

صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية ودورها في الرفع من أداء الأسواق المالية الناشئة

- حالة سوق الأسهم السعودي للفترة (2010-2016) -

Islamic Traded Funds and their Role in Raising the Performance of Emerging Financial Markets

- The State of the Saudi Stock Market for the Period (2010-2016)-

أ. عز الدين شرشار، جامعة أم البواقي، الجزائر.

تاريخ التسليم: (2017/10/23)، تاريخ القبول: (2017/12/25)

Abstract :

This study aims to highlight the role and importance of Islamic Exchange Traded Funds (ETF) as one of the innovative Islamic financial products that emerged with the fast pace of financial innovations that aim to increase the performance of emerging financial markets. Investment in such funds will contribute significantly in expanding financial markets base and give investors greater flexibility to choose how to distribute their investments on market channels and sectors through new investment instruments compatible with the Islamic Religion; and help them reduce risks to their investments. There is no doubt that the emerging financial markets, particularly those in Arabic countries, need a new and legitimate mechanisms and products to be activated, especially the Islamic ETFs. We will try to measure the impact of the performance of the Islamic ETFs on the performance of the Saudi stock market as a whole, which is considered among the few pioneering experiences in the field of establishing and trading such funds

Key words: Islamic Exchange Traded Funds, Islamic Investment funds, Performance Measurement Indicators, Emerging Financial Markets

ملخص :

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور وأهمية صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية كأحد المنتجات المالية الإسلامية المستحدثة، حيث أن الاستثمار في مثل هذه الصناديق من شأنه أن يساهم وبشكل كبير وواضح في توسيع قاعدة الأسواق المالية، ويعطي للمستثمرين مرونة أكبر للاختيار في توزيع استثماراتهم على قنوات السوق وقطاعاتها من خلال أدوات استثمارية جديدة تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية تكون لهم قيمة مضافة وتساعدهم على التقليل من المخاطر التي تحيط باستثماراتهم، ولا شك في أن الأسواق المالية الناشئة وخاصة المتواجدة في الدول العربية تحتاج إلى آليات ومنتجات جديدة ومشروعة لتنشيط العمل بها، وعلى رأسها صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية، إذ سنحاول توضيح العلاقة ومن ثم ربط أداء صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية بأداء سوق الأسهم السعودي ككل والذي يعتبر من بين التجارب الرائدة والقليلة في مجال إنشاء وتداول مثل هذه الصناديق.

الكلمات المفتاحية: صناديق المؤشرات لمتداولة

الإسلامية، صناديق الاستثمار الإسلامية، مؤشرات

قياس الأداء، الأسواق المالية الناشئة.

مقدمة:

تعد صناديق الاستثمار عامة وصناديق المؤشرات خاصة واحدة من أهم الأدوات الاستثمارية وأفضلها لصغار المستثمرين الذين يمتلكون مدخرات قليلة ولا يستطيعون متابعة أداء الأسواق المالية وليست لهم الدراية والمعرفة الكافية بعالم الاستثمار في الأسواق المالية، وبالنظر إلى حقيقة أن الأسواق المالية تعمل على أساس الفائدة المحرمة شرعاً ، فإنه ليس من المستغرب أن سوق المال بوضعه الراهن لا يتوافق مع المبادئ الشرعية، لذلك نجد أن قطاعاً كبيراً من المجتمع الإسلامي قد تم استناده من استثمارات سوق الأوراق المالية نتيجة لتحريم الإسلام لنشاطات اقتصادية وربوية معينة، وعلى هذا فإنه نتيجة الطلب المتزايد لأدوات استثمار بديلة تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، دفع بمعظم سلطات سوق الأوراق المالية العربية والإسلامية على تقديم منتجات متعددة بهدف تعزيز سوق مالي إسلامي وتشجيعه على الانفتاح وزيادة عمقه والرفع من كفاءته، ولاسيما أن صناعة صناديق الأسهم المتوافقة مع الشريعة الإسلامية تشهد نوعاً هائلاً على مدى السنوات الأخيرة، وهو ما تؤكد الدراسات حول عودة هذه الصناديق إلى أوطانها بعد أن كانت تستثمر في الدول الغربية.

إشكالية الدراسة:

تكمن إشكالية هذه الدراسة حول الدور الذي تؤديه صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية في حشد المدخرات الوطنية وبالتالي توجيهها نحو قنوات الاستثمار الناجعة التي تساهم في الأخير من الرفع من أداء الأسواق المالية الناشئة، وعليه يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى مساهمة صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية في الرفع من أداء الأسواق المالية الناشئة عامة، وسوق الأسهم السعودي خاصة؟

وبناء على التساؤل الرئيسي يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

✓ ما مفهوم صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية، وما علاقتها بصناديق الاستثمار الإسلامية؟

✓ ما العلاقة بين مختلف مؤشرات الأداء الخاصة بصناديق المؤشرات الإسلامية المتداولة (و الممثلة في مؤشر معدل الرسملة السوقية ومؤشر معدل دوران أصول صناديق المؤشرات) والمؤشر العام لأسعار الأسهم السعودية (TASI).

✓ ما مستوى كفاءة سوق الأسهم السعودية؟ وما مدى إمكانية الرفع من أدائها انطلاقاً من مختلف الأدوات المتداولة بها عامة وصناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية خاصة؟

فرضيات الدراسة:

استنادا على ما تقدم، ارتأيت إلى اختبار الفرضيات التالية والتي صيغت بالصيغة العدمية كما يلي:

- لا توجد علاقة ذات دلالة اقتصادية بين مؤشر معدل الرسملة السوقية لوحدات صناديق المؤشرات المتداولة والمؤشر العام لأسعار الأسهم السعودية (TASI).
- لا توجد علاقة ذات دلالة اقتصادية بين مؤشر معدل دوران أصول صناديق المؤشرات والمؤشر العام لأسعار الأسهم السعودية (TASI).

أهداف الدراسة:

يمكن حصر أهم أهداف دراستنا هذه في النقاط التالية:

- ✓ يهدف هذا المقال إلى قياس فعالية صناديق المؤشرات المتداولة عند مقارنتها بالأداء العام لمؤشرات السوق المماثلة، كون مؤشرات السوق تعكس تأثير حركة التداول على السوق وتعد معيار جيد بالنسبة للأفراد لقياس كفاءة أداء المحفظة .
- ✓ فتح المجال للبحث أكثر خاصة في ظل الأزمات المالية العالمية الراهنة التي جعلت من المنتجات المالية الإسلامية تحظى باهتمام بالغ على غرار صناديق الاستثمار الإسلامية.
- ✓ تسليط الضوء على الجوانب النظرية لصناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية.
- ✓ تفسير العلاقة بين مختلف مؤشرات الأداء الخاصة بصناديق المؤشرات الإسلامية المتداولة (والممثلة في مؤشر معدل الرسملة السوقية ومؤشر معدل دوران أصول صناديق المؤشرات) والمؤشر العام لأسعار الأسهم السعودية (TASI).

I / أساسيات حول صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية:

تحتل صناديق المؤشرات المتداولة مكانة هامة في الأسواق المالية نظرا لأهميتها الكبيرة ومنافعها العديدة، إذ أن الاستثمار في مثل هذه الصناديق من شأنه أن يؤدي إلى توسيع قاعدة الأسواق المالية، ويعطي للمستثمرين مرونة أكبر للاختيار في توزيع استثماراتهم على قنوات السوق وقطاعاتها.

I-I / مفهوم صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية:

قبل التطرق إلى مفهوم صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية لابد من الإشارة أولا إلى مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية. حيث تعرف صناديق الاستثمار الإسلامية على أنها: " أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ويعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص لتوظيفها وفقا لصيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافي العائد فيما بينهم حسب الاتفاق، ويحكم كافة معاملاتها

أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات والتعليمات الحكومية واللوائح والنظم الداخلية".
(دوابة، 2006، ص73)

أما عن صناديق المؤشرات المتداولة فهي أداة استثمارية حديثة تعرف بأنها "صناديق استثمار مصممة خصيصا لمتابعة مؤشر ما أو قطاع معين، بحيث تكون كل وثيقة عبارة عن سلة تحتوي على مجموعة من الأوراق المالية المتداولة في بورصة ما، على أن تكون هذه الشهادات قابلة للتداول في البورصة بنفس طريقة الأسهم العادية" (السحبياني، والغفيلي، 2013، ص3).
وبالتالي فهي صناديق استثمارية مقسمة إلى وحدات متساوية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، حيث أنها تتكون من سلة من أسهم الشركات المتوافقة مع الضوابط الشرعية المدرجة في السوق المالية، وتتميز هذه الصناديق بشفافيتها حيث تكون تابعة لمؤشر محدد من مؤشرات السوق وتتطابق استثماراتها مع مكونات ذلك المؤشر، مثل أن يكون الصندوق مرتبط و يتأثر بحركة المؤشر العام للسوق أو بمؤشر قطاع ما وقد يضع مدير الصندوق مؤشرا خاصا بصندوقه كأن يضع مؤشرا للأسهم الشرعية، كما تتميز هذه الصناديق بوجود صانع سوق يعمل على محاكاة أدائها لأداء المؤشرات التي تتبعها هذه الصناديق (كتاف، وبن دعاس، 5-6 ماي، 2014، ص24)

I-2/ خصائص صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية

تتميز صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية بالعديد من الخصائص نذكر من أهمها: (كتاف، وبن دعاس، 5-6 ماي، 2014، ص25)

✓ **القابلية للتداول** في السوق الرسمية بيعا وشراء خلال جلسة التداول وتحدد أسعارها بشكل لحظي تبعا لقوى العرض والطلب؛
✓ **الشفافية**، تتميز صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية بإمكانية التعرف بسهولة على استثمارات هذه الصناديق من حيث المحتوى ونسب الاستثمار وكذا متابعة أسعارها وتداولها لحظيا؛
✓ **المرونة**، فمن السهل جدا التعامل بوحدة هذه الصناديق، إذ يستطيع المستثمر شراء أو بيع الوحدات مباشرة عن طريق سوق الصناديق وبشكل فوري، ولا يوجد حد أدنى للاشتراك فيها؛
✓ **انخفاض التكاليف الإدارية** التي تتراوح بين 0,1% إلى 0,99% مقارنة مع التكاليف الإدارية لصناديق الاستثمار التقليدية التي تتراوح ما بين 1% إلى 3%، ويعود السبب في ذلك إلى أن هذه الصناديق مرتبطة بمؤشر شرعي وتعامل على أنها ورقة مالية يتم التعامل بها وتطبق عليها عمولات التداول؛

✓ **التنوع**، تتيح هذه الصناديق الفرصة للمستثمر للاستثمار في مجموعة متنوعة من الأوراق المالية وهو ما يعطي المستثمر الفرصة لدخول أسواق وقطاعات محددة ومتنوعة وكذا التقليل من مخاطر الاستثمار فيها؛

✓ **السيولة**، يتم تداول صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية خلال ساعات التداول العادية للبورصة ولا بد أن يكون لكل صندوق صانع سوق يلتزم بالبيع أو الشراء لكل من يرغب في ذلك من المستثمرين، وهو ما يضمن وجود سيولة دائمة لهذه الصناديق؛

✓ لا يحتاج الاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية إلى خبرة كبيرة ولا إلى معرفة ومتابعة الأداء المالي والإداري لكل شركة مدرجة في المؤشر، حيث أن وحدات الصناديق تعكس حالة السوق.

I-3/ أركان وأطراف صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية

تتطلب عملية خلق وتداول وثائق صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية وجود عدة أطراف وأركان في غاية الأهمية، وتتمثل هذه الأطراف فيما يلي:

➤ **مدير الصندوق (الشركة المنشئة لصندوق المؤشرات):** وهو الجهة التي تصدر وتدير صناديق المؤشرات المتداولة والمرخص لها أصلاً من قبل هيئة السوق المالية بإدارة الأصول، ولذلك يقوم مدير الصندوق بخلق وتجميع الأسهم في سلة واحدة وذلك بإدارة محترفة وعالية من خلال الدراسات والتقييمات الدورية، وتتحدد مهمة مدير الصندوق في إصدار الوثائق بناء على الأسهم المكونة للمؤشر وبنفس الأوزان تقريبا، ويلتزم مدير الصندوق بما يلي: (اسماعيل، والنجار، دت، ص2، <http://www.première-securities.com>)

✓ المحافظة بصفة مستمرة على معامل ارتباط بين سعر التداول بالبورصة وقيمة المؤشر الشرعي وذلك وفقا للقواعد التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة؛

✓ المحافظة بصفة دائمة على ألا تقل نسبة الأوراق المالية المكونة للمؤشر عن نسبة معينة من إجمالي الأوراق المالية المكونة للمحفظة وذلك وفقا للقواعد التي تضعها البورصة وتعتمدها هيئة سوق المال؛

✓ احتساب صافي قيمة الأصول والإفصاح عنها للهيئة والبورصة؛

✓ الإفصاح عن نصيب الوثيقة من صافي قيمة أصول الصندوق والإعلان عنها؛

✓ إخطار كل من الهيئة والبورصة بمواعيد توزيع الكوبونات وقيمتها؛

✓ إخطار كل من الهيئة والبورصة كتابيا وبصفة فورية بأي تغيير في عدد الوثائق والإيقاف المؤقت لاستبدال الوثائق بالأوراق المالية المكونة للمؤشر والعكس، وعن أي أحداث جوهرية من شأنها التأثير على أداء الصندوق ونشاطه أو قد تؤدي إلى تصفية الصندوق أو اندماجه في صناديق أخرى أو إنهاء اندماج قائم أو أي عمليات تجزئة للوثائق الصادرة عن الصندوق.

➤ **صانع السوق:** يقوم صانع السوق بتوفير السيولة في سوق صناديق المؤشرات المتداولة بحيث يوفر عروض مستمرة للشراء وبالتالي يستطيع المستثمر في أي وقت بيع أو شراء الوحدات،

أي أن صانع السوق يلتزم بشكل مستمر بتوفير عروض بيع وطلبات شراء على الصناديق من خلال مدى سعري معين حول القيمة الإرشادية لصافي أصول الوحدة، ويجب ألا تقل قيمة أوامر البيع والشراء عن مبلغ محدد أو ما يعادله من وحدات.

وعليه فإن صانع السوق يلتزم بما يلي: (إتش إس بي سي العربية السعودية، 2013، ص13)
✓ بيع وشراء الوثائق التي يلتزم بصناعة سوقها لحسابه الخاص خلال ساعات التداول الرسمية، على أن تكون هذه الأوراق مقيدة بالبورصة؛

✓ تقديم عروض البيع وطلبات الشراء خلال ساعات التداول الرسمية؛
✓ تعديل العروض والطلبات التي يقدمها خلال المدة التي يصدر قرار بتحديدتها من إدارة البورصة؛

✓ يجب أن يحافظ صانع السوق على نسبة الفرق المسموح بها من إدارة البورصة بين سعري العرض والطلب والفرق بين كميات العروض والطلبات على الوثائق؛
✓ يقوم بتكوين المحفظة المالية المكونة للمؤشر الشرعي المستهدف بنسبة المتوسط المرجح لكل سهم من أسهم ذلك المؤشر، وذلك باستخدام الأموال المتاحة التي تم الاكتتاب بها والاحتفاظ بباقي الأموال التي تم الاكتتاب فيها في صورة سيولة؛

✓ إيداع الأوراق المالية المكونة للمحفظة لدى أحد أمناء الحفظ لحساب الصندوق؛
✓ تجميع الأوراق المالية المكونة للمؤشر من السوق بما يعكس وحدة الإصدار ومضاعفاتها وإيداعها لدى أمين الحفظ لحساب الصندوق بغرض استبدالها من مدير الصندوق بوثائق متداولة جديدة بسعر يساوي نصيب الوثيقة من صافي أصول الصندوق.

➤ **أمين الحفظ:** يتولى عمليات الحفظ للصندوق وجميع الأمور المترتبة على هذه المهمة بموجب الشروط والأحكام المعتمدة من قبل هيئة السوق المالية ومجلس إدارة الصندوق. (فالكم للخدمات المالية، 2010، ص35)

➤ **مزود معلومات المؤشر المستهدف:** يقصد بالمؤشر المستهدف المؤشر الذي يحاكيه الصندوق، ويتم الحصول على المعلومات من السوق المالية أو إحدى الشركات المتخصصة ببناء المؤشرات وبث المعلومات.

➤ **شركة المقاصة:** تقوم شركة المقاصة بالتأكد من صلاحية عمليات الإصدار والاسترداد.
➤ **صندوق ضمان التسويات:** في حالة تخلف صانع السوق عن إيداع الفرق النقدي لتسوية العمليات التي يكون طرف فيها يتم تمويل هذه العملية من قبل صندوق ضمان التسويات، وذلك وفقاً للقاعدتين التاليتين:

✓ إذا كانت القيمة لا تتجاوز اشتراك صانع السوق في صندوق ضمان التسويات يكون التمويل بدون مقابل لمدة يومين؛

✓ إذا كانت القيمة تتجاوز اشتراك صانع السوق في صندوق ضمان التسويات وتعرثر السداد، يتم حساب غرامة من القيمة المتأخرة. (السحبياني، والغفيلي، 2013، ص7)

II- / قياس أداء صناديق المؤشرات الإسلامية المتداولة مقارنة بأداء مؤشرات سوق الأسهم السعودي

في إطار الإجابة على الإشكالية موضوع دراستي سأحاول أولاً التعرف على صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية السعودية ومن ثم تفسير العلاقة بين مختلف مؤشرات الأداء الخاصة بصناديق المؤشرات الإسلامية المتداولة هذه (والممثلة في مؤشر معدل الرسملة السوقية ومؤشر معدل دوران أصول صناديق المؤشرات) والمؤشر العام لأسعار الأسهم السعودية (TASI).

II-1/ تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم السعودية

مع نهاية شهر فيفري من عام 1985 بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية التابع لوزارة المالية بحساب المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية (مؤشر التداول لجميع الأسهم TASI)، وذلك بأخذ المتوسط الحسابي المرجح للرسملة السوقية للشركات المدرجة في السوق البالغ عددها آنذاك 33 شركة مساهمة، وقد أعطيت لهذا المؤشر قيمة ابتدائية محددة بنحو 100 نقطة (ليتم استبدالها لاحقاً بنحو 1000 نقطة)، لتضم عينة المؤشر مع نهاية العام 2015 نحو 171 شركة يتم تداول أسهمها والإعلان عن أسعارها يومياً من خلال نظام التداول (مركز بختي للاستشارات المالية، 2015، <http://www.bfasaudi.com>)، أما عن طريق حساب هذا المؤشر فهو يحسب وفق الصيغة التالية:

$$SaudiIndex (I_n) = \frac{\sum_{i=1}^n P_{i,n} \cdot Q_{i,n}}{\sum_{i=1}^n P_{i,n-1} \cdot Q_{i,n}} (I_{n-1})$$

وعلى صعيد التطورات الإيجابية لأداء السوق واصل المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية ارتفاعاته القياسية، إذ أغلق في نهاية عام 2013 عند مستوى 8536 نقطة مقارنة بنحو 6801 نقطة في نهاية عام 2012 أي بارتفاع نسبته 25,5%، وقد شهد السوق خلال عام 2015 انخفاضا في بعض مؤشرات السوق المالية السعودية حيث انخفض المؤشر بنهاية عام 2015 بنحو 1421,5 نقطة عما كان عليه في نهاية عام 2014، أي بنسبة 17,1 % ليبليغ في نهاية العام 6911,76 نقطة.

و يوضح الجدول الموالي مسيرة التطورات التي شهدتها المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية خلال الفترة [2010-2016].

الجدول رقم (01): يوضح تطور الأداء السنوي لسوق الأسهم السعودية خلال الفترة [2010-

2016]

السنة	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
المؤشر العام (1985=1000)	6620,75	6417,73	6801,22	8535,60	8333,30	6911,76	7210,43

المصدر: صندوق النقد العربي، إحصائيات قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، من الموقع:

[http://www.amf.org.ae/sites/default/files/econ/annual reports/report book Arabic 2016.pdf](http://www.amf.org.ae/sites/default/files/econ/annual%20reports/report%20book%20Arabic%202016.pdf)

وبقراءة التطورات المتتابعة التي رافقت التحسن في قيمة المؤشر العام للسوق، يمكن تفسير التحسن المذهل الذي شهدته سوق الأسهم السعودية خلال عام 2013 إلى جملة من العوامل الجوهرية أهمها: الازدياد الملحوظ في نشاط هيئة السوق المالية الذي دعم ثقة المستثمرين وشجعهم على الاستثمار أكثر في السوق، حيث كانت جهود هيئة السوق المالية منصبة على تطوير السوق ورفع كفاءتها من خلال تحسين مستوى الشفافية والانضباط وإرساء دعائم العدالة والأمان في التعامل، ومما ساهم أيضا في تحسين الأداء العام للسوق السعودية هو ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي وبلوغ أسعار النفط العالمية لمستويات قياسية خاصة مع مطلع العام 2013، وتزايد السيولة النقدية في الاقتصاد الوطني وتحسن أرباح الشركات السعودية المساهمة هذا إلى جانب تنامي جاذبية الاستثمار في الأسهم كمنافس للإيداع المصرفي نتيجة انخفاض أسعار الفائدة البنكية، وقد جاء هذا التنامي على خلفية ازدياد عدد المستثمرين في السوق بسبب جاذبية الاكتتابات الأولية الجديدة، ليشهد في ما بعد تراجع بمعدل 17,05% سنة 2015 مقارنة بسنة 2014 ليعود إلى مستوياته السابقة محققا 6911,76 نقطة. (صندوق النقد العربي، 2016، <http://www.amf.org.ae>)

II-2/ أداء صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية:

لقياس أداء هذه المؤشرات بطريقة صحيحة وبأكثر دقة، ينبغي الرجوع إلى أداءها في مقابل المؤشر الاسترشادي لكل واحد على حده، ولكن لصعوبة الوصول إلى البيانات الخاصة بالمؤشرات الاسترشادية لسنة كاملة ومن متابعة سابقة فإن الجميع كان أدائها جيدا مقارنة بالمؤشر الاسترشادي.

1. أداء صناديق المؤشرات مقارنة بأداء المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي

أردت من خلال هذا المقال أن نقيس الأداء مقارنة بمؤشرات السوق بشكل مبسط لمحاولة توضيح فائدة واستخدامات المؤشرات المتداولة للمستثمر البسيط ولرأس المال المحدود الذي يغلب عليه عادة أن تكون خياراته مقارنة لخيارات الصناديق المتداولة في هذه الحالة، والجدول الموالي يلخص لنا أداء المؤشرات المتخصصة بالشركات الكبرى في السوق كمايلي:

الجدول رقم (02): يوضح قياس أداء صناديق المؤشرات مقارنة بأداء المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي

HSBC 20	2016/1/1	2015/1/1	نسبة التغير
صافي سعر الوحدة	24.29	28.37	-14.38%
آخر سعر	24.5	27	-9.26%
Falcom 30	2016/1/1	2015/1/1	نسبة التغير
صافي سعر الوحدة	25.05	29.04	-13.74%
آخر سعر	25.2	28.6	-11.89%
TASI	2016/1/1	2015/1/1	نسبة التغير
آخر قيمة	6952.22	8356.93	-16.81%

المصدر: ألفا β بيتا خبة كتاب المال والاقتصاد، أداء صناديق المؤشرات المتداولة في

2015م، هل كان مقنعاً؟ من الموقع: <http://alphabet.argaam.com/article/detail/99961>

"تلاحظ أن المؤشرات المتداولة ورغم خسارتها، كانت أفضل أداءً من المؤشر العام (مع ملاحظة الفروقات الناتجة عن طبيعة المؤشرات المتداولة) خلال العام المالي 2015، كما يلاحظ أن التفوق في الأداء شمل سعر التداول للصندوق وصافي سعر الوحدة (قيمة أصول الصندوق) وبالتالي فالصناديق قامت بشكل عام بتخفيض مخاطر الانخفاض بشكل جيد، مع أنها خسرت جزءاً من قيمتها حيث كما ذكرنا سابقاً فصناديق المؤشرات المتداولة تهدف إلى تخفيض المخاطر حتى لو أدى هذا لانخفاض الأرباح أو حتى الخسائر كما هي الحالة خلال العام المالي 2015.

كما يمكن ملاحظة تقدير المستثمرين وصانع الصندوق لقيمة أصول الصناديق المذكورة، حيث أنه وخلال عام كامل من التداول يمكن ملاحظة التقارب القوي بين سعر التداول وصافي سعر الوحدة خصوصاً في صندوق فالكم 30، بينما العكس ينطبق على صندوق HSBC 20 حيث يوجد تباين في الأداء ويمكن استخدام أدوات التحليل الفني على مؤشرات الصناديق المتداولة بنفس الطرق المستخدمة مع الأسهم لمحاولة استقراء سلوك معين لصانع الصندوق أو للمتداولين مع وجوب إدراك صعوبة المضاربة قصيرة الأجل من قبل الأفراد في صناديق المؤشرات المتداولة لتعارضها مع وظيفة صانع الصندوق كونه اللاعب الأساسي في عملية العرض والطلب"، (ألفا β بيتا خبة كتاب المال والاقتصاد، 2015، <http://alphabet.argaam.com>)

2. قياس أداء صندوق فالكم لقطاع البتروكيماويات مقارنة بأداء مؤشر القطاع: فيما يخص صندوق فالكم لقطاع البتروكيماويات، فيمكن مقارنة أدائه بأداء مؤشر القطاع كما يلي: الجدول رقم (03): يوضح قياس أداء صندوق فالكم لقطاع البتروكيماويات مقارنة بأداء مؤشر القطاع

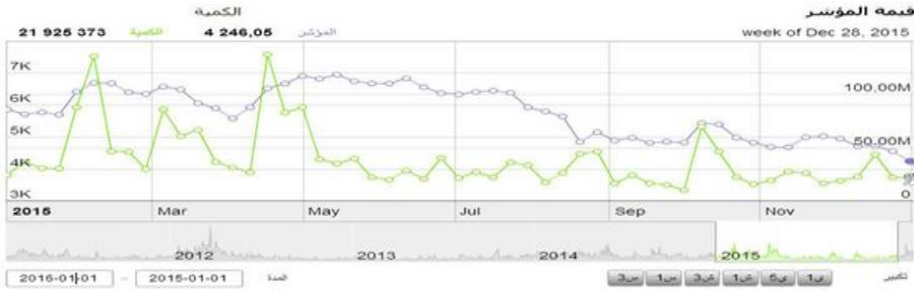
Falcom Petro	2016/1/1	2015/1/1	نسبة التغير
صافي سعر الوحدة	20.17	26.05	-22.57%
آخر سعر	20.3	26.1	-22.22%
Petrochemicals	2016/1/1	2015/1/1	نسبة التغير
آخر قيمة	4246.05	5862.31	-27.57%

المصدر: ألفا β بيتا خبة كتاب المال والاقتصاد، أداء صناديق المؤشرات المتداولة في 2015م هل كان مقنعاً؟ من الموقع: <http://alphabet.argaam.com/article/detail/99961>

" نلاحظ أن الصندوق رغم خسارته، تفوق على أداء مؤشر قطاع البتروكيماويات (مع ملاحظة الفروقات الناتجة عن طبيعة المؤشرات المتداولة) خلال العام المالي 2015، كما يلاحظ أن التفوق في الأداء شمل سعر التداول للصندوق وصافي سعر الوحدة (قيمة أصول الصندوق) حيث مع خسارته لجزء كبير من قيمته إلى أن أدائه كان أفضل بقليل من مؤشر القطاع. كما يمكن ملاحظة سلوك متذبذب بشكل بسيط بين سعر الصندوق وصافي سعر الوحدة وإن كان الاثنان يسيران بشكل متوافق في الاتجاه العام مع كون السعر في الأغلب مرتفعاً مقارنة بصافي سعر الوحدة، ولعل هذا يعكس حالة الترقب في القطاع لانعكاس للضغوطات الواقعة على قطاع البتروكيماويات مما يدفع بعض المستثمرين لرفع درجة المخاطر وتملك المزيد من الوحدات و الشكل الموالي يوضح لنا المزيد من المعلومات فيما يخص الصندوق وأدائه ومقارنته بمؤشر قطاع البتروكيماويات" (ألفا β بيتا خبة كتاب المال والاقتصاد، 2015، <http://alphabet.argaam.com>).

الشكل رقم (01): يوضح قياس أداء صندوق فالكم لقطاع البتروكيماويات مقارنة بأداء مؤشر القطاع





المصدر: ألفا $\beta\alpha$ بيتا خبة كتاب المال والاقتصاد، أداء صناديق المؤشرات المتداولة في

2015م، هل كان مقنعاً؟ من الموقع: <http://alphabeta.argaam.com/article/detail/99961>

"كما يتضح من مقارنة الأداء، فإن صناديق المؤشرات المتداولة الثلاثة سجلت خسائر بنسب متفاوتة، ولكنها تفوقت في أدائها على المؤشرات المماثلة في السوق (وفي الأغلب على مؤشراتها الاسترشادية أيضاً)، مما يجعلها خياراً متاحاً لقطاع من المستثمرين يكون أدائهم أقل من أداء مؤشرات السوق كخيار لتنوع الأصول عن طريق تحويل جزء من الاستثمارات من الأسهم مباشرة إلى صناديق المؤشرات المتداولة بما يتناسب مع أهداف المحفظة الاستثمارية ومستوى المخاطر المقبول من المستثمر.

يبقى الإشكال الأكبر هو في عدم ثقة المستثمرين في الصناديق بشكل عام، ولعل هذا انعكس على أصول صناديق الاستثمار بنهاية عام 2015 حيث انخفضت بنسبة 7% لتبلغ حوالي 102.9 مليار ريال، وانخفض عدد المشتركين بنسبة 4% لتبلغ قرابة 237 ألف مشترك بنهاية عام 2015، على الرغم من زيادة عدد الصناديق بنسبة 18% لتصل إلى 270 صندوقاً بنهاية عام 2015 عند المقارنة بعام 2014". (ألفا $\beta\alpha$ بيتا خبة كتاب المال والاقتصاد، 2015، <http://alphabeta.argaam.com>)

II-3/تحليل علاقة صناديق المؤشرات الإسلامية بتطور مؤشرات كفاءة سوق الأسهم

السعودية

تقتضي دراسة مدى مساهمة صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية في الرفع من أداء سوق الأسهم السعودية تفحص وتحليل واقع المؤشرات الاسترشادية السائدة في السوق كمجموعة واحدة، ذلك لأن تحليل كل مؤشر من هذه المؤشرات على حدى قد يعطي نتائج مضللة بشأن نسب المساهمة لهذه الصناديق وعليه سيقصر تحليلنا على مؤشرين أساسيين هما: مؤشر حجم السوق ومؤشر سيولة السوق.

1- مؤشر حجم السوق : وهو الذي يقاس بمؤشر نسبة الرسملة السوقية (قيمة الأصول المتداولة لصناديق المؤشرات) إلى الناتج المحلي الإجمالي، والذي يستعمله المحللون لقياس مدى اتساع حجم السوق من خلال العلاقة التالية :

معدل الرسملة السوقية = قيمة أصول صناديق المؤشرات المتداولة / الناتج المحلي الإجمالي
وتتمثل مدلولية هذا المؤشر لكونه يعطي صورة عن مدى مساهمة وقدر سوق الأوراق المالية من خلال صناديق المؤشرات المتداولة على تعبئة رؤوس الأموال وتوسيع القاعدة الاستثمارية، بما يسمح بتوزيع المخاطر على شريحة واسعة من المستثمرين، (Levine et Zervos,1996) والجدول الموالي يلخص تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية لصناديق المؤشرات الإسلامية. الجدول رقم (04): يوضح تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية لصناديق المؤشرات الإسلامية المتداولة بسوق الأسهم السعودية للفترة [2010-2016] الوحدة: مليون ريال

السنة	قيمة أصول صناديق المؤشرات المتداولة	الناتج المحلي الإجمالي	معدل الرسملة السوقية (%)	معدل نمو الرسملة السوقية (%)
2010	74,2	1.980.777	0,0037	/
2011	117,1	2.517.146	0,0046	24,32
2012	107,8	2.759.906	0,0039	-15,22
2013	58,6	2.799.927	0,0021	-46,15
2014	55,9	2.836.314	0,0019	-9,52
2015	35,3	2.453.512	0,0014	-26,31
2016	36,48	2.424.144	0,0015	7,14

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على: هيئة السوق المالية، الإدارة العامة للتخطيط الاستراتيجي والأبحاث، إدارة الأبحاث وحدة البيانات الإحصائية، من الموقع https://cma.org.sa/AboutCMA/AnnualReport/Documents/cma_2016_report.pdf يلاحظ من خلال هذا الجدول أنه وللوهلة الأولى مدى الارتفاع في قيمة أصول صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية إذ ارتفعت قيمة الأصول من 74,2 مليون ريال عام 2010 إلى 117,1 مليون ريال عام 2011 وهو ما يعكس الخطوة التي قامت بها هيئة السوق المالية مع بداية الربع الأخير من عام 2011 وذلك عبر موافقتها على آلية عمل صندوق إتش إس بي سي أمانة السعودي 20 المتداول والسماح بتأسيسه كصندوق جديد يعمل إلى جانب كل من صندوق فالك المتداول للأسهم السعودية وصندوق فالك المتداول لقطاع البتر وكيمويات، (صندوق النقد العربي، 2014، <http://www.arabmonetaryfund.org>) وهذا بغية تحقيق هدفين رئيسيين هما: زيادة عمق السوق والرفع من كفاءتها، وكذلك تعزيز مؤشر انفتاح السوق المالية السعودية أمام الاستثمارات الأجنبية المباشرة من خلال تشجيع المستثمرين الأجانب على الدخول في السوق المالية السعودية، أما من جانب آخر فقد شهد معدل نمو الرسملة السوقية تراجع كبير في الأداء وهذا بنسبة 46,15%

عام 2013 وتفسير ذلك هو أن ضيق السوق لا يقتصر على جانب العرض لكنه يمتد إلى جانب الطلب حيث يتسم الطلب على صناديق المؤشرات المتداولة بالتدني، ويرجع ذلك لانخفاض معدل الدخل النقدي وتدني الوعي الاستثماري للأفراد لا سيما المتعلق بالأدوات المالية الجديدة المطروحة للتداول وتفضيلهم توظيف مدخراتهم في العقارات (مؤسسة النقد العربي السعودي، 2013، <http://www.sama.gov.sa>).

وكنتيجة يمكن القول أن صناديق المؤشرات الإسلامية المتداولة لم ترقى لحد الآن في تحقيق الهدف المأمول منها وهو استقطاب السيولة الداخلية منها أو الخارجية، وهو ما يعكس في الأخير مدى محدودية قدرة مثل هذه الصناديق على تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات مقارنة بمعدل مساهمة موجودات القطاع المصرفي (إجمالي الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي).

2- مؤشر سيولة السوق : كما هو معروف أن سيولة السوق تزداد كلما كانت هناك استمرارية في أوامر التداول (عمق السوق) وبأحجام كبيرة (اتساع السوق)، إلى جانب توفر قدرة داخلية في السوق على إزالة أي اختلال في العلاقة بين الكمية المعروضة والكمية المطلوبة، ولهذا فإن مؤشر التداول يعتبر من بين أكثر المؤشرات تمثيلاً وتعبيراً عن سيولة السوق والذي يحسب وفق العلاقة التالية :

معدل دوران الأصول = قيمة أصول صناديق المؤشرات المتداولة / الرسملة السوقية

والجدول الموالي يوضح مسيرة تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودي للفترة (2010-2016).

الجدول رقم (05): تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودية للفترة [2010-2016] الوحدة : مليون ريال

السنة	قيمة أصول صناديق المؤشرات المتداولة	القيمة السوقية للأسهم المتداولة (الرسملة السوقية)	معدل دوران الأصول (%)
2010	74,2	1.325.000	0,0056
2011	117,1	1.271.000	0,0092
2012	107,8	1.400.000	0,0077
2013	58,6	1.753.000	0,0033
2014	55,9	1.813.000	0,0031
2015	35,3	1.579.000	0,0022
2016	36,48	1.682.000	0,0021

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على: هيئة السوق المالية، الإدارة العامة للتخطيط

الاستراتيجي والأبحاث، إدارة الأبحاث وحدة البيانات الإحصائية، من الموقع:

https://cma.org.sa/AboutCMA/AnnualReport/Documents/cma_2016_report.pdf

انطلاقاً من الجدول نلاحظ أن سوق الأسهم السعودية بنهاية عام 2011 شهد ارتفاعاً ملحوظاً في مؤشر السيولة والمعبر عنه بمعدل دوران أصول صناديق المؤشرات المتداولة ليصل إلى أعلى مستوياته والذي بلغ معدل 0,0092% والسبب في ذلك يعود أساساً إلى تبدد مخاوف المستثمرين من مخاطر الاستثمار في مثل هذه الصناديق ولو بنسبة تبقى محدودة، هذا إلى جانب ارتفاع حجم السيولة النقدية وتوسع البنوك المحلية في منح القروض والتسهيلات المصرفية للمستثمرين الموجهة لأغراض شراء الأسهم والتي كان لها في الأخير تأثير مباشر على أسعار أصول صناديق المؤشرات والذي انعكس في زيادة الطلب الفعال للمستثمرين على صناديق المؤشرات الإسلامية المتداولة في السوق المحلية، وبناءً على ما سبق يتضح بأنه على الرغم من مؤشرات الأداء الإيجابية لسوق الأسهم السعودية إلا أن أوضاع السيولة في السوق لا تزال تؤثر عليها مشاركة عدد محدود من المستثمرين، ومما زاد الأمر تعقيداً تركيز الأسهم في أيدي مجموعات أقلية من كبار المستثمرين وإلى جانب هذا فإن السوق لا تزال تعاني من قلة صناديق الاستثمار وخاصة منها صناديق المؤشرات الإسلامية وسيطرة المؤسسات الحكومية وشبه الحكومية على جزء كبير من رأس المال المصدر وهو ما قلل من عدد صناديق المؤشرات الإسلامية المطروحة للتداول، كما شهد انخفاضاً ملحوظاً في مؤشر السيولة ليستقر عند المعدل 0,0021% وهذا نتيجة لانخفاض مستوى التداولات اليومية إضافة إلى تراجع متوسط قيمة السيولة المتداول بها في أسواق الأسهم المحلية. (هيئة السوق المالية، 2016، <https://cma.org.sa>)

الخاتمة:

تعتبر صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية من الأدوات المالية المستحدثة في الصناعة المالية الإسلامية والتي ظهرت مع تسارع وتيرة ظهور الابتكارات المالية خاصة في ظل التقلبات الدورية والأزمات المالية والمناداة بعدم كفاءة الأسواق المالية التقليدية أصبح وجوباً إعادة النظر في عمل هذه الأسواق، وذلك استجابة للطلب المتزايد لإيجاد الحلول والأدوات المالية التي تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، وللوفاء بمتطلبات المستثمرين الراغبين والباحثين عن وسائل وأدوات استثمارية جديدة تكون لهم قيمة مضافة وتساعدهم على التقليل من المخاطر التي تحيط باستثماراتهم، والجدير بالذكر أن صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية تحتل مكانة هامة في الأسواق المالية نظراً لأهميتها الكبيرة ومناقعتها العديدة، إذ أن الاستثمار في مثل هذه الصناديق من شأنه أن يؤدي إلى الرفع من أداء السوق المالية وتوسيع قاعدتها، وإعطاء للمستثمرين مرونة أكبر للاختيار في توزيع استثماراتهم على قنوات السوق وقطاعاتها، ولأنك أن الأسواق المالية خاصة في الدول العربية تحتاج إلى آليات ومنتجات جديدة ومشروعة لتنشيط العمل بها وعلى رأسها صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية.

النتائج والتوصيات :

يمكن حصر أهم النتائج التي تسنى لنا الخروج بها من هذه الدراسة في النقاط التالية، والتي توضح أسباب فشل صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية في تحقيق الهدف المأمول منها وهو الرفع من أداء السوق المالي السعودي وتوسيع قاعدته.

➤ من الواضح أن الصناديق المؤشرات المتداولة هذه أدرجت في السوق بشروط وضوابط تخدم القائمين على الصندوق على حساب المتداولين، لذلك كان رد المتداولين واضحاً جداً.

➤ هناك تضارب صارخ في تركيبة الصندوق ليس له مثل في صناديق المؤشرات العالمية، وهي أن مدير الصندوق وإداري الصندوق وصانع السوق وأمين الحفظ والقائم على المؤشر الذي يحاكيه الصندوق، هم موظفون في جهة واحدة، وربما هناك شخص واحد يقوم بأكثر من دور فيها، وهو ما يفقد الصندوق المصداقية اللازمة لدى المتداول.

➤ تتبع صناديق المؤشرات الدولية مؤشرات معروفة لعامة الناس مثل مؤشر داو جونز ومؤشر إس آند بي ومؤشر ناسداك، ومؤشر نيكاي 225 في اليابان، وغيرها من المؤشرات التي تمثل قطاعات معينة وتدار من قبل جهات مختصة، وليست تدار من قبل الجهة المنشئة للصندوق كما في صناديق المؤشرات السعودية، حيث كل شيء يقدم من الجهة نفسها.

➤ تتميز صناديق المؤشرات المتداولة السعودية بعدد محدود جداً من صناعات السوق ولهذا فإن وجود صناعات سوق آخرين سيقصص فارق السعر بين العرض والطلب، ويمنع انحراف سعر الصندوق عن قيمة المؤشر بشكل كبير، حيث - مع الأسف - أن هيئة السوق المالية وافقت لهذه الصناديق بممارسة انحراف يصل إلى 1%، وهذا خطأ كبير فيه ضرر للمتداولين، وهو ما يعني أن المتداولين قد يبيعون ويشتررون أسهم الصندوق على الرغم من أن سعر الصندوق يفوق قيمته الحقيقية بمقدار 1%، والمفروض ألا يسمح بانحراف كبير بهذا الشكل.

➤ يستطيع صانع السوق بيع وشراء الأسهم المكونة للصندوق من مال الصندوق، لا من ماله هو، وهذا يعني أن تكلفة عمليات الأربتراج (البيع والشراء للتحكم بانحراف السعر) التي يقوم بها الصندوق تدفع من أموال ملاك الصندوق، فهي في الواقع مضاربة مجانية على حساب ملاك الصندوق.

أما عن ما يمكن اقتراحه من توصيات في إطار النتائج السابقة هو ما يلي:

➤ ضرورة تعديل ضوابط عمل صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية من قبل هيئة السوق المالية السعودية لمواجهة نقاط الخلل المذكورة أعلاه، والتي جعلت من هذه الصناديق تغش في تحقيق الهدف المأمول منها وهو الرفع من أداء السوق وزيادة من كفاءتها.

➤ ضرورة التعريف والتسويق الجيد والشرح الواضح للدور الفعال الذي تقوم به صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية في توسيع قاعدة السوق المالية وتوفير السيولة اللازمة.

➤ ضرورة تعزيز مؤشر انفتاح السوق المالية السعودية أمام الاستثمارات الأجنبية المباشرة من خلال تشجيع المستثمرين الأجانب على دخول السوق المالية السعودية.

قائمة المراجع:

- إتش إس بي سي العربية السعودية. (2013)، شروط وأحكام صندوق إتش إس بي سي السعودي 20 المتداول، المملكة العربية السعودية.
- أحمد اسماعيل، وأحمد النجار. (د ت)، ورقة تعريفية عن وثائق صناديق المؤشرات المتداولة، قسم البحوث، برميير لتداول الأوراق المالية، مصر، من الموقع:
http://www.première-securities.com /editor_images/etfsNew.pdf.
- أشرف محمد دوابه. (2006)، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط 2، دار السلام، الاسكندرية.
- ألفا β بيتا خبة كتاب المال والاقتصاد. (2015)، أداء صناديق المؤشرات المتداولة في 2015م، هل كان مقنعا؟ من الموقع:
<http://alphabet.argaam.com/article/detail/99961>
- صندوق النقد العربي. (2016)، إحصائيات قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، من الموقع:
[http://www.amf.org.ae/sites/default/files/econ/annualreports/\[language\]/Annual report book Arabic 2016.pdf](http://www.amf.org.ae/sites/default/files/econ/annualreports/[language]/Annual report book Arabic 2016.pdf)
- صندوق النقد العربي. (2014)، إحصائيات قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية، النشرة الفصلية، العدد 78، الربع الثالث، من الموقع:
<http://www.arabmonetaryfund.org/sites/default/files/econ/ambd/bulletin/ar/bulletin%20Q3%20.2014>
- فالكم للخدمات المالية. (2010)، مذكرة المعلومات، صندوق فالكم المتداول للأسهم السعودية، المملكة العربية السعودية.
- كتاف شافية، وبن دعاس زهير. (5-6 ماي 2014)، آلية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية وأهميتها بالنسبة للأسواق المالية- دراسة حالة السوق المالية السعودية، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة فرحات عباس - سطيف، الجزائر.
- محمد بن براهيم السحبياني، وعبد الله بن منصور الغفيلي. (2013)، زكاة صناديق المؤشرات، مجلة الاقتصاد الإسلامي، المجلد 26، العدد 2، المملكة العربية السعودية.
- مركز بخيت للاستشارات المالية. (2015)، أسعار الأسهم وتأثيرها على قيمة المؤشر، من الموقع

2015effectofstockpriceonindexs/year201http://www.bfasaudi.com/year
.5effectofstockpriceonindexs.asp

- مؤسسة النقد العربي السعودي.(2013)، التقرير السنوي الثاني والخمسون، أحدث التطورات
الاقتصادية، من الموقع:

http://www.sama.gov.sa/ReportsStatistics/RepportsStatisticsLib/5600RAn
nualAr49 2013 12 23 pdf

-هيئة السوق المالية.(2016)، الإدارة العامة للتخطيط الاستراتيجي والأبحاث، إدارة الأبحاث
وحدة البيانات الإحصائية، من الموقع:

https://cma.org.sa/AboutCMA/AnnualReport/Documents/cma_2016_rep
ort.pdf

Levine et Zervos (1996) ,Stock market développement and long run growth ,
the word bank, economic review. Vol.10.