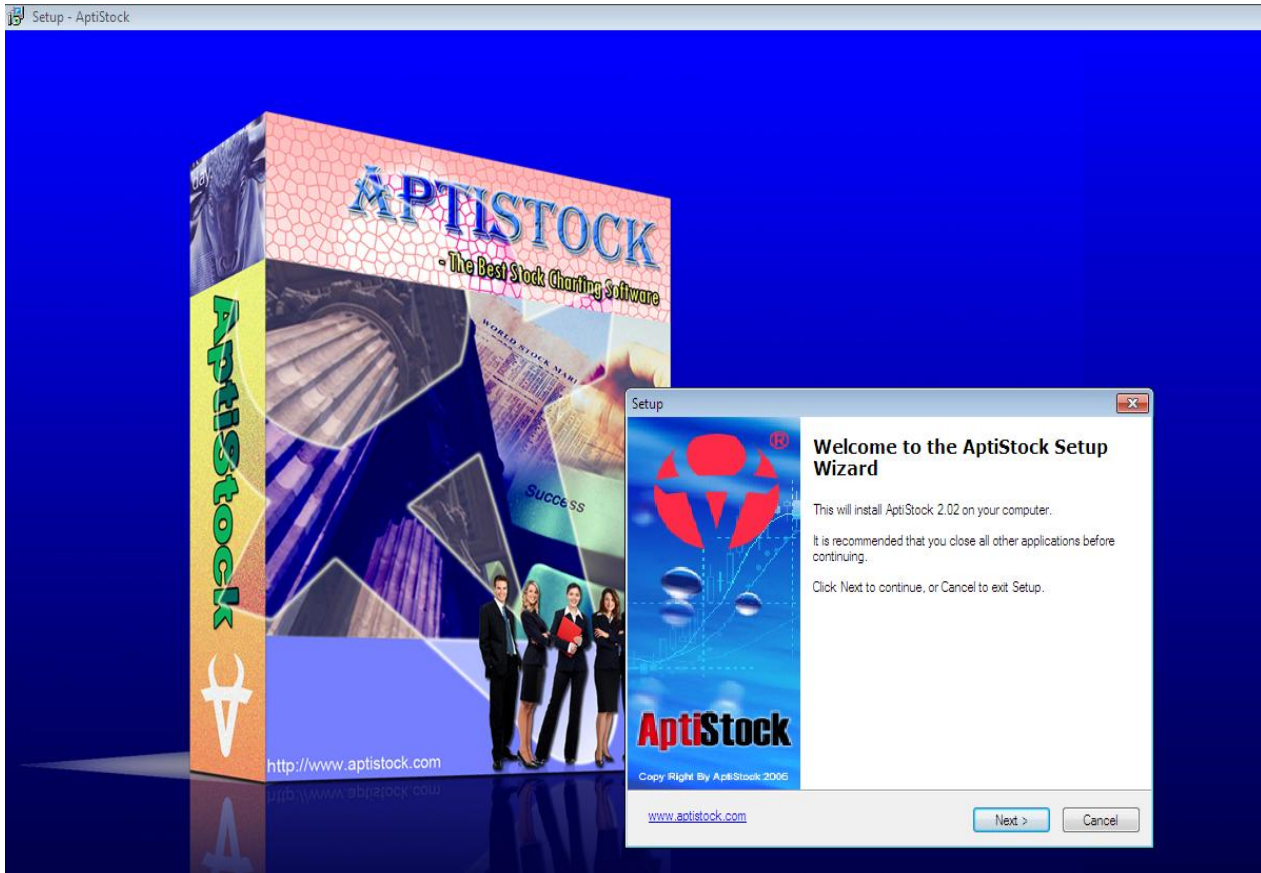
## 8- معلومات الصندوق الإستثماري الإسلامي الماليزي PMB SHARIAH GROWTH FUND

السنوات	$R_p$	$\bar{R}$	$(\bar{R}_p - R)$	$(\bar{R}_p - R)^2$
2008	0,4012	0,1787	0,2225	0,049506
2009	0,4314	0,1787	0,2527	0,063857
2010	0,2128	0,1787	0,0341	0,001163
2011	0,0903	0,1787	-0,0884	0,007815
2012	0,1747	0,1787	-0,004	0,000016
2013	0,2392	0,1787	0,0605	0,00366
2014	0,072	0,1787	-0,1067	0,011385
2015	0,1067	0,1787	-0,072	0,005184
2016	-0,098	0,1787	-0,2767	0,076563
2017	0,105	0,1787	-0,0737	0,005432
المجموع	<b>1,7353</b>			<b>0,224581</b>
الإنحراف المعياري $\delta_p$				<b>0,149860268</b>
التباين				<b>0,0224581</b>
الإنحراف المعياري $\delta_m$				
تباين السوق				<b>0,056433</b>

## 9- معلومات الصندوق الإستثماري الإسلامي الماليزي PMB Shariah Aggressive Fund

السنوات	$R_p$	$\bar{R}$	$(\bar{R}_p - R)$	$(\bar{R}_p - R)^2$
2008	-0,416	0,0432	-0,4592	0,210865
2009	0,486	0,0432	0,4428	0,196072
2010	0,219	0,0432	0,1758	0,030906
2011	0,11	0,0432	0,0668	0,004462
2012	0,9	0,0432	0,8568	0,734106
2013	0,124	0,0432	0,0808	0,006529
2014	-0,61	0,0432	-0,6532	0,42667
2015	-0,23	0,0432	-0,2732	0,074638
2016	-0,28	0,0432	-0,3232	0,104458
2017	0,129	0,0432	0,0858	0,007362
المجموع	<b>0,432</b>			<b>1,796068</b>
الإنحراف المعياري $\delta_p$ التباين				<b>0,423800424</b>
الإنحراف المعياري $\delta_m$ تباين السوق				<b>0,1796068</b>
				<b>0,056433</b>

## صورة البرنامج الخاص بتحليل بيانات البورصة والصناديق الإستثمارية ( APTISTOCK )



## نموذج عن تقرير الصناديق الإستثمارية الإسلامية الماليزية

**eastspring**  
investments

A member of Prudential plc (UK)

2017  
**The Edge** THOMSON REUTERS  
LIPPER FUND AWARDS

**DANA AL-ILHAM**  
MARCH 2017

3-year  
Fund Stability  
**8.3**  
Top Ranking  
13 Feb 2017

ALL DATA AS AT 28 FEBRUARY 2017 UNLESS OTHERWISE STATED

**FUND INFORMATION**

Launch Date: 14 August 2002

Fund Category/Fund Type: Shariah equity/growth

Fund Size: RM440,550,689.10

Initial Offer Price: RM0.5000

NAV per Unit: RM0.7052

EPF Investment Scheme: Yes

**FEES, CHARGES AND EXPENSES**

Annual Management Fee:  
Up to 1.50% of the NAV per annum

Annual Trustee Fee:  
Up to 0.07% of the NAV per annum subject to a minimum of RM18,000 per annum

Sales Charge:  
Up to 5.26% of the NAV per Unit

Redemption charge: Nil

Redemption Payment Period: Ten (10) calendar days

**TRANSACTION DETAILS**

Minimum Initial Investment:  
Lump Sum: RM1000\*  
Regular Investment: RM100\*

Minimum Additional Investment:  
Lump Sum & Regular Investment: RM100\*

\* The Manager reserves the right to change the minimum amounts stipulated above from time to time

**DISTRIBUTIONS**

Income Distribution Policy: Incidental

**Fund NAV:**

	NAV	Date
52-Week High	0.7481	22-03-2016
52-Week Low	0.6872	16-05-2016

**FUND MANAGER**

Fund Manager: Eastspring Investments Berhad

**AWARDS / RATINGS**

The Edge-Thomson Reuters Lipper Malaysia Fund Awards 2017

Best Equity Malaysia - Malaysia Islamic 3 years, 5 years and 10 years

Best Equity Malaysia - Malaysia Provident, 10 years

**FUND OBJECTIVE**

The Fund seeks to provide Investors with high capital appreciation from Shariah-compliant Investments which have the potential of substantial value appreciation.

**ASSET ALLOCATION**

1. Cash & cash equivalents	14.01%	9. Banking & Finance	3.79%
2. Health Care	12.84%	10. Technology	3.27%
3. Conglomerate	11.55%	11. Consumer	2.70%
4. Plantation / Natural Resources	10.44%	12. Automotive	2.20%
5. Oil and Gas	10.19%	13. Manufacturing	1.78%
6. Telecommunication	9.36%	14. Transportation	1.67%
7. Power / Utilities	7.97%	15. Construction	1.59%
8. Property	6.02%	16. Building Materials	0.62%

\* as percentage of NAV.

**TOP HOLDINGS**

1. Sime Darby Berhad	8.76%	4. Axiata Group Berhad	4.94%
2. Tenaga Nasional Berhad	6.45%	5. Digi.Com Berhad	3.43%
3. IHH Healthcare Berhad	5.63%		

\* as percentage of NAV.

**FUND PERFORMANCE**

Eastspring Investments Dana al-Ilham - Since Inception (SI) Return Vs Benchmark



The performance is calculated on NAV-to-NAV basis with gross income or dividend reinvested

Source: Lipper for Investment Management. Past performance is not necessarily indicative of future performance.

**PERFORMANCE TABLE**

	1 month	6 months	1 year	3 years	5 years	Since Inception
Fund	0.24%	-0.75%	1.44%	13.42%	59.94%	391.63%
Benchmark *	1.31%	-0.34%	1.13%	-3.94%	14.55%	143.32%
Lipper Ranking	47 of 48	41 of 48	30 of 48	3 of 46	2 of 43	n.a.

Lipper Fund Category: Equity Malaysia - Islamic

\* Financial Times Stock Exchange Bursa Malaysia Emas Shariah Index (FBMSI)

Fund performance and Lipper ranking are sourced from Lipper for Investment Management and the benchmark is from www.bursamalaysia.com. 28 February 2017. Performance is calculated on a Net Asset Value ("NAV") to NAV basis with gross income or dividend reinvested. Past performance is not necessarily indicative of future performance.

**LIPPER LEADERS RATING (OVERALL)**

Total Return	Consistent Return	Preservation	Lipper Leaders Key
5	5	4	Lowest (1) Highest (5)

The Lipper Leaders Ratings System is a set of tools that guide investors and their advisors to select funds that suit individual investment styles and goals. It uses investors-centred criteria to deliver a simple, clear description of a fund's success in meeting certain goals, such as preserving capital or building wealth through consistent strong returns.

Lipper Leader ratings are derived from highly sophisticated formulas that analyse funds against clearly defined criteria. Each fund is ranked against its peers based on the metric used (such as Total Return or Expense), and then the top 20% of funds in that ranking receive the Lipper Leader designation. Lipper Leaders measures are not predictive of future performance, but they do provide context and perspective for making knowledgeable fund investment decisions.

Eastspring Investments Berhad (531241-U)  
Level 12, Menara Prudential,  
10, Jalan Sultan Ismail,  
50250 Kuala Lumpur.  
Tel: 603 - 2332 1000  
Fax: 603 - 2052 3366  
E-mail: cs.my@eastspring.com