

بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول:

## منتجات وتطبيقات الابتكار و الهندسة المالية

بين الصناعة المالية التقليدية و الصناعة المالية الإسلامية

يومي 5 و 6 ماي 2014م الموافق لـ: 5 و 6 رجب 1435هـ

بعنوان:

### آلية بناء صناديق المؤشرات المتداولة الاسلامية وأهميتها بالنسبة للأسواق المالية

دراسة حالة السوق المالية السعودية

جامعة

الدكتورة: كتاف شافية

سظيف1

جامعة سظيف

الأستاذ: بن دعاس زهير

### الملخص:

تعتبر صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية أحد أهم المنتجات المالية الإسلامية المبتكرة التي حازت على اهتمام المستثمرين في السنوات الأخيرة؛ نظرًا لمزاياها العديدة وفوائدها ومنافعها الكثيرة، سواء بالنسبة للمستثمرين أو بالنسبة للأسواق المالية أو بالنسبة للأطراف الأخرى ذات العلاقة، وفي هذه الورقة البحثية نحاول توضيح مراحل وخطوات إنشائها وآلية عملها، مع الإشارة إلى آلية إنشاء وبناء المؤشرات الإسلامية وإبراز مدى أهميتها بالنسبة لصناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية، ومن ثم الوقوف على مدى أهمية ودور صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية في تنشيط وتطوير وتعميق الأسواق المالية مع دراسة حالة السوق المالية السعودية.

### Résumé:

fonds d'index coté islamique (FICI) l'un des produits financiers islamiques les plus innovantes; qui a remporté attention des investisseurs dans ces dernières années, en raison de ses nombreux avantages et bénéfices, tant pour les investisseurs ou pour les marchés financiers ou d'autres parties concernées, et dans ce papier de recherche nous essayons de faire la lumière sur ses différents mécanismes de l' en précisant les étapes de sacration et la façon dont il travaillent, puis se tenir debout sur l'importance et le rôle des fonds d'index coté islamique (FICI) sur l'approfondissement des marchés financiers; soulignant le cas de marché de la capitale saoudienne

**المقدمة:**

تُعتبر صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية من الأدوات الاستثمارية الإسلامية المستحدثة التي ظهرت مع تسارع وتيرة ظهور الابتكارات المالية، وذلك استجابة للطلب المتزايد لإيجاد الحلول والأدوات المالية التي تتفق وأحكام الشريعة، وللوفاء بمتطلبات المستثمرين الراغبين والباحثين وسائل وأدوات استثمارية جديدة تكون لهم قيمة مضافة وتساعدهم على التقليل من المخاطر التي تحيط باستثماراتهم، إذ أنّ صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية تجمع بين السمات الرئيسة لصناديق الاستثمار الإسلامية، من حيث تنوع وشرعية المحفظة المكوّنة لها ومن حيث إمكانية إصدار واسترداد الوثائق في حدود الحد المسموح به، والسمات الرئيسة للأسهم المتوافقة من حيث إمكانية تداولها في السوق الثانوي.

ونظرًا للطبيعة المميّزة لصناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية، فإنّ عملية بنائها وآلية إنشائها ينبغي أن تكون خاصّة تراعي خصوصيتها الشرعية، وفي نفس الوقت تحقّق أفضل تصميم وأداء للصندوق، أي أنّها تجمع بين الكفاءة الاقتصادية والمصدقية الشرعية، ممّا يتماشى ويحقّق رغبة المستثمرين الذين يفضلون هذا النوع من الاستثمارات المتوافقة من جهة، وتحقّق وظائفها وفوائدها وأدوارها المنتظرة منها من جهة أخرى.

والجدير بالذكر أنّ صناديق المؤشرات المتداولة تحتل مكانة هامة في الأسواق المالية نظرًا لأهميتها الكبيرة ومنافعها العديدة، إذ أنّ الاستثمار في هذه الصناديق من شأنه أن يؤدي إلى توسيع قاعدة الأسواق المالية، ويعطي للمستثمرين مرونة أكبر للاختيار فيتوزع استثماراتهم على قنوات السوق وقطاعاتها، ولاشك في أنّ الأسواق المالية خاصّة في الدول العربية تحتاج إلى آليات ومنتجات جديدة ومشروعة لتنشيط العمل بها، وعلى رأسها صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية.

ومن هنا تتضح إشكالية البحث الرئيسة التالية:

**كيف يتم إنشاء وبناء صناديق مؤشرات متداولة إسلامية، وما مدى أهميتها بالنسبة للأسواق المالية؟**

وتتبنى هذه الدراسة الفرضيات التالية:

- 1- لا تختلف طريقة إنشاء صناديق مؤشرات متداولة إسلامية عن نظيرتها التقليدية؛
- 2- تساهم صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية في تنشيط وتعميق الأسواق المالية. ولغرض الإجابة على إشكالية البحث الأساسية، سيتم معالجة المحاور التالية:
  - 1- المحور الأول: نشأة وأهمية صناديق المؤشرات المتداولة؛
  - 2- المحور الثاني: آلية عمل صناديق المؤشرات المتداولة؛
  - 3- المحور الثالث: مفهوم وتطور صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية؛
  - 4- المحور الرابع: آلية تكوين وإنشاء صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية؛
  - 5- المحور الخامس: أهمية صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية العاملة في السوق المالية السعودية.

**المحور الأول: نشأة وأهمية صناديق المؤشرات المتداولة**

لغرض توضيح مفهوم ونشأة وتطور صناديق المؤشرات المتداولة والوقوف على أهم

خصائصها ومميزاتها وأهميتها يتم التطرق للعناصر التالية:

**أولاً: مفهوم صناديق المؤشرات المتداولة:**

صناديق المؤشرات المتداولة هي أداة استثمارية مستحدثة تُعرف بأنها: "صناديق استثمار

مصممة خصيصاً لمتابعة مؤشر ما أو قطاع معين، بحيث تكون كل وثيقة عبارة عن سلّة تحتوي

على مجموعة من الأوراق المالية المتداولة في بورصة ما، على أن تكون هذه الشهادات قابلة للتداول

في البورصة بنفس طريقة الأسهم العادية"<sup>(١)</sup>

فهي صناديق استثمارية مفتوحة تُنشئ وتُطْفئ الوحدات الاستثمارية باستمرار، وتتمثل أصول هذه الصناديق بمحفظة استثمارية تتشكل من مجموعة الأوراق المالية المكوّنة لمؤشر معين قائم مثل: مؤشر داوجونز أو ستاندرد أندبورز، أو مؤشر يتم إنشاؤه من قبل صندوق الاستثمار نفسه، مما يجعلها أداة استثمارية جذابة بالنسبة للمستثمرين الذي يميلون الى الابتعاد عن المخاطر، كونها تتبع مؤشراً يتكوّن من مجموعة متنوّعة من الأوراق المالية ذات الأداء الجيّد والممتاز التي يبحث عنها المستثمر الرشيد<sup>(2)</sup>.

إنّ صندوق المؤشرات المتداولة هو صندوق استثماري مشترك بين مجموعة من المستثمرين، يُدرج ويتداول في السوق المالية، وتكون أموال الصندوق مقسّمة إلى عدد من الوحدات المتساوية القيمة (وثائق الصندوق)، تمثل كل وثيقة حصة غير مفرزة للملكها في أصول الصندوق، وتمثل كل وثيقة سلّة تحتوي على مجموعة من الأوراق المالية المتداولة في البورصة تحاكي في تكوينها الأوزان النسبية لأسهم مؤشر معين بحيث تكون الوثيقة ممثلة لأداء تلك المؤشر، ومن جهة أخرى فإن هذه الوثيقة في حد ذاتها تكون قابلة للتداول في البورصة بنفس طريقة تداول الأسهم العادية وخلال الساعات المخصصة للتداول بالبورصة.

والجدير بالذكر أنّ معظم صناديق المؤشرات المتداولة يتم تقديمها بهدف تتبع ومحاكاة بأكبر قدر ممكن أداء مؤشرات سوق مالي معيّن، ولذلك تتيح للمستثمرين ممانعة أداء السوق من خلال صندوق واحد، وحيث أنّ هذه الصناديق يتم إدراجها في السوق المالية ويمكن تداول وحداتها، فإنّه يمكن للمستثمرين بيع وشراء وحدات هذه الصناديق من خلال وسطاء السوق أو صانعي السوق مباشرة، ولا تحتاج للتعامل مع مدير الصندوق كما هو الحال في صناديق الاستثمار التقليدية<sup>(3)</sup>.

### ثانياً: نشأة وتطور صناديق المؤشرات المتداولة

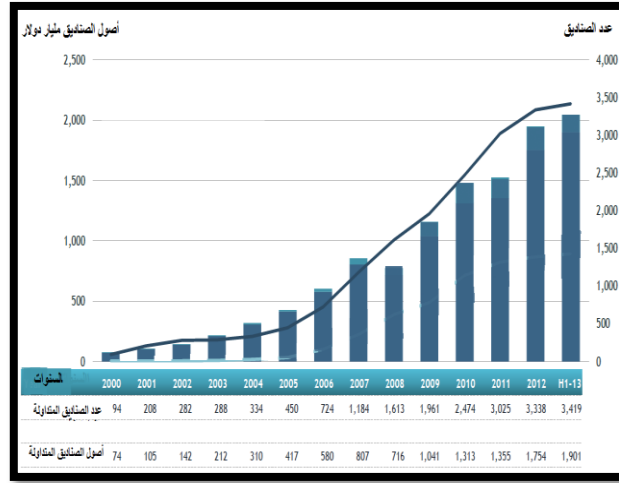
لقد ظهرت صناديق المؤشرات المتداولة مع تسارع وتيرة ظهور الابتكارات المالية، حيث أطلقت مجموعة من الشركات الاستثمارية أو لصندوق مؤشر سنة 1973 في الولايات

المتحدة الأمريكية، وكان موجّه للمؤسسات الاستثمارية، ثم تلتها مجموعة فانقارد (Vanguard) الأمريكية التي قامت بإطلاق أول صندوق مؤشر سنة 1976 موجّه للمستثمرين الأفراد، ليتّم بعدها تطوير صناديق مؤشرات بصيغة الصناديق القابلة للتداول، وظهر بذلك أول صندوق مؤشر قابل للتداول سنة 1989 في الولايات المتحدة الأمريكية تحت اسم (Index Participation Shares) والذي يحاكي مؤشر (S&P 500) ولكنه لم يستمر بسبب مشاكل قانونية<sup>(4)</sup>.

وفي نفس السنة تمّ طرح أول صندوق متداول في بورصة تورونتو بكندا تحت اسم صندوق مؤشر تورونتو (Tips35) وقد كان يضم أكبر 35 سهم متداول في بورصة تورونتو<sup>(5)</sup>، ونجاح هذا الصندوق شجّع الولايات المتحدة الأمريكية على إعادة التفكير في استحداث صناديق المؤشرات، وعليه قامت شركة (State Street Global Advisors) وبالتعاون مع البورصة الأمريكية، بتطوير أول سوق لصناديق المؤشرات سنة 1993، وقد أُطلق على صندوق منها شهادات إيداع ستاندرد أند بورز (Standard & Poor's Depository Receipts) SPDR أو كما يُطلق عليها (Spiders) وتمّ طرحها في بورصة Amex الأمريكية، وكانت عبارة عن صناديق مؤشرات تتبع أداء مؤشر (S&P 500) لأكثر 500 شركة متداولة في البورصة الأمريكية، وتعتبر (SPDR) حتى الآن أحد أنجح وأكبر صناديق المؤشرات المتداولة في العالم وأكثرهم سيولة.

شكل (01): نمو وتطور عدد وأصول صناديق المؤشرات المتداولة المصدرة

عالميا



Source: ETFGI monthly newsletter, 2014, p:04.

ومن ثمّ بدأت صناديق المؤشرات المتداولة تنمو بوتيرة سريعة في الأسواق المالية العالمية، حتى وصل عددها بنهاية النصف الأوّل من سنة 2013 إلى 3419 صندوق بلغت قيمة أصولها 1901 مليار دولار، من مزوّد في 54 بورصة حول العالم، كما لاقت رواجاً كبيراً وانتشاراً واسعاً على مستوى أسواق المال الأمريكية، التي ارتفع عددها من 79 صندوق سنة 2001 إلى 1196 صندوق بنهاية النصف الأوّل من سنة 2013 وبأصول ارتفعت قيمتها من 66 مليار دولار فقط سنة 2001 إلى 1347 مليار دولار، ومن مزوّد في 3 بورصات أمريكية، ثمّ انتشرت صناديق المؤشرات المتداولة لاحقاً في دول أوروبا مثل: ألمانيا وانجلترا وفرنسا والسويد، حيث بلغ عدد هذه الصناديق في دول أوروبا مجتمعةً بنهاية النصف الأوّل من سنة 2013 حوالي 1324 صندوق تبلغ قيمة أصولها نحو 331 مليار دولار، من مزوّد في 22 بورصة أوروبية، كما انتشرت هذه الصناديق أيضاً في دول آسيا كاليابان وهونغ كونغ وتايلند، وكذلك في جنوب إفريقيا، كما شهدت بعض الدول العربية التعامل بهذه الأداة الاستشارية مثل: سوق أبوظبي للأوراق المالية، وسوق مسقط للأوراق المالية والبورصة المصرية والسوق المالية

السعودية، وقد ساعد على انتشار صناديق المؤشرات المتداولة بهذا الشكل الكبير المزايا والمميزات العديدة التي تتمتع بها.

### ثالثاً: أهمية ومزايا صناديق المؤشرات المتداولة

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

كما أنّ الاستثمار في وحدات صناديق المؤشرات المتداولة له عدة مزايا من أهمها<sup>(4)</sup>:

1 - **القابلية للتداول**: تتميز صناديق المؤشرات المتداولة بأنّ الوحدات المصدرّة منها تكون قابلة للتداول في السوق المنظّمة طوال جلسة التداول، شأنها في ذلك شأن أي سهم آخر، وتحدّد أسعارها بشكل لحظي تبعاً لقوى العرض والطلب، وذلك على عكس صناديق الاستثمار التقليدية التي يتحدّد سعر وحداتها فقط في نهاية يوم التداول؛

2 - **الشفافية**: تتميز صناديق المؤشرات المتداولة بإمكانية التعرّف بسهولة على استثمارات هذه الصناديق من حيث المحتوي ونسب الاستثمار وكذا متابعة أسعارها وتداولها لحظياً في أي وقت خلال جلسة التداول اليومية للبورصة، دون الحاجة لانتظار حساب صافي قيمة الوحدة في نهاية كل يوم أو كل أسبوع، حيث يتم حسابها على أساس معامل ارتباطها بالمؤشر ويتم نشرها كل ساعة أو نصف ساعة خلال جلسة التداول، وتنشر على شاشات التداول، ويلتزم مصدري هذي الصناديق بنشر معلومات الإفصاح كاملة عن صناديقهم والمؤشرات التي تتبعها؛

3 - **المرونة**: تتميز وحدات صناديق المؤشرات المتداولة بسهولة التعامل معها، إذ يستطيع المستثمر شراء أو بيع الوحدات مباشرة عن طريق سوق الصناديق وبشكل فوري وبنفس طريقة تداول الأسهم، كما يستطيع المستثمر الشراء بأي من صناديق المؤشرات المتداولة بغض النظر عن



المصدر بعكس صناديق الاستثمار التقليدية التي يتطلّب الاستثمار فيها التعامل من خلال مدير الصندوق مباشرة، كما أنّه لا يوجد حد أدنى للاشتراك في صناديق المؤشرات المتداولة؛

4 - **التكلفة:** تتميز صناديق المؤشرات المتداولة بشكل أساسي بانخفاض تكاليفها الإدارية التي تتراوح بين 0.1% إلى 0.99% مقارنةً مع التكاليف الإدارية لصناديق الاستثمار التقليدية التي تتراوح ما بين 1.1% إلى 3%، ويعود السبب في ذلك إلى أنّ هذه الصناديق مرتبطة بمؤشر، وتُعامل على أنّها ورقة مالية يتم التعامل بها وتُطبّق عليها عمولات التداول في البيع والشراء مثلما يتم على الأسهم من خلال تحديد سعرها حسب قوى العرض والطلب، كما يلتزم المصدر لهذه الصناديق بالمصاريف المفصّل عنها في نشرة الإصدار؛

5 - **التنوع:** إنّ تنوع أصول صناديق المؤشرات المتداولة من شأنه أن يساهم في خفض التكلفة على المستثمرين، حيث تتيح لهم صناديق المؤشرات الفرصة للاستثمار في مجموعة متنوعة من الأوراق المالية، وهو ما يعطي المستثمرين الفرصة لدخول أسواق وقطاعات محدّدة ومتنوعة، دون الحاجة لعمل دراسات خاصّة بالتنوع، إذ أنّ هناك العديد من المؤسسات التي تتولّى إعداد العديد من الدراسات قبل إصدار تلك المؤشرات، وبالتالي فإنّ التنوع يعتمد على دراسات يتم إعدادها من قبل مؤسسات محترفة ممّا يقلّل من مخاطر الاستثمار فيها؛

6 - **السيولة:** توفر صناديق المؤشرات المتداولة للمستثمر ميزة الحصول على السيولة النقدية بسرعة إذا ما رغب بالبيع ولا حاجة للانتظار حتى يبيع مثلما يحدث في صناديق الاستثمار التقليدية، ممّا يُتيح للمستثمر تداولها وبيعها في السوق والحصول على قيمة الوحدات بسرعة، ولا بد أن يكون لكل صندوق مؤشرات صانع سوق الذي يلتزم بالبيع أو الشراء لكل من يرغب في ذلك من المستثمرين، وهو ما يضمن وجود سيولة دائمة لصناديق المؤشرات المتداولة في البورصة، ممّا يعطي المستثمرين ثقة دائمة في إمكانية قيامهم ببيع أو شراء وحدات صناديق المؤشرات التي يملكونها متى ما رغبوا في ذلك، وفي هذا الخصوص فإنّه يُسمح لصناع السوق

باستخدام العديد من الأدوات التمويلية التي تمكنهم من توفير السيولة، حيث يستطيع المستثمرون بيع صناديق المؤشرات على المكشوف، أو شرائها بالهامش أو وضع أوامر محددة السعر، واستثمار حجم رأس المال الذي يرغبون فيه بدون حد أدنى، وهذه المميزات لا تتوفر في صناديق الاستثمار التقليدية، التي لا يسمح لها بالاقتراض للأموال أو للأسهم أساساً، ويسمح لهم في حالات خاصة بالاقتراض لمواجهة عمليات الاسترداد وذلك في حدود 10٪ فقط من قيمة صافي الأصول؛

7- خبرة أقل وتداول بلا شروط: لا يحتاج الاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة إلى خبرة كبيرة حتى ولو كانت المرة الأولى للاستثمار بها، كما لا يحتاج إلى معرفة ومتابعة الأداء المالي والإداري لكل شركة مدرجة في المؤشر، حيث أنّ وحدات الصناديق تعكس نبض السوق وهذا يساعد المستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح والرشيد، ولعلّ هذا يزيد من أهمية التحليل الفني في الاستثمار بصناديق المؤشرات.

كما تمتاز صناديق المؤشرات المتداولة أيضاً بعدم وجود حد أدنى لشراء وحدات الصناديق، حيث من الممكن شراء وحدة واحدة من الصندوق من السوق مباشرة، وبالمثل يمكن بيع وحدة واحدة في أي وقت من أوقات التداول.

### المحور الثاني: آلية عمل صناديق المؤشرات المتداولة

يمكن توضيح آلية عمل صناديق المؤشرات المتداولة بدءاً من نشأتها إلى إصدارها وقيدها وتداولها وذلك على مستوى السوقين الأولي والثانوي، بالإضافة إلى توضيح الأدوار المختلفة للأطراف ذات العلاقة كما يلي:

#### أولاً: إنشاء صناديق المؤشرات المتداولة

لا تختلف إجراءات إنشاء صناديق المؤشرات المتداولة عن باقي صناديق الاستثمار التقليدية، حيث يتم إنشاء صناديق المؤشرات المتداولة من قبل مؤسسة مالية تتولّى غالباً إدارة الصندوق، وتُصمّم على أساس أنّها صناديق استثمار مفتوحة تتميز بتغيّر حجم أصولها وعدد

وحداتها، غير أنها تختلف عنها من حيث إمكانية تداول وحدات صناديق المؤشرات في أي وقت خلال جلسة التداول.

وقد تتم تغطية رأس مال الصندوق بواسطة الشركة المنشئة له أو من خلال طرح وحداته للاكتتاب العام، وفي هذه الحالة يتعيّن أن تتضمن نشرة الاكتتاب العام للصندوق العديد من البيانات والمعلومات الإضافية، منها<sup>(7)</sup>:

1. ذكر اسم البنك أو الشركة المنشئة للصندوق وكل المعلومات الخاصة بها؛
2. المؤشر المستهدف من عملية الإصدار، وبالتالي سمة الأوراق المالية التي تمثّل مكونات الصندوق؛
3. اسم صانعي السوق الذين تمّ التعاقد معهم؛
4. القيمة الاسمية لوحدات الصندوق؛
5. طريقة وأسلوب تقييم وحدات الصندوق المصدرة؛
6. طريقة وأسلوب التقييم الدوري لأصول الصندوق...

وبعد الحصول على موافقة الهيئة العامة للسوق المالية بمزاولة هذا النشاط وإنشاء الصندوق المتداول، يتعيّن على الجهة المشرفة على الصندوق أن تتعاقد مع اثنين على الأقل من صانعي السوق، تتمثّل مهمّة كل منها التعامل على وحدات الصندوق المصدرة، وينبغي أن يتضمنّ العقد توضيح وتفصيل لحقوق والتزامات الطرفين خاصّة أحكام الإصدار والاسترداد للوحدات...

### ثانياً: الآلية العامة لعمل صناديق المؤشرات المتداولة

يمكن توضيح الآلية العامة لعمل صناديق المؤشرات في السوق الأولي والسوق

الثانوي، كما يلي<sup>(8)</sup>:

- 1- على مستوى السوق الأولي: يتمثّل أهم المشاركون في هذا المستوى في كل من: الشركة المصدرة للصندوق، صانعي السوق، المؤسسات الاستشارية، ويتمحور

النشاط الأساسي في هذا المستوى يقيما بالشركة المصدرة بإنشاء وإطفاء وحدات الصندوق من خلال الصانع السوق، إذ تقو مبسلاً الأوراق المالية المكوّنة للمؤشر مقابل إصدار وحدات الصندوق، وكذلك الحالة في حالة الإطفاء حيث تقو مبسلياً الأوراق المالية، ويتم إصدار رز من مطية من وحدات الصندوق بمقدار 50 أو 100 ألف وحدة لكل رزمة ومضاعفاتها.

أما المؤسسات الاستشارية فتقوم في هذا السوق بنشاط الاككتابو الإطفاء بالجملة لوحدة الصندوق من خلال الصانع السوق، وذلك بغرض بيع الوحدة في البورصة للمستثمرين الأفراد وتوضح مراحل هذه العملية أكثر كما يلي:

أ- الاككتاب في وثائق صناديق المؤشرات المتداولة: يتم الاككتاب الأول في وحدات صندوق المؤشرات عن طريق أحد البنوك المرخص لها بتلقي الاككتاب.

صانع السوق: يمكنه الاككتاب في وحدات الصندوق بإحدى الطريقتين التاليتين:

- إمّا نقداً عن طريق أحد البنوك المرخص لها بتلقي الاككتاب؛
- أو بصورة عينية من خلال تجميع سلّة الأوراق المالية المكوّنة للمؤشر المستهدف وإيداعها لدى أمين الحفظ لحساب الصندوق، ويتم جبر الفروق بين القيم باستخدام النقود وبما لا يخل بالنسب المقررة فيما يتعلق بمكونات المحفظة أو سلّة الأسهم التي تعكس مكونات المؤشر المستهدف.
- مدير الاستثمار: بعد غلق باب الاككتاب يقوم بما يلي:
- التعاقد مع أحد شركات السمسرة المرخص لها أو صانع السوق لشراء سلّة الأوراق المالية المكوّنة لمحفظة الصندوق والتي تتبع في تكوينها للمؤشر المستهدف من عملية الإصدار بنسبة معينة؛
- الاحتفاظ بباقي الأموال في صورة سيولة؛
- يقوم مدير الاستثمار بعد ذلك بإيداع الأوراق المالية المكوّنة للمحفظة لدى أحد أمناء الحفظ لحساب الصندوق.

ب- إصدار الوثائق: يقوم الصندوق ومقابل أموال المستثمرين بإصدار أوراق مالية في صورة وحدات أو وثائق استثمار متداولة جديدة.

**2- على مستوى السوق الثانوي:** يتمثل أهم المشاركون في هذا المستوى في كل من: البورصة، الوسطاء، صانع السوق، المستثمرون، ويتم في هذا المستوى تداول وحدات الصندوق في البورصة بتسعير لحظي، حيث يقوم المستثمرون بشراء وبيع الوحدات بكميات يصل حدها الأدنى إلى 100 وحدة، حيث يتم ضخ هذه الوحدات في البورصة من خلال المؤسسات الاستثمارية، ويتضح ذلك كما يلي:

**أ- قيد الوثائق:** حيث يقوم مدير الاستثمار بما يلي:

- قيد وثائق صناديق المؤشرات بجداول البورصة بعد إتمام عمليات الاكتتاب تمهيداً ل طرحها للتداول، وذلك وفقاً لقواعد قيد وشطب الأوراق المالية؛

- إيداع وثائق الصندوق بنظام الإيداع المركزي لدى شركة المقاصة.

**ب- تداول الوثائق:** يتم تداول وثائق صناديق المؤشرات في السوق الثانوي عن طريق شاشات البورصة وبنفس طريقة تداول الأسهم، ويمكن تداولها في أي وقت خلال ساعات التداول باستخدام كافة استراتيجيات تداول الأسهم المعمول بها في البورصة مثل أنواع الأوامر والاقتراض بغرض البيع والشراء بالهامش، ويتضح ذلك كما يلي:

- يقوم المستثمرون بالتعامل بيعاً وشراءً على وثائق صناديق المؤشر عن طريق أحد شركات السمسرة، وذلك بإرسال عروض وطلبات هذه الوثائق إلى السمسرة؛

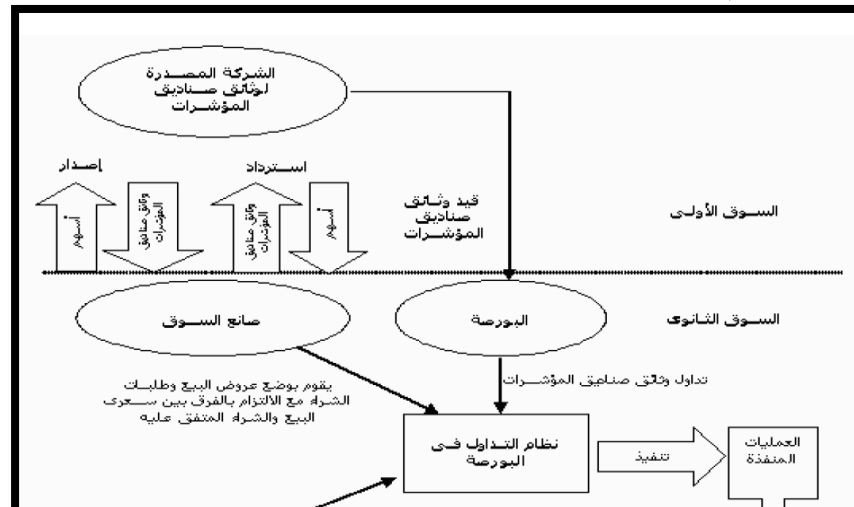
- تقوم شركة السمسرة بإرسال هذه الأوامر للبورصة؛

- يقوم صانع السوق أيضاً بوضع عروض البيع وطلبات الشراء مع الالتزام بالفرق بين سعري البيع والشراء المتفق عليه؛

- يتم تداول وثائق صناديق المؤشرات في البورصة بطريقة مشابهة تماماً لعملية تداول الأسهم؛

- بعد تنفيذ العمليات تقوم البورصة بإرسالها إلى شركة المقاصة والتسوية لتسوية العمليات في المواعيد المقررة؛
  - تستغرق عملية التسوية عادة يومين من تاريخ التداول والذي يعرف بنظام F2.
- ويوضح الشكل أسفله آلية عمل صناديق المؤشرات المتداولة على مستوى السوقين الأولى والثانية كما في البورصة المصرية كما يلي:

شكل رقم(02): آلية عمل صناديق المؤشرات المتداولة



المصدر: البورصة المصرية، " تداول صناديق المؤشرات"، متوفر على

[http://www.egx.com.eg/arabic/Structure\\_Trading ETFs](http://www.egx.com.eg/arabic/Structure_Trading ETFs):

ج - شراء الوثائق: تقوم شركات السمسرة بإدراج طلب شراء كمية معينة من الوثائق على

شاشات البورصة وتُضح مراحل هذه العملية خلال جلسة التداول كما يلي:

- مطابقة أمر الشراء مع أمر البيع: في حالة تطابق كميات وأسعار الشراء المطلوبة مع كميات وأسعار البيع المعروضة من قبل أحد المستثمرين الآخرين، فإنّ هذا لا يتطلّب خلق وثائق جديدة في السوق الأوّلي، وتعتبر هذه العملية عملية انتقال للملكية الوثائق بين المستثمرين في السوق الثانوي.

- مطابقة أمر الشراء مع عرض بيع من جانب صانع السوق: قد تحدث حالة من الحالتين التاليتين:

■ إذا كان رصيد صانع السوق من الوثائق يكفي كامل الكمية التي قام ببيعها لا يتطلّب ذلك خلق وثائق جديدة في السوق الأوّلي وتعتبر هذه العملية، عملية انتقال للملكية الوثائق بين صانع السوق والمستثمر في السوق الثانوي؛

■ إذا كان رصيد صانع السوق من الوثائق لا يكفي كامل الكمية التي قام ببيعها، فيقوم خلال جلسة التداول ببيع الوثائق المطلوبة، وفي نفس الوقت يقوم بشراء سلّة الأسهم المكوّنة لتلك

الوثائق التي قام ببيعها، على أن يقوم بإتمام عملية الإصدار لتلك الوثائق بعد انتهاء جلسة التداول المطلوبة.

وبعد انتهاء جلسة التداول تقوم شركة الإيداع بإجراءات تسوية المعاملات التي تمت أثناء جلسة التداول.

د- بيع الوثائق: تقوم شركة السمسرة بإدراج عرض بيع كمية معينة من الوثائق على شاشات البورصة ويمكن توضيح مراحل هذه العملية خلال جلسة التداول كما يلي:

- مطابقة أمر البيع مع طلب شراء من مستثمر آخر: في حالة تطابق كميات وأسعار البيع المطلوبة مع كميات وأسعار الشراء المعروضة من جانب أحد المستثمرين الآخرين، فإن ذلك لا يتطلب استرداد وثائق في السوق الأولي، وتعتبر هذه العملية عملية انتقال للملكية الوثائق بين المستثمرين في السوق الثانوي.

- مطابقة أمر البيع مع عرض شراء من جانب صانع السوق: قد تحدث حالة من الحالتين التاليتين:

■ إذا كان صانع السوق يرغب في أخذ مركز في وثائق الصندوق، فإنه يقوم بتغذية حساب التسوية الخاص به بثمن الوثائق المشتراة ويتم إيداعها في حسابه وتكون التسوية في F2، ولا يتطلب ذلك استرداد وثائق في السوق الأولي وتعتبر هذه العملية عملية انتقال للملكية الوثائق بين صانع السوق والمستثمر؛

■ إذا كان صانع السوق لا يرغب في أخذ مركز في وثائق الصندوق، فإنه يقوم خلال جلسة التداول بشراء الوثائق المعروضة من جانب المستثمرين، ويقوم في نفس الوقت ببيع الأسهم المكونة لتلك الوثائق على أن يقوم بإتمام عملية استرداد تلك الوثائق من الصندوق بعد نهاية جلسة التداول.



وبعد انتهاء جلسة التداولتقوم شركة الإيداع بإجراءات تسوية المعاملات التي تمت

أثناء جلسة التداول.

### ثالثاً: أدوار الأطراف المختلفة

تتمثل هذه الأطراف وأهم وظائفها وأدوارها في ما يلي:

#### 1- مدير الصندوق:

هو الجهة التي تُصدر وتُدير صناديق المؤشرات المتداولة والمرخص لها أصلاً من قبل هيئة السوق المالية بإدارة الأصول، ولذلك يقوم مدير الصندوق بخلق وتجميع الأسهم في سلّة واحدة، والتي تتطلب إدارة محترفة تقوم بعمل الدراسات والتقييمات الدورية، وتحدّد مهمة مدير الصندوق في إصدار الوثائق بناءً على الأسهم المكوّنة للمؤشر وبنفس الأوزان تقريباً، ويلتزم مدير الصندوق بما يلي<sup>(6)</sup>:

- أ. تأسيس وتسجيل وإدراج الصندوق؛
- ب. مراقبة الأداء والعمل على تحقيق أهداف الصندوق؛
- ج. تعيين صانع السوق والترتيب لرأس المال التشغيلي المبدئي والتنسيق المستمر مع صانع السوق لإتمام عمليات إنشاء واسترداد الوحدات؛
- د. تعيين مزود خدمة المؤشر والاتفاق معه على آلية حساب وتقييم ونشر معلومات المؤشر؛
- هـ. تعيين أمين لحفظ والتنسيق المستمر معه في عمليات إنشاء واسترداد الوحدات المتداولة؛
- و. وضع سياسات الصندوق وتحديد آلية إصدار واسترداد الوحدات؛
- ز. الاعداد لإدراج وحدات الصندوق؛
- ح. التأكد من مطابقة الأداء وتسوية ومعالجة الانحرافات؛
- ط. مراقبة الأداء والعمل على تحقيق أهداف الصندوق في إطار الإستراتيجية والسياسات المعلنة؛

- ي. تحديد مكونات سلّة الأسهم والإعلان عنها وعن العناصر النقدية إن وجدت؛
- ك. المحافظة بصفة مستمرة على معامل الارتباط بين التغير في سعر تداول الوثيقة بالبورصة والتغير في قيمة المؤشر، وذلك وفقاً للقواعد التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة العامة للسوق المالية؛
- ل. المحافظة بصفة مستمرة على ألا تقل نسبة الأوراق المالية المكوّنة للمؤشر عن نسبة معيّنة من إجمالي الأوراق المالية المكوّنة للمحافظة وفقاً للقواعد التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة العامة للسوق المالية؛
- م. الإفصاح عن نصيب الوثيقة من صافي قيمة أصول الصندوق والافصاح عنها للبورصة والهيئة العامة للسوق المالية؛
- ن. التأكد من قيام صانع السوق بتوفير السيولة في السوق الثانوية لوحدة الصندوق؛
- س. التأكد من صحة حساب ونشر صافي قيمة الأصول والقيمة الارشادية للوحدة والإفصاح عنها للبورصة والهيئة العامة للسوق المالية؛
- ع. إخطار كل من البورصة والهيئة العامة للسوق المالية بمواعيد توزيع الكوبونات وقيمتها والافصاح عنها على شاشات البورصة؛
- ف. التأكد من نشر المعلومات التي تتعلق بالمؤشر؛
- ص. إخطار كل من البورصة والهيئة العامة للسوق المالية بأي تغيير في عدد الوثائق، وبالإيقاف المؤقت لاستبدال الوثائق بالأوراق المالية المكوّنة للمؤشر والعكس، وبأي 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 يكون محلّها الوثائق المصدرة من الصندوق.

وعموماً فإنّ دور مدير الصندوق يقتصر على العملية الإدارية المالية التي تضمن توازن محفظة الأسهم والتقييم الدوري لهذه المحفظة وإصدار الوثائق التي تضم مجموعة من الأسهم التي لا يشترط تملكه لها.

## 2- صانع السوق:

هو جهة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية، وبمقتضى الاتفاقية التي يتم توقيعها بين مدير الصندوق وصانع السوق، ويقوم صانع السوق بإعطاء الأسهم التي يطلبها مدير الصندوق لتكوين سلة الأسهم، وفي المقابل يقوم مدير الصندوق بإعطاء صانع السوق مجموعة من الوحدات، كل وحدة تمثل سلّة من الأسهم لترويجها وتسويقها وبيعها في البورصة، مقابل ثمن محدد مسبقاً من مدير الطرح، وبالتالي فإنّ صانع السوق يكون دائماً لديه مخزون من النقدية والأسهم ليدعم بهم السوق ويبث روح العرض والطلب فيه باستمرار، وغالباً ما يكون مدير الصندوق وصانع السوق شركة واحدة وذلك تجنباً لتضارب المصالح وتوافر عوامل الثقة المطلوبة.

وعموماً فإنّ وظيفة صانع السوق تتمثل في توفير السيولة في سوق صناديق المؤشرات المتداولة، وهو الدور الرئيس الذي يضطلع به، بحيث يتم توفير عروض مستمرة للشراء وبالتالي يستطيع المستثمر في أي وقت بيع أو شراء الوحدات، أي أنّ صانع السوق يلتزم بشكل مستمر بتوفير عروض بيع وطلبات شراء على الصناديق من خلال مدى سعري معين حول القيمة الإرشادية لصافي أصول الوحدة، ويجب ألاّ تقل قيمة أوامر البيع والشراء عن مبلغ محدد أو ما يعادله من وحدات<sup>(10)</sup>.

وتبدأ التزامات صانع السوق بعد 5 دقائق من الافتتاح وتنتهي أيضاً قبل 5 دقائق من الإغلاق كما في السوق المالية السعودية، ويتم مراقبة أداء صانع السوق من قبل مدراء الصناديق والسوق المالية للتأكد من مدى التزامهم بشروط ومعايير الخدمة.

وعليه، فإنّ صانع السوق يلتزم بما يلي<sup>(11)</sup>:

- أ. تقديم السيولة المبدئية للسوق الأولي لإنشاء وحدات للصندوق وعرضها في السوق؛
- ب. بيع وشراء الوثائق التي يلتزم بصناعة سوقها لحسابه الخاص خلال ساعات التداول الرسمية، على أن تكون هذه الأوراق مقيدة بالبورصة؛
- ج. تقديم عروض البيع وطلبات الشراء خلال ساعات التداول الرسمية؛
- د. تعديل العروض والطلبات التي يقدمها خلال المدة التي تحددها إدارة البورصة؛
- هـ. تسهيل إصدار واسترداد وحدات الصندوق بالتنسيق مع مدير الصندوق وأمين الحفظ؛
- و. يحافظ على نسبة الفرق المسموح بها من إدارة البورصة بين سعري العرض والطلب والفرق بين الكميات المعروضة والمطلوبة من الوثائق؛
- ز. يمكن لصانع السوق ممارسة الشراء الهامشي واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع إذا أُتيح التعامل بهذه الأنظمة على الورقة التي يلتزم بصناعة سوقها؛
- ح. تكوين المحفظة المالية المكوّنة للمؤشر المستهدف بنسبة المتوسط المرجح لكل سهم من أسهم المؤشر المكوّنة للمحفظة، وذلك باستخدام الأموال المتاحة التي تمّ الاكتتاب بها، والاحتفاظ بباقي الأموال المكتتب فيها في صورة سائلة وفقاً للقواعد التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة العامة للسوق المالية؛
- ط. تجميع الأوراق المالية المكوّنة 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؛

ي. يقوم صانع السوق بالوفاء بالتزاماته بشكل مستقل عن مدير الصندوق، ويتم تنفيذ كافة المعاملات على نفس الدرجة من المساواة، وتخضع هذه التعاملات لاتفاقية تكون موقعة بين مدير الصندوق وصانع السوق.

### 3- أمين الحفظ:

يتولّى عمليات الحفظ للصندوق وجميع الأمور المترتبة على هذه المهمة بموجب الشروط والأحكام المعتمدة من قبل هيئة السوق المالية ومجلس إدارة الصندوق.

وعموماً يقوم أمين الحفظ بما يلي<sup>(12)</sup>:

أ. إنشاء حسابات لمدير الصندوق وصانع السوق؛

ب. الحفظ المادي لأصول الصندوق وعند الحاجة؛

ج. تنفيذ طلبات الإصدار والاسترداد باستخدام الآلية التالية:

– مراجعة مكوثات المحفظة في ضوء المعلومات المعلن عنها بواسطة مدير الصندوق؛

– عند تنفيذ طلب إصدار الوحدات، يقوم أمين الحفظ بالترتيب لتحويل سلّة الأسهم والعناصر النقدية الأخرى من حساب صانع السوق إلى حساب مدير الصندوق؛

د. عند تنفيذ طلب استرداد الوحدات،

يقوم أمين الحفظ بالتأكد من وجود الوحدات في حساب صانع السوق؛

ه. الإعداد للقيام بإصدار واسترداد وحدات الصندوق والتأكد من تأتمن عملية الإدراج أو وقف الإدراج

دتمت بشكل صحيح منظر فالبورصة؛

و. التأكد عند الإصدار من أن عدد وقيمة الوحدات التي يجري تحويلها لحساب الصندوق وتعاد لعدد وقيمة وحدات الإصدار المحوَّلة لحساب صانع السوق؛

ز. التأكد عند الاسترداد من أن وحدات الصندوق وقيمها متناسبة مع مسألة الأسهم وقيمها المحوَّلة لحساب صانع السوق؛

ح. القيام بمطابقات يومية لتصحيح الاختلافات.

4 - مزود معلومات المؤشر الذي يحاكيها الصندوق:

والتبني للحصول عليها من السوق المالية أو إحدى الشركات كالتخصص ببناء المؤشر أو تبني معلوماتها<sup>(13)</sup>.

5 - شركة المقاصة:

تقوم شركة المقاصة بالتأكد من صلاحية عمليات الإصدار والاسترداد وذلك كما يلي<sup>(14)</sup>:

أ. في حالة الإصدار، تقوم شركة الإيداع بالتأكد من أن قيمة الوثائق المباعة تكفي لتمويل قيمة الأسهم المشتراة، وفي حالة زيادة قيمة الأسهم المشتراة عن قيمة الوثائق المباعة، يقوم صانع السوق باحتساب وإيداع العجز في حساب التسوية الخاص به؛

ب. إتمام عمليات إصدار الوثائق المباعة أثناء جلسة التداول؛

ج. إتمام عمليات استرداد الوثائق المباعة أثناء جلسة التداول.

د. في حالة الاسترداد، تقوم شركة الإيداع بالتأكد من أن قيمة الأسهم المباعة تكفي لتمويل قيمة الوثائق المشتراة، وفي حالة زيادة قيمة الوثائق المشتراة عن قيمة الأسهم المباعة يقوم صانع السوق باحتساب وإيداع العجز في حساب التسوية الخاص به؛

هـ. مطابقة سلّة الأسهم التي سوف يحصل عليها صانع السوق من الصندوق عند إتمام عملية الاسترداد مع الأسهم المباعة من قبله أثناء جلسة التداول، وفي حالة عدم التطابق تقوم شركة

الإيداع بتطبيق قواعد الاقتراض بغرض البيع على أسهم الزيادة المباعة وتجميد الوثائق المشترية من قبل صانع السوق لحساب الصندوق لإتمام عملية الاسترداد؛

و. في حالة عدم كفاية الوثائق المشترية من قبل صانع السوق لإتمام عملية الاسترداد، يقوم صانع السوق بتغذية حساب التسوية الخاص به بمقابل هذه الوثائق، أما بالنسبة للأسهم الذي قام ببيعها، فيتم إيداع مقابل بيعها في حساب صانع السوق ويمكن استخدامه في عمليات استرداد لاحقة.

6- 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 للقواعد التالية<sup>(5)</sup>:

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

ب. إذا تجاوزت القيمة اشتراك صانع السوق في صندوق ضمان التسويات وتعرّ السداد، يتم حساب غرامة من القيمة المتأخرة.

### المحور الثالث: مفهوم وتطور صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية

يمكن توضيح نشأة وتطور صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية مروراً بإبراز

مفهومها كما يلي:

#### أولاً: مفهوم صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية:

تُعد صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية أداة استثمارية مستحدثة، تجمع بين السمات

الرئيسية لصناديق الاستثمار الإسلامية من حيث تنوع وشرعية المحفظة المكوّنة لها، ومن حيث

إمكانية إصدار واسترداد الوثائق في حدود الحد المسموح به، والسماح الرئيسة للأسهم المتوافقة من حيث إمكانية تداولها في السوق الثانوي.

فهي صناديق استثمارية مقسّمة إلى وحدات متساوية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية خلال فترات التداول، حيث أنّها تتكوّن من سلّة من أسهم الشركات المتوافقة مع الضوابط الشرعية المدرجة في السوق المالي والقابلة للتداول، وتتميّز هذه الصناديق بشفافيتها حيث تكون تابعة لمؤشر محدّد من مؤشرات السوق وتتطابق استثماراتها مع مكونات هذا المؤشر، مثل أن يكون الصندوق مرتبط وبتأثير بحركة المؤشر العام للسوق أو بمؤشر قطاع ما، وقد يضع مدير الصندوق مؤشر خاص بصندوقه بالتنسيق مع جهة متخصصة في هذا المجال كأن يضع مؤشر للأسهم الشرعية، ممّا يسهّل على ملاك وحدات هذه الصناديق معرفة أداء هذه الصناديق من خلال أداء المؤشرات التي تتبعها أو تحاكيها، ويتم شراء وبيع الوحدات عن طريق عروض البيع والشراء خلال فترات التداول، كما تتميّز هذه الصناديق بوجود صانع سوق يعمل على محاكاة أدائها لأداء المؤشرات التي تتبعها هذه الصناديق وذلك عن طريق أوامر بيع وشراء الوحدات.

### ثانياً: نشأة وتطور صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية

ظهرت صناديق المؤشرات المتداولة لأول مرّة للأسواق العالمية سنة 1989، من خلال الأسواق الكندية ثم تبعتها الأسواق الأمريكية سنة 1993، في حين تمّ إطلاق أول صندوق مؤشرات مطابق للسرعة سنة 2007 بناءً على مؤشر دولي من داو جونز للشركات الكبيرة، ومنذ ذلك الحين دخل مزودون آخرون لصناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية، من أهمّهم iShares، المزود الرائد لصناديق المؤشرات المتداولة في العالم، الذي قام بإطلاق العديد من صناديق المؤشرات الإسلامية المبنية على مؤشرات دولية معروفة، ممّا سمح للمستثمرين بالحصول لأول مرّة على منافذ لأسواق الأسهم العالمية عبر صناديق المؤشرات المتداولة.

أما حالياً، فهناك ما يزيد على 16 صندوقاً متداولاً ومدرجاً في المؤشرات الإسلامية مع 362 مليون دولار في مجموع الأصول الموزعة على تلك الصناديق، كما توجد صناديق ممتثلة



للشريعة ومتداولة في أبرز البورصات العالمية، بما في ذلك المملكة العربية السعودية وأوروبا والولايات المتحدة وآسيا.

على الرغم من أن صناعة صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية ضعيفة مقارنةً بنظيرتها التقليدية التي فاق عددها 3419 صندوق وتجاوزت قيمة أصولها 1901 مليار دولار، إلى أنها تشهد في الفترة الأخيرة نموًا ملفتًا ومهمًا، خاصةً في منطقة الخليج التي تُعد من أكثر المناطق المؤهلة لتحقيق معدلات نمو كبيرة في قطاع صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية، على الرغم من تداعيات الأزمة المالية العالمية، خصوصًا في ظل قلة وجود الشركات العاملة في هذا القطاع، إذ أن طبيعة هذه الصناديق التي تجمع بين مميزات صناديق الاستثمار الإسلامية والأسهم المتوافقة مع الشريعة تتناسب وفكر المستثمرين في المنطقة.

ولعل من أهم هذه الصناديق، صندوق المدار «يواس

اندكس» الذي يُعد الأول من نوعه، حيث أنه أول صندوق يتابع أداء المؤشرات في أسواق الأسهم الأمريكية، وتتم إدارته بواسطة شركة استثماريه في الكويت، إذ يقوم الصندوق بالاستثمار في مؤشر يتكوّن من 250 شركة تعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، لذلك يعد الصندوق من أفضل الصناديق على مستوى صناديق المؤشرات الإسلامية وقد فاز بثلاث جوائز، بينها جائزتان في الدورة السنوية الثالثة لجوائز الصناديق الإسلامية التي تنظمها فيلكا للاستثمارات، وهما جائزة أفضل صندوق للأسهم الأميركية سنة 2007،

وجائزة أفضل صندوق للأسهم الأميركية لثلاث سنوات (من سنة 2005 إلى 2007)،

أما الجائزة الثالثة فهي أفضل صندوق إسلامي في شمال أميركا سنة 2007.

**المحور الرابع: آلية تكوين وإنشاء صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية**

للمؤشرات الإسلامية استخدامات عديدة ومزايا كثيرة، من أهمها أنها تسمح بتأسيس وإطلاق وانتشار استخدام صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية، ويمكن توضيح آلية إنشاء كلاهما كما يلي:

### أولاً: آلية إنشاء صندوق متداول إسلامي

لا تختلف طريقة إنشاء صندوق مؤشر متداول إسلامي عن نظيره التقليدي، إذ يتعين على الجهة الراغبة في إنشاء صندوق متداول إسلامي أن تتقدم بطلب للهيئة العامة للسوق المالية، يكون مشتملاً ومرفقاً به البيانات والمستندات التي تطلبها الهيئة، بالإضافة إلى ما يلي<sup>(16)</sup>:

1- اسم المؤشر المستهدف من عملية الإصدار؛

2- موافقة الجهة المسجل باسمها المؤشر؛

3- حجم الاصدار المتوقع وعملته؛

4- عدد الوثائق المتوقع إصدارها وقيمتها الاسمية.

وبعد الحصول على موافقة الهيئة العامة للسوق المالية، يمكن تغطية رأس مال الصندوق بمعرفة الجهة الحاصلة على موافقة الهيئة لإنشاء الصندوق إما بمفردها أو بالاشتراك مع آخرين، أو عن طريق الاكتتاب العام، وينبغي أن تتضمن نشرة الاكتتاب البيانات التالية:

1- بيانات تعريفية: اسم الجهة المنشئة للصندوق، اسم وعنوان وعملة الصندوق، حدود رأس مال الصندوق، أهداف الصندوق...

2 - إستراتيجية وسياسات الاستثمار الرئيسة: ينبغي توضيح إستراتيجية الاستثمار وسياساته المتبعة بدقة، ويمكن في هذا السياق عرض استراتيجية وسياسات الاستثمار الرئيسة لصندوق إتش إس بي سي السعودي 20 المتداول كما يلي:

أ. يتبع الصندوق إستراتيجية استثمار غير نشطة من خلال الاستثمار في سلّة من الأسهم تطابق نسب أسهمها النسب في المؤشر، مع الحفاظ على كمية كافية من السيولة لحساب مصروفات

ومطلوبات الصندوق، ويهدف الصندوق إلى تحقيق نسبة انحراف منخفضة بالمقارنة مع المؤشر الإرشادي؛

ب. تكون سلّة الأسهم متوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في السوق والتي تشكل جزءاً من مكونات مؤشر إتش إس بي سي للأسهم السعودية 20؛

ج. يلتزم الصندوق بشكل دقيق بالتوجيهات الاستشارية الشرعية المعتمدة من قبل الهيئة الشرعية؛

د. تتم مراجعة أوزان أصول الصندوق على أساس ربع سنوي، وبنفس الوقت لاتباع أي تغييرات على المؤشر، إضافة إلى أي إعادة موازنة تكون مطلوبة خلال الفترة البينية بسبب إجراءات الشركات في أي أوراق مالية مشمولة في المحفظة الاستشارية، وفي حالة التغيير في المؤشر (حذف/ إضافة أسهم)، سيسعى مدير الصندوق إلى أن تتماشى استثمارات الصندوق مع هذا التغيير، أو يجوز أن يقوم الصندوق بإيقاف مؤقت لعملية إصدار واسترداد الوحدات خلال مرحلة إعادة التوازن؛

**ثانياً: آلية إنشاء مؤشر إسلامي-حالة مؤشر بورصة قطر الريان الإسلامي-**

لقد تزايد الاهتمام من قبل مزودي المؤشرات لإنشاء مؤشرات مطابقة للشريعة الإسلامية، توفّر للمستثمرين إمكانية الحصول على منافذ للأسهم مبنية على عملية تدقيق ثم اختيار، تجمع بين أفضل تصميم للمؤشر والمبادئ الإسلامية، وهو ما سمح للمستثمرين بمتابعة أسواق الأسهم بشكل متزن مع قواعدهم الأخلاقية، ومضمون من حيث التأكد من صرامة هيكلية ومنهجية هذه المؤشرات، كما سمح وجود هذه المؤشرات بانتشار منتجات أقل كلفة مثل صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية.

وعليه فإنّ من أهمّ مزايا المؤشرات الإسلامية هو أنّها تسمح بانتشار استخدام صناديق المؤشرات المتداولة لدى المستثمرين حيث يكون المنفذ إلى الأسهم المطابقة للشريعة اعتباراً مهماً. وتستحوذ صناديق المؤشرات الإسلامية على العديد من المزايا للمستثمرين التي تعطيها الأفضليّة على الطرق التقليدية للحصول على منافذ مطابقة للشريعة، حيث أنّ هذه الأخيرة تتمثّل بمنتجات مداراة بفعالية، مع فقدان للشفافية بما يتعلّق بالمنهجية ومستويات تنوع أقلّ وكلفة أعلى إجمالاً.

وعموماً فإنّ عملية إنشاء مؤشر إسلامي تتم عبر الخطوات التالية<sup>(12)</sup>:

**1- عملية المعاينة الشرعية:** تعتبر عملية المعاينة الشرعية الميزة الأساسية لجميع المؤشرات المطابقة للشريعة، إذ تتم معاينة طبيعة نشاطات الشركات بحسب مبادئ الشريعة، لاختيار الشركات المتوافقة واستبعاد تلك التي لا تتطابق أنشطتها إلى المعاينة خارج نطاق المؤشرات المطابقة للشريعة، ليتم بعدها مراقبة النشاط الماليومعاينة الشركات مجدداً للنسب المالية بما يخص الوسائل الرافعة، والسيولة، وحصّة الأرباح الناتجة عن أنشطة غير مطابقة.

وتجدر الإشارة إلى أنّه وبعد أن كان تصميم المؤشرات يتبع سابقاً استبعاداً قاطعاً لجميع الأنشطة المحظورة كما هو الحال بالنسبة لمؤشرات داو جونز الإسلامية، فإنّ المنهجية الحديثة تميل إلى حذف الأرباح الناتجة عن هذه الأنشطة، والتي تكون عادة 5% من مجموع الأرباح؛

**2- التدقيق المالي:** إنّ العنصر الأساسي في منهجية المؤشر يرتبط بالتدقيق في الأسهم بناءً على مقاييس مالية، ويهدف هذا التدقيق إلى مخاطبة مشكلة الشركات التي تمتلك رافعة مالية زائدة أو تلك التي تشكّل لإيرادات الربوية الجزء الكبير من مدخولها، وهناك العديد من النسب المختلفة التي تدخل الحسابات لغرض التدقيق المالي، غير أنّ أهم الاختلافات بين مزودي المؤشرات تكمن في استخدام رسملة السوق أو القيمة السوقية للشركة بدلاً من مجموع أصولها، وإن كان استخدام

رسمة السوق يؤدي إلى عملية تدقيق أكثر ثقلًا حتى مع اعتبار معدل اثني عشر شهرًا، بينما يرتبط مجموع الأصول أكثر بالمقاييس الضمنية في الموازنة التي يتم بتحليلها؛

**3- تصفية حصص الأرباح:** تهدف عملية التطهير وتصفية الأرباح إلى تخفيف تأثير إدراج الدخل الناتج عن الإيرادات الربوية أو الأنشطة المحظورة، حيث يتم تحديد الدخل غير المشروع وإيداعه في حساب خاص لصرفه في الأعمال الخيرية؛

**4- التعرّض إلى المؤشرات الإسلامية:** نتيجةً لعمليات التدقيق المختلفة، فإنّ مستوى المطابقة للشريعة يختلف بشكل ملفت عن المؤشر الأساسي، فإذا أراد المستثمر اختيار منفذ لأسهم الأسواق المتقدمة، كالتي يمثلها مؤشر مورغان ستانلي العالمي مثلاً، فيمكنه بسهولة التعرّف على الاختلافات الناجمة عن عملية التدقيق عند المقارنة بمؤشر مورغان ستانلي الإسلامي العالمي.

**5- أهمية وآلية بناء مؤشر بورصة قطر الريان الإسلامي:**

لقد قامت كل من بورصة قطر والريان للاستثمار بإطلاق أول مؤشر إسلامي بالبورصة في جانفي 2013، يسمّى "مؤشر بورصة قطر الريان الإسلامي"، وذلك لقياس أداء الشركات المتماشية وأحكام الشريعة الإسلامية، ويُعتبر هذا المؤشر القابل للاستثمار وللتداول متطلبًا أساسيًا من أجل إطلاق صناديق الاستثمار المتداولة، إذ أنّه يلبي متطلبات الاستثمار في صناديق الاستثمار المتداولة الإسلامية والمزعم إصدارها من قبل الريان للاستثمار ليتم إدراجها في بورصة قطر، وبالتالي فإنّ هذا المؤشر سيكون ليس أول مؤشر إسلامي في قطر، بل أول مؤشر إسلامي يصدر عن بورصة على مستوى المنطقة، وسيكون المرجع الاستثماري لتداول صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية بشكل ناجح.

أمّا في ما يتعلق بالمتطلبات الشرعية ومعايير السيولة الواجب توافرها في الشركات التي ستدخل المؤشر، فإنّ عملية اختيار أسهم الشركات المتوافقة مع الشريعة تقوم على منهجية معيّنة توافق عليها هيئة الرقابة الشرعية لمصرف الريان، كما يخضع المؤشر لقواعد تطهير أرباح الأسهم وذلك بموجب فتوى صادرة عن هيئة الرقابة الشرعية لمصرف الريان.

وتعكس عملية الاختيار جانبيين مهمين لهما علاقة بالشركة وهما الجانب المالي وطبيعة نشاطات الشركة،

أ- مراقبة النشاط المالي: يتمثل في:

- نسبة إجمالي الديون من إجمالي الأصول؛

- مجموع الرصيد النقدي والأوراق المالية التي تتضمن فائدة من إجمالي الأصول؛

- مجموع الذمم المدينة للشركة والرصيد النقدي من إجمالي الأصول، وينبغي أن لا تتخطى أي من هذه النسب المالية الـ33.33٪.

ب- أعمال الشركة: أما بالنسبة لطبيعة أعمال الشركة فلا ينبغي أن تتضمن الكحول والتبغ والمنتجات التي تحتوي على دهن الخنزير، الخدمات المالية الربوية وغيرها من الأعمال غير المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية.

ج- معايير السيولة: هي كالتالي:

- معايير الحد الأدنى للوزن: أول معيار سيكون بناءً على أوزان الأسهم المتاحة للتداول والتي يتعدى معدل حركتها السنوي 5٪ كما يتم إدراج جميع الأسهم التي يتعدى أو يساوي وزنها النسبي 0.5٪ ضمن مكونات المؤشر؛

- رفع السيولة: يتم تطبيق عامل زيادة السيولة على القيمة السوقية للأسهم المتاحة للتداول والتي تكون نسبتها مقارنة بمتوسط حجم التداول اليومي أقل من معدل مكونات المؤشر، كما يتم تطبيق هذا العامل للحد من الأسهم المتاحة للتداول ذات السيولة الأقل في المؤشر بحيث تكون الأسهم الجديدة المتاحة للتداول مقارنة بمتوسط حجم التداول اليومي مساوية لمعدل المؤشر؛

– تعديل ترتيب الأسهم بحسب سيولتها: إنَّ زيادة السيولة تؤدِّي إلى خفض ترتيب الأسهم الأقل سيولة ضمن سلة المؤشر؛

– هيكل الوزن الهرمي: بالإضافة إلى ما سبق، يتمّ تحديد الأوزان النسبية لمكوّنات المؤشر بحيث يكون الوزن النسبي للمكوّن الأعلى هو 15٪، والثاني 12٪، والثالث 10٪ والرابع والخامس 7.5٪ والمكونات الثمانية التالية 40٪ وثاني أصغر مكوّنين بنسبة 2.5٪ لكلّ منهما وآخر مكوّنين 3٪، ويمكن تخفيض الوزن النسبي للمجموعة الأخيرة في حال إدراج أي إضافة جديدة على المؤشر.

#### الهوامش:

- 
- <sup>1</sup> – بريميز لتداول الأوراق المالية، " ورقة تعريفية عن صناديق المؤشرات المتداولة"، مصر، 2008، ص: 01.
- <sup>2</sup> – سوق فلسطين للأوراق المالية، " صناديق المؤشرات المتداولة"، فلسطين، 2009، ص: 02.
- <sup>3</sup> – السوق المالية السعودية، " مقدمة عن صناديق المؤشرات المتداولة"، متوفر على: <http://www.tadawul.com.sa>
- <sup>4</sup> – محمد بن براهيم السحيباني وعبد الله بن منصور الغفيلي، "زكاة صناديق المؤشرات"، مجلة الاقتصاد الاسلامي، المجلد: 26، العدد: 02، المملكة العربية السعودية، 2013، ص: 07.
- <sup>5</sup> – بريميز لتداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 02.
- <sup>6</sup> – أنظر:
- سوق فلسطين للأوراق المالية، " صناديق المؤشرات المتداولة"، مرجع سابق، ص: 03.
  - السوق المالية السعودية، " مقدمة عن صناديق المؤشرات المتداولة"، مرجع سابق.
  - البورصة المصرية، " صناديق المؤشرات"، 2011، ص: 07.
  - مركز الدراسات والبحوث، " ورقة عمل تعريفية بصناديق المؤشرات المتداولة"، غرفة الشرقية، المملكة العربية السعودية، ص: 11.
- <sup>7</sup> – الهيئة العامة للرقابة المالية، " صناديق المؤشرات"، مصر، ص: 02.
- <sup>8</sup> – أنظر:
- الهيئة العامة للرقابة المالية، " صناديق المؤشرات"، مصر، ص: 02.

- الهيئة العامة للرقابة المالية، "نبذة عن صناديق المؤشرات المتداولة وآلية عملها"، مصر ، متوفر على الرابط:  
[www.efsa.gov.eg](http://www.efsa.gov.eg)
- سوق فلسطين للأوراق المالية، "صناديق المؤشرات المتداولة"، مرجع سابق، ص: 04.
- محمد بن براهيم السحبياني وعبد الله بن منصور الغفيلي، "زكاة صناديق المؤشرات"، مرجع سابق، ص: 07.
- ° - أنظر:
- بريميز لتداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 02؛
- فالكمللخدماتالمالية، " مذكرةالمعلومات: صندوقفالكملللتداولللأسهمالسعودية"، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 38.
- 10 - السوق المالية السعودية، " مقدمة عن صناديق المؤشرات المتداولة"، مرجع سابق.
- 11 - أنظر:
- بريميز لتداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 03؛
- فالكمللخدماتالمالية، " مذكرةالمعلومات: صندوقفالكملللتداولللأسهمالسعودية"، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 38.
- إتشإسببسيالسعودية، "شروطوأحكام:صندوقإتشإسببسيالسعودي20المتداول""، المملكة العربية السعودية، 2013، ص: 13.
- الهيئة العامة للرقابة المالية، "نبذة عن صناديق المؤشرات المتداولة وآلية عملها"، مصر ، متوفر على الرابط:  
[www.efsa.gov.eg](http://www.efsa.gov.eg)
- فالكمل، " دليل صناديق المؤشرات المتداولة"، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 08.
- 12 - أنظر:
- فالكمللخدماتالمالية، " مذكرةالمعلومات: صندوقفالكملللتداولللأسهمالسعودية"، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 35.
- إتشإسببسيالسعودية، "شروطوأحكام:صندوقإتشإسببسيالسعودي20المتداول""، المملكة العربية السعودية، 2013، ص: 13.
- 13- محمد بن براهيم السحبياني وعبد الله بن منصور الغفيلي، "زكاة صناديق المؤشرات"، مرجع سابق، ص: 07.
- 14 - الهيئة العامة للرقابة المالية، "نبذة عن صناديق المؤشرات المتداولة وآلية عملها"، مصر ، متوفر على الرابط:  
[www.efsa.gov.eg](http://www.efsa.gov.eg)
- 15 - المرجع نفسه.
- 16 - أنظر:



- بريميير لتداول الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 11؛
- فالكملة لخدمات المالية، " مذكرة المعلومات: صندوق فالكملة لتداول للأسهم السعودية"، المملكة العربية السعودية، 2010، ص: 14.
- إتش إس إس سيال العربية السعودية، " شروط وأحكام: صندوق إتش إس إس سيال السعودي 20 المتداول"، المملكة العربية السعودية، 2013، ص: 05.
- جدوى للاستثمار، "شروط وأحكام: صندوق جدوى لمؤشر الأسهم الخليجية"، المملكة العربية السعودية، 2008، ص: 02.
- المنتى للاستثمار، "نشرة اكتتاب: صندوق مؤشر المنتى الاسلامي"، الكويت، 2007، ص: 05.
- 17 - أنظر:
- جريدة القبس، " كيفية إنشاء صندوق مؤشرات إسلامي"، العدد: 14629، الكويت، بتاريخ: 20 فيفري 2014، متوفر على: <http://www.alqabas.com.kw> -
- بورصة قطر، "مؤشر بورصة قطر الريان الاسلامي"، 2013، ص: 05.
- Tariq Al-Rifai, "The importance of Indexes for ETFs", Paper presented at the First Islamic Investment & Finance Forum for the Middle East, Dow Jones, 2010, p: 07.