

الجمهورية الجزائرية
الديمقراطية الشعبية

المركز الوطني للتقنية
معهد العلوم الاقتصادية والعلوم التطبيقية

الملتقى الدولي الثاني

يومي 5-6 ماي 2009

2

الأزمة العالمية الراهنة و البدائل المالية و المصرفية

المنظم بالمغرب
الاسلامية نموذجاً

دراسة تحليلية لأسواق الأسهم الإسلامية كبديل في ظل الأزمة المالية العالمية .

د. شيخي محمد – جامعة ورقلة
أ. علاوي محمد لحسن – جامعة سطيف
mlahcene80@yahoo.com

ملخص: مع حلول الأزمة المالية العالمية كثر الحديث حول طبيعة الاصول والمنتجات المالية الإسلامية ومدى الاعتماد عليها كبديل للخروج من الاعصار المالي الحالي . تحاول هذه الورقة التعريف بجزء مهم من الاستثمارات المالية المطابقة لاصول الشريعة الإسلامية ضمن ما يعرف بأسواق الأسهم الإسلامية واليات بناءها .

ABSTRACT

THE PURPOSE OF THIS PAPER IS TO POINT OUT THE NATURE OF THE ISLAMIC FINANCIAL PRODUCTS OR INVESTMENTS, ESPECIALLY DURING THE CURRENT FINANCIAL CRISIS, IN WHICH THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM NEEDS A NEW REGULATIONS OR PRICIPLES TO SOLVE THIS DEEP CRISIS. SO, IT IS A TIME TO GENERALISE THE ISLAMIC FINANCIAL PRODUCTS.

مقدمة:

خلق الله تعالى الكون نظاما متكاملا لغاية محددة لايعلمها إلا هو سبحانه ُ
وما خلقنا السماوات والأرض وما بينهما لاعبين . ماخلقناهما إلا بالحق ولكن أكثرهم لايعلمون (الدخان: 39، 38) ، قل أنزله الذي يعلم السر في السماوات والأرض (الفرقان:6). ويتم هذا التكامل في النظام الكوني على أساس أنظمة فرعية متخصصة تتوجه بتوجيهات الله تعالى لتحقيق غاية النظام الكلي .
وأنظمة سوق المال كنظم فرعية في اقتصاد أي دولة هي بمثابة القلب من نظام الدولة ، بصحة هذه النظم الفرعية يصلح النظام كله ،ولايكون هذا إلا بأن تتوجه النظم – الكلية

والفرعية- في أداء أنشطتها بالعلم الصحيح النابع من أوامر ونواهي الشريعة الإسلامية. ولقد بدأ هذا التوجه الصحيح منذ ما يقرب من نصف قرن ، وتطور بخطوات راسخة ليهتدل مكانة واضحة في نظم المال الإسلامية والعالمية . ولكن ما هو مطلوب في هذا المجال مازال كثيرا ، وذلك لتصحيح وتطوير المفاهيم والفروض والنظريات والممارسات التي ترسخت في الواقع العملي للأسواق المالية لعدة قرون

وقد ظهرت مؤشرات الأسهم لأول مرة في نهاية القرن التاسع عشر في الولايات المتحدة الأمريكية يد داو DOW وشركة جونز Jones في بورصة نيويورك للأوراق المالية NYSE بإصدار أول مؤشر لدا وجز للشركات الصناعية عام 1896. وتقدم هذه المؤشرات – والتي هي عبارة عن أرقام إحصائية تصف حركة الأسهم المكونة لها في سوق ما أو جزء من السوق – خدمة كبيرة للمتعاملين في البورصات ومديري المحافظ الاستثمارية . فهي من ناحية تمكن المعنيين من متابعة أوضاع السوق أولاً بأول ، ومن ناحية أخرى توفر أساساً مقبولاً لتقييم المحافظ الاستثمارية. ومع تطور أساليب آليات التعامل في الأسواق المالية ، تحولت مؤشرات الأسهم إلى أداة استثمارية نجحت في اجتذاب أعداد كبيرة من المستثمرين . كما اعتمدت مؤشرات الأسهم في العديد من البورصات العالمية كأساس لبعض المشتقات المالية فرصاً جيدة للمستثمرين لعمل التحوط Hedging الذي يقلل المخاطر التي يتعرض لها هؤلاء المستثمرون . كذلك ظهرت حديثاً استخدامات هامة لمؤشرات الأسهم في مجالات الدراسات الاقتصادية والمالية للاستفادة من حركة الأسواق والاتجاهات الاقتصادية بشكل عام .

وتبحث هذه الورقة في آلية بناء مؤشرات الأسهم الإسلامية التي ظهرت وانتشرت في الأسواق المالية العالمية في نهاية القرن العشرين بإصدار مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي

1 DOW JONES ISLAMIC MARKET INDEX عام 1999 أي بعد حوالي قرن

على ظهور أول مؤشرات للأسهم في السوق المالية . وهي دراسة كشفية لمقارنة آلية بناء المؤشرات الإسلامية ومتطلباته بالنسبة لمتطلبات المؤشرات العالمية التقليدية ، وبخاصة مؤشرات داو جونز التقليدية والإسلامية ، بهدف إضهار أهم عوامل الاختلاف وأثرها على أداء هذه المؤشرات

1 – أهم العوامل التي ساهمت في ظهور وانتشار مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي

لم تكن ظاهرة المؤسسات الإسلامية منفصلة عن سياق ظهور اتجاهات عامة تمثل احتياجات جديدة للمستثمرين ، وعوامل ساعدت على تلبية هذه الاحتياجات . ويمكن أن نميز أهم هذه الاتجاهات والعوامل باختصار فيما يلي :

- الاتجاه الأول يدخل ضمن ظاهرة ما تسمى بالمسؤولية الاجتماعية للاستثمار

Socially Responsible Investing والتي تسمى اختصاراً (**SRI**) ، حيث ظهر كثير من صناديق الاستثمار التي تتجنب بعض الفئات من الأسهم، مثل أسهم شركات الدخان والأسلحة والطاقة النووية وتلك التي تلوث البيئة . بل قد يطلب بعض المستثمرين صناديق لا تستثمر في منتجات لتنظيم النسل ، كما كان البعض لا يستثمر في شركات تتعامل مع دول جنوب إفريقيا في الفترة التي مارست فيها التفرقة العنصرية . إلا أنه حالياً لم تعد ظاهرة (**SRI**) تكفي لتلبية احتياجات أصحاب العقائد، حيث يواجه المسلمون مثلاً قواعد صارمة بشأن الديون التي هي ليست من متطلبات المسؤولية الاجتماعية . كما أن كثيراً من المسيحيين المحافظين يرفضون وضع أموالهم في صناديق تستثمر تبعاً للمسؤولية الاجتماعية إذا كانت تتعامل في أسهم مثل شركة " والت ديزني " لكونها تبيع خدمات لا تتفق مع التقاليد العائلية ، أو شركة ميكرو سوفت التي تتبع سياسات مع موظفيها تدعم أساليب عدم الزواج وبالرغم أن مجالات الإستثمار تبعاً للتوجيهات العقائدية ظاهرة عامة في كل الديانات إلا أن الإستثمار الإسلامي كان أسرع في تلك المحاولات في تلبية إحتياجاته ، وكثيراً من الصناديق والمؤشرات الإسلامية تناسب رغبة المسيحيين وأصحاب العقائد الأخرى ، وبخاصة المحافظين منهم اللذين يرفضون الاستثمار فيما يسمى بأسهم الخطيئة Sin Stoks . وقد زادت استثمارات الافراد والمؤسسات في محافظ المسؤولية الاجتماعية في الولايات المتحدة وحدها من 1.85 بليون

دولار إلى 2.16 دولار فيما بين عامين 1998 – 1999 (1)

● الإتجاه الثاني تزايد إهتمام المستثمرين بربط أصولهم بالمؤشرات بدلا من الإعتماد كلياً على استراتيجيات الادارة النشطة لأموالهم، فمثلاً تزايدت اصول صناديق المعاشات التي ترتبط بمؤشرات الاسهم في الولايات المتحدة الأمريكية من 682 بليون دولار الى 810 دولار أي بنسبة 30% فيما بين عامي 1998- 1999 . (2)

● ومع وجود أكثر من 102 بليون مسلم في العالم وتزايد الطلب على الخدمات المالية الإسلامية

ساهمت المواقع الإسلامية في إظهار حجم الطلب ، من أهمها / ISLAMIC.COM . IHILAL.COM ، مما أدى الى انتشار موجة التمويل والاستثمار الإسلامي ودفع المؤسسات المالية العالمية الى تطوير المنتجات الإسلامية لتحقيق الأرباح والغنائم المحتملة من تلبية هذا الطلب . وقد بلغ تقدير خبراء الخدمات المالية للسوق الإسلامي في عام 2000 حوالي 100 بليون دولاراً تنمو بمعدل 15% سنوياً .

● ومن أهم العوامل التي ساهمت في ظهور المؤشرات الإسلامية الانتشار الجغرافي للمستثمرين المسلمين من ذوي الدخل المتوسط الذين يعيشون في الغرب . ففي الولايات المتحدة الأمريكية يتراوح عدد من يطلقون على انفسهم أنهم مسلمون

بين 6-12 مليون أمريكي متوسط دخلهم السنوي 44 ألف دولار تبعا لتقدير وكالة

Morning Star Inc. لترتيب صناديق الاستثمار . كما أنه يقدر وجود مليون مسلم من طبقة

المتوسطة يعيشون في بريطانيا ، إضافة إلى نمو مجتمع المسلمين في فرنسا وبريطانيا ، وكل أولئك يمثلون القطاعات الأسرع نموا لصناعة الخدمات المالية الإسلامية . وتتراوح التقديرات للأموال غير المسجلة ما بين 1-3 بليون دولار من أنحاء العالم . (3)

● ظهور وانتشار البنوك الإسلامية وكذلك المؤسسات التي تقدم خدمات التمويل والاستثمار الإسلامي . ففي الستينيات من القرن الماضي افتتح أول بنك إسلامي ليقدم التوزيعات والمشاركة في الأرباح بدلا من الفائدة . وحيثما يعتبر بنك هسبك البريطاني HSBC أول بنك دولي يقدم منتجات التمويل الشخصي

طبقا للشريعة الإسلامية ، وذلك بافتتاحه حساب الأمانة الجاري Amanah Current Account وهو يشبه الحساب التقليدي ولكنه لايقدم السحب على المكشوف أو الإقراض . كما كان انتشار صناديق الاستثمار الإسلامية لتلبية احتياجات الطلب المتزايد على التمويل والاستثمار الإسلامي

- ليس في البلاد الإسلامية وحدها بل وغير الإسلامية - إلى ظهور الحاجة إلى المؤشرات الإسلامية كمرجعية لتقييم أداء هذه الصناديق . فمنذ عقد من الزمن لم يكن يوجد إلا عدد قليل من هذه الصناديق ، وصلت في عام 2004 إلى أكثر من 100 صندوق استثمار في أسهم تستخدم مؤشرات داو جونز والفاينانشيال تايمز للسوق الإسلامي ، وهذه الصناديق سهلت للمستثمرين ركوب موجة الاستثمار الإسلامي وقللت من الإقبال على الصناديق العلمانية . (4)

● تزايد وانتشار الدراسات والمؤتمرات عن التمويل والاستثمار الإسلامي في كل دول العالم وغير الإسلامية ساهم في فهم ودعم هذا الاتجاه . ومن الأمثلة البارزة مشروع التمويل الإسلامي IFP الذي تطور من برنامج هارفارد لمعلومات التمويل الإسلامي HIFIP ، وهو حاليا جزء من برنامج الدراسات الإسلامية القانونية ILSP في مدرسة الحقوق العليا بجامعة هارفارد . وتقدم جامعة هارفارد منتديات سنوية عن التمويل الإسلامي كان آخرها المنتدى العاشر الذي عقد في مايو من عام 2008 وحضره أكثر من 200 مشارك إستمعوا فيه إلى حوالي 40 متحدث أثارت أوراقهم البحثية مناقشات نشطة على القضايا الهامة التي تساهم في فهم ودعم التمويل الإسلامي .

2. إصدارات مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي في الأسواق العالمية

1-2 مؤشرات داو جونز للسوق الإسلامي Dow Jones Islamic

Merket Index (DJIMI)

في 9 فبراير /شباط من عام 1999 أعلن في المنامة -البحرين عن إنطلاق مؤشر داو جونز للسوق

الإسلامي . وعلمت مجلة CNNMoney على المؤشر بأنه مؤشر جديد للمسلمين الذين يجدون

صعوبة في الإبحار في عالم المال الذي يعطي الأولوية للربح، حيث يأمل داو جونز و شركاه أن يجعلوا مهمتهم أقل صعوبة. ٥

تكون مؤشر DJIMI من 600 شركة عالمية تستجيب لمعتقدات المسلمين، ولم تكن هذه الشركات التي كونت المؤشر من الدول الإسلامية فقط، ولكن من 30 دولة حول العالم بما فيها الولايات المتحدة الأمريكية، وتم اختيار هذه الشركات من أساس 2700 سهم للشركات التي تدخل في مؤشرات داو جونز العالمية (DJGI) Dow Jones Global Index. و استبعدت الشركات التي لا تستجيب لمعتقدات المسلمين، أي لا تتفق مع قوانين الشريعة الإسلامية. (5)

وقد جاء إنشاء هذا المؤشر ليعكس اهتمام الأفراد بجعل استثماراتهم ملتزمة بالقواعد الأخلاقية تبعاً لعقائدهم، فمنذ عدة سنوات تجنبت صناديق الإستثمار بعض فئات الأسهم مثل التبغ و تجارة السلاح، وأيضاً أسهم شركات لها تعاملات مع جنوب إفريقيا خلال الفترة التي كانت تمارس فيها التفرقة العنصرية كما سبق ذكره، و يخلق المؤشر يمكن للمؤسسات و الأفراد الذين يستثمرون في الشركات المكونة له التأكيد من أن استثماراتهم لا تخالف قوانين الشريعة. كما أن المؤشر يقدم مقياساً لتقييم أداء صناديق الإستثمار القائمة حيث لم يكن يوجد في ذلك الحين أي مؤشر مرجعي، برغم أن الإستثمار في الأسهم التي تتوافق مع القواعد الدينية الإسلامية كانت تقارب 8 بليون دولار كما يقدرها رشدي صديقي مدير مجموعة مؤشر داو جونز الإسلامي.

والشركات التي تم استبعادها من مؤشر داو جونز لسوق المال الإسلامي تندرج تحت صناعات الكحوليات والتبغ و المنتجات التي تتعلق بلحم الخنزير، وأعمال الخدمات المالية التقليدية مثل البنوك وشركات التأمين وصناعة الأسلحة، كما استبعدت المجازلات الترفيحية مثل الملاهي الليلية وصالات القمار وشركات السينما والفنادق والموسيقى والخدمات الجنسية. وتصنف بعض الشركات ضمن أنشطة، أو تحصل على دخل منها بنسبة 5% من دخل عملياتها أو أكثر.

وقد أنشأ داو جونز مجلساً استشارياً من علماء الشريعة الإسلاميين من كل من سوريا وباكستان والبحرين السعودية والولايات المتحدة الأمريكية، كما أضيف للمجلس أحد علماء الشريعة من ماليزيا في نهاية عام 2002. ويساعد المجلس مؤسسة داو جونز في عمليات الفرز والتصنيف لاختيار شركات المؤشر، وتتنحصر مهمته في الجوانب الشرعية للأسهم المكونة للمؤشرات ومراجعتها دورياً دون الاستشارات المالية الفنية.

و حالياً تضم مؤشرات عائلة داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي م اقرب من 50 مؤشر يقع في القلب

منها مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي الموسع The Broad Dow Jones Islamic Market

Index

الذي يغطي كل المناطق الرئيسية في العالم ، وقطاعات الشركات القائمة ، ومجموعة المؤشرات العالمية Global Indexes الشركات ال عملاقة القائمة Titans (Blue-Chip) Indexes والمجموعة الصناعية Industry Indexes ومجموعة الولايات المتحدة U.S Indexes ومجموعة أوروبا والإتحاد الأوروبي Europe & Eurozone Indexes ، ومجموعة آسيا والباسيفيك Other Country Specific Asia/Pacific Indexes ، ومجموعة خاصة بدول أخرى ، ومجموعة تشمل كندا والمملكة المتحدة واليابان .

ومن أهم مؤشرات عائلة داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي في الدول الإسلامية ، مؤشر داو جونز لسوق الأسهم التركي الإسلامي DJIMTI الذي تم الإعلان عنه في 28 سبتمبر / أيلول 2004 في الملتقى الدولي للتمويل الإسلامي باسطنبول . وتمثل تركيا أرضية شراكة جيدة متطورة ضمن الدول الناشئة ، وبصفة خاصة للمستثمرين بين المسلمين ، حيث يدخل في المؤشر أكثر من 60 مؤشرا إسلاميا في الدول العربية والإسلامية . ويتبع مؤشر داو جونز التركي منهجية القواعد الأساسية التي توافق مع عائلة مؤشرات داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي . ويحتوي المؤشر الإسلامي كل الأسهم في مؤشر داو جونز لدول أوروبا الناشئة Dow Jones Emerging Europe Index التي يتم تداولها في سوق اسطنبول ، ويتحقق فيها متطلبات مؤشرات داو جونز للسوق الإسلامي . ويتم حساب مؤشر داو جونز الإسلامي بالليرة التركية ، وتختار الشركات في المؤشر تبعا للقيمة السوقية الرأسمالية المعدلة في التبادل float-adjusted market capitalization . وقد بلغت هذه القيمة للمؤشر على أساس التبادل الحر free-float 479,341,6 بليون ليرة تركية تعادل 4.2 بليون دولار في 13 سبتمبر /أيلول 2004 . (6)

1-2 مؤشرات بورصة فاينانشيال تايمز الإسلامية العالمية

Ilamic Indices (GIIS) FTSE Global

صممت بورصة فاينانشيال تايمز البريطانية في 13 يوليو/تموز 2000 مؤشرها الإسلامي العالمي لتتبع أداء شركاتها القائمة التي تتوافق أنشطتها مع مبادئ الشريعة الإسلامية في التداول في الأسواق المالية العالمية . ويتم حساب هذه المؤشرات على الأساس الإقليمي ، وهي إضافة لمؤشرات فاينانشيال تايمز العالمية لكل الشركات الكبرى

FTSE Global All Cap or FTSE World Subscription . وتوجد خمسة مؤشرات من FTSE (GIIS) وهي مؤشر إسلامي لكل العالم ، ومشر الإسلامي لأمريكا ، والمؤشر الإسلامي لأوروبا ، والمؤشر الإسلامي لآسيا و الباسيفيك ، والمؤشر الإسلامي لجنوب إفريقيا . وتغطي هذه المؤشرات الخمسة 29 دولة من أسواق المال العالمية . وتستعين مؤشرات فاينانشيال تايمز الإسلامية بمجلس للأشراف التشريعي يضم أربعة علماء في الشريعة الإسلامية .

3 – آلية بناء مؤشرات سوق الأسهم التقليدي والإسلامي 3.

3 – 1 القواعد الأساسية في بناء مؤشرات سوق الأسهم

المؤشرات أرقام إحصائية تصف حركة السوق الذي تمثله . وتستخدم لتؤدي عددا من الوظائف الهامة للمتعاملين في الأسواق المالية . فهي تستخدم لتمثل المرجعية لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية . ويكون ذلك بحساب معدلات العائد والمخاطر للسوق ككل - أو لجزء من السوق - خلال فترة زمنية معينة ، واستخدام هذه المعدلات في الحكم على أداء المحافظ المناظرة للمرجعية . كما تستخدم المؤشرات لتطوير محفظة تمثل المؤشر فيما يعرف بالمحافظ غير النشطة أو لبناء صناديق المؤشرات التي من أهم أهدافها أن تحقق نفس أداء المؤشر في العائد والمخاطرة ، نظرا لأنه أصبح من الصعب والمكلف إدارة المحافظ النشطة التي تتفوق على أداء سوق معين . وقد يستخدم المؤشر ذاته كأداة استثمار بحيث يمكن لأي مستثمر أن يشتري المؤشر ككل بما يحقق له التنوع المطلوب . أما الوظيفة التقليدية للمؤشرات فهي متابعة أداء السوق بهدف تحليل العوامل المؤثرة في حركة الأسعار والأحجام والتداول في الأوراق المالية ، كنا نهتم بمجموعة أخرى تعرف بالفنيين بالتنبؤ بتحركات الأسعار في المستقبل باستخدامها في اتخاذ قرارات بيع وشراء الأوراق المالية وذلك بالرصد والتحليل الخرائط لتحركات الأسعار في مؤشرات معينة كأساس للتنبؤ باتجاهات الأسعار في المستقبل.

و احد أهم وظائف المؤشرات أنها تمثل السوق عند قياس الخاطر النظامية systematic risk في الأصول الفردية أو المحافظ الاستثمارية حيث يعتبر المؤشر وكيلا Proxy عن سوق معين، و بحساب علاقة عوائد الأصول أو المحافظ بمؤشر السوق يمكن حساب المخاطر النظامية التي تستخدم كمتغير أساسي في نموذج تسعير الأصول لتحديد العوائد المطلوبة التي تتكافئ مع المخاطر الأصل أو المحفظة و من ثمة تحديد الأسعار المعدلة لهذه الأصول ويجب أن يمثل المؤشر حركة سوق الأوراق المالية ككل ، أو جزء من السوق لمجموعة من أوراق المالية ذات خصائص معينة . لذا فإنه من الضروري أن يؤخذ في الاعتبار عند بناء المؤشر العوامل الهامة المؤثرة على تمثيل مجموعة الأوراق المالية للمؤشر ، والتي تتعلق بحجم ومصدر وأوزان العينة المختارة ، كما تتعلق بطريقة حسابها

ان أهم العوامل في اختيار عينة المؤشر تتعلق بحجمها ومدى اتساعها ومصدرها . فمن حيث الحجم SIZE ، يمكن أن تمدنا العينة الصغيرة من المجتمع الكلي بأدلة صحيحة عن سلوك المجتمع الكلي إذا تم اختيارها بطريقة مناسبة ، لأن تكلفة اختيار العينة الكبيرة - عند حدود معينة - قد تجاوز المنافع التي يمكن الحصول عليها من زيادة الحجم . فالمهم هو أنه يجب أن تمثل العينة المجتمع الكلي وإلا أصبح المجتمع الكبير لا معنى له لأن العينة كبيرة المتحيزة ليست أفضل من العينة الصغيرة . ومن

حيث الاتساع يمكن اختيار العينة من المجتمع الكلي بالأسلوب العشوائي الكامل ، أو بأساليب الإختيار غير العشوائية التي تصمم على اساس إحتواء كل الخصائص المطلوبة في المجتمع و اخيرا يجب الاهتمام بفحص مصدر source عينة المؤشر ، فإذا كان المجتمع غير متجانس ، أي توجد إختلافات في خصائص قطاعات مجتمع المؤشر ففي هذ ه الحالة نحتاج الى عينات فرعية من كل القطاعات تكون العينة الكلية.

و توجد ثلاث خطط رئيسية لإعطاء الأوزان (الترجيح) لمكونات المؤشرات إما على أساس أوزان سعر السهم prise – weighing أو أوزان القيمة السوقية الرأسمالية market-value-weighting او على أساس الاوزان المتساوية Equally weighing و تستخدم الطريقة متوسطة الأسعار الجارية للأسهم بما يعني ان المؤشر يتأثر في تحركاته بتفاضلات أسعار اسهم مكوناته و ان الأسهم ذات السعر الأعلى تكون ذات اهمية نسبية في المؤشر.

ويعطي مدخل الأوزان حسب القيمة السوقية للرأسمالية وزنا أكبر للشركات ذات القيمة السوقية الكلية الأكبر ، والنتيجة من ح اصل ضرب سعر السهم في العدد الكلي للأسهم المصدرة . وبذلك يتجنب العيب الأساسي في مدخل السعر الذي هو المحدد الوحيد النسبي . وفي المدخل الأوزان المتساوية يكون لكل شركة في المؤشر نفس الأهمية النسبية . وغالبية مؤشرات الأسهم حول العالم تستخدم طريقة الترجيح بالقيمة السوقية الرأسمالية .

والعامل الأخير في بناء المؤشرات هو اختيار طريقة احتسابي ه ، وتكون إما بالمتوسط الحسابي لكل مكونات المؤشر أو المتوسط الهندسي لهذه المكونات ، أو حساب مؤشر ثم أخذ كل التغيرات في (السعر أو القيمة) ونسبتها إلى أساس معين للمؤشر 1000 مثلا لحساب نسبة التغير بدلا من التغير المطلق كما في طريقة المتوسطات .

يستخدم مؤشر داو جونز الصناعي الشهير DGII – الذي يرجع تاريخه إلى عام 1896 – مدخل الأوزان بسعر السهم . ويتكون من أفضل 30 شركة صناعية قائمة في الولايات المتحدة Blue-chips . ويتغير تكوين المؤشر مع كل التغيرات الاقتصادية التي تستدعي استبدال بعد الأسهم المكونة له ليظل دائما محتفظا بالأفضل من شركات الصناعية The bluest of the ble-chips .

ويوجه كثير من النقد إلى مؤشر داو جونز الصناعي لأن العينة لاتعتبر ممثلة للمجتمع الآلاف من الأسهم الصناعية في الولايات المتحدة . كما أنها متحيزة إلى الشركات الكبيرة الناضجة القائمة ، إضافة إلى تغيرات المطلوبة في القسم divisor في حالة انشطار السهم stok split إلى عدد الأسهم ، أو استبدال سهم واحد بعدد منها stock substitute ، لكي يكون المتوسط الحسابي لأسعار معبرا عن تحركات الأسعار الجديدة بعد هذه العمليات . وبرغم تعدد الانتقادات والبحوث حول المؤشر فإنه يتمتع

بالقدرة على تمثيل السوق الصناعي في الولايات المتحدة واتجاهه ، لأن كل شركة فيه تمثل قطاعاً معيناً في الاقتصاد وتعتبر مؤشراً يعتمد عليه في قيادة هذا القطاع bellwether .⁽⁸⁾

وتستخدم مؤسسة داو جونز أيضاً مدخل القيمة الرأسمالية الكلية في العديد من مؤشراتها حول العالم، منها في الولايات المتحدة Dow Jones Equity Market Index وتحتوي عينة المؤشر 2300 سهماً مصدرها هم البورصات الأمريكية ، وإن كان أقل شهرة من مؤشر داو جونز الصناعي.

وتغطي مؤشرات داو جونز العالمية Dow Jones GLOBAL Index ما يقارب من 5500 ورقة مالية من 51 صناعة منتشرة في 34 دولة. وتمثل عائلة مؤشرات Dow STOXX Index Jones أداء سوق الأسهم في عائلة مؤشر داو جونز العالمي لأوروبا الذي تمثله أكثر من 1100 شركة من مجتمع الاستثمار free-float market capitalization⁽⁹⁾

وقد أعلنت مؤسسة داو جونز في 12 نوفمبر/ تشرين ثاني 2001 عن تحسينات في نظام التصنيف القطاعي لمجموعة مؤشر داو جونز العالمي التي تتضمن مؤشرات STOXX الأوروبية، وهذه التغييرات أصبحت سارية منذ يوم التداول 24 ديسمبر/ كانون أول 2001.

يتكون التصنيف القطاعي لمؤشرات داو جونز من أربع مستويات: قطاعات الاقتصاد ، وقطاعات السوق، ومجموعات الصناعة، والمجموعات الفردية وهذه المجموعات تتغير من وقت لآخر لتعكس التغييرات في تطورات الصناعة في سوق الأسهم وإيضاً في اهتمام المستثمر . وحيث إن المستويين الأعلى من نظام التصنيف- قطاع الاقتصاد (10مجموعات) وقطاع السوق (18مجموعة)- يلقيان قبولا واسعاً في مجتمع الاستثمار، فلم يتم تغييريهما . وارتفع عدد مجموعات الصناعة في المستوى الثالث من 40 إلى 51 مجموعة ، كما زاد عدد المجموعات الفرعية في مستوى الرابع من 70 إلى 89 مجموعة . ومعظم هذه التغييرات حدثت في صناعات السلع والخدمات التكنولوجية لكي تعطي مجموعات أدق تقسيماً تسمح للمستثمرين بتتبع أجزاء معينة من السوق .

وقد تكاملت مؤسسة STOXX LTD مع مؤشرات داو جونز واستخدمت نفس نظام تصنيف المؤشر . كما تطبق معها في منهجية المؤشر وتصنف المكونات القياس المتحرك للأوزان float- weighing وفي الشفافية .

2-3 آلية بناء مؤشر داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي

يتم اختيار مكونات مؤشر داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي على خطوتين ، الأولى استبعاد أسهم الصناعات التي تحرمها الشريعة الإسلامية – كما سبق ، ثم تطبيق معايير النسب المالية المسموح بها في مديونية الشركات التي تم اختيارها في الخطوة الأولى .

تستخدم ثلاث نسب للمديونية وتحدد لها حدود قصوى يجب ألا تتعداها الشركة لكي تقبل في المؤشر الإسلامي وتبقى ممثلة فيه، وهي: (10)

1 . نسبة الديون قصيرة وطويلة الأجل إلى المتوسط المتحرك (12 شهرا) للقيمة الرأسمالية الجاري أقل من 33 % .

2 . نسبة النقدية والأوراق المالية ذات فائدة إلى المتوسط السنوي (12 شهرا) للقيمة الرأسمالية الجاري أقل من 33 % .

3 . نسبة أوراق القبض (حسابات البيع الآجل) إلى الأصول الكلية أقل من 45 % .

وهذه النسب وإن كانت تمثل أقصى الحدود المسموح بها ، إلا أنها غالبا ما تكون أقل في

الشركات التي تم اختيارها في مؤشرات داو جونز للسوق الإسلامي . ويظهر ذلك من مراجعة

متوسط النسب الثلاث السابقة لمؤشر داو جونز للسوق الإسلامي وفرعه الثانية الحالية في 13 ديسمبر/كانون أول 2007 ، وهي مؤشرات : آسيا والباسيفيك / كندا / أوروبا / اليابان / العملاقة 100 / التكنولوجيا / المملكة المتحدة / الولايات المتحدة الأمريكية ، حيث كان متوسط النسبة الأولى 11.16 % ، ومتوسط النسبة الثانية 11.35 % ، ومتوسط النسبة الثالثة 416.35 % . ويدل ذلك على الرغبة في اختيار الشركات الأدنى مديونية في المؤشرات الإسلامية .

ويتم تحديد الأوزان للشركات التي تدخل في المؤشرات داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي – من

بين الشركات المقبولة – على أساس القيمة السوقية الرأسمالية في التداول

flota-adjusted Market Capitalization ، بحيث تمثل أكثر الأوراق سيولة ، وبحيث تعكس أوزان القطاعات الصناعية في السوق العالمي . كما يؤخذ في الاعتبار عوامل إضافية عند اختيار الأسهم في المؤشر تشمل : الحجم النسبي ومعدل الدوران والأوزان القطرية والأوزان الاقتصادية والسلامة النسبية المالية للشركات .

وفي أغسطس /آب 2000 أعلنت مؤسسة داو جونز عن تغييرين في منهجية تكوين مؤشرات

الإسلامية وبدأ العمل بها مع بداية يوم الاثنين 8/سبتمبر/أيلول من نفس العام . وشمل التغيير نقطتين :

الأولى استخدام أوزان مكونات المؤشر على أساس المتوسط المتحرك لأسعار أسهم الشركات في التداول – أي التداول الحر للقيمة السوقية free – flota Market Capitalization – وذلك بالنسبة لمؤشر داو جونز لسوق الأسهم الإسلامية وفروعية الثامنة (في ذلك الوقت) ، وهي مؤشرات الولايات المتحدة وكندا وآسيا والباسيفيك ، اليابان ، وأوروبا ، والمملكة المتحدة ، والمؤشر عالي السيولة ومؤشر تكنولوجيا . والتغيير الثاني أن يكون الحد الأقصى للوزن النسبي لأي سهم 10 % ، وذلك في المؤشرات الفرعية الخمسة (اليابان، آسيا والباسيفيك، أوروبا، المملكة المتحدة، التكنولوجيا) .

ويعني استخدام أوزان التداول الحر free –flota أن كل سهم من المكونات المؤشر يتم على أساس عدد الأسهم المتاحة للمستثمرين في السوق ، بدلا من العدد الكلي للأسهم المصدرة . وما يستبعد من العدد الكلي للأسهم للتوصل الي عدد الأسهم الحر في التداول هو ما يحتفظ به الأفراد ، أو الشركات ، أو الحكومات من الأسهم دون تداول ويزيد على نسبة 5% مما يمتلكونه . ونتيجة لذلك فإن بعض الشركات في هذه المؤشرات أصبحت لها أوزان أقل عند اتباع منهجية التداول الحر عما كانت فيه . وبعض الشركات الأخرى التي تكون اصداراتها من الأسهم متاحة كليا للمستثمرين أصبح لها أوزان أكبر في المؤشر مما كانت فيه .

أما القاعدة الخاصة بتحديد سقف للأوزان بنسبة 10% للسهم في المؤشر ، فإنها تمنع سيادة الأسهم الكبيرة في المؤشرات . ويطبق الحد الأقصى بصور منفصلة على كل من مؤشر السوق الإسلامي ومؤشراته الفرعية .

وهذا التغيير في المنهجية يسهل عملية تمثيل وتحسين المؤشر كأداة تبنى عليها منتجات الاستثمار . كما أن الشفافية الكاملة لمنهجية المؤشر تعظم من ثقة المستثمرين ، وهي عامل حيوي للمشاركين في السوق الذين يصممون المنتجات الاستثمارية المرتبطة بمؤشر داو جونز للسوق الإسلامي . ويوضح ويقوم بتحديد المعايير الشرعية لأنواع الأسهم التي تدخل في المؤشر ونسب المديونية التي تطبق على الشركات المؤشر مجلس داو جونز التشريعي (Shar ah Supervisory Board (ShSB) . كما يقوم المجلس بالمراجعة المؤشرات كل ربع عام وكل عام لأضافة أو استبعاد بعض الأسهم المكونة للمؤشر . وبالإضافة إلى مراجعة المؤشرات على أساس مدى التوافق مع مبادئ الشريعة ، يؤخذ في الاعتبار المتغيرات التي تنتج من أحداث غير عادية، مثل اسقاط القيد في البورصة ، والإفلاس أو الاندماج .

وقد أعلنت مؤشرات داو جونز الإسلامية الأربعة تغييرات في مكونات أسهمها بناء على المراجعة ربع السنوية ، تمت كلها في مكون المؤشر العملاق 100 وفروعه الأربعة . كان التغيير الأول قد حدث في 14 يونيو/حزيران 2003 – بناء على المراجعة السنوية – في المؤشر العملاق وثلاثة من فروعها: في مؤشر الولايات المتحدة (50)

الذي أسقطت منه 4 شركات أمريكية أضيف له 4 أمريكيي أخرى ، وفي مؤشر أوروبا (25) أضيفت شركة بريطانية وحذفت شركة سويسرية ، وفي مؤشر آسيا والباسيفيك (25) حدثت خمسة تغييرات ، حيث أضيفت شركة تايوانية وشركة أسترالية وثلاثة شركات يابانية وأسقطت 5 شركات في مقابلها ، ثلاثة من اليابان وشركتان من هونج كونج .(11)

وتم التغيير الثاني في 12 سبتمبر /أيلول من نفس العام 2003 بناء على المراجعة ربع السنوية في المؤشر العملاق 100 واثنين من فروعها : في مؤشر آسيا والباسيفيك (25) أسقطت شركة يابانية وحل محلها شركة يابانية أخرى ، وفي مؤشر الولايات المتحدة (50) استبدلت سرّة أمريكية بأخرى.

والتغيير الثالث تم بناء على المراجعة ربع السنوية في 11 مارس 2007 للمؤشر العملاق 100 ومؤشر لفرعي لأوروبا (25) ، حيث أسقط من كليهما شركة بريطانية أضيفت شركة سويسرية .

وجاء التغيير الأخير في 15 يونيو/حزيران 2004 نتيجة للمراجعة السنوية . وتم استبدال شركات في المؤشر العملاق وثلاثة من فروعها : في مؤشر آسيا والباسيفيك (25) أسقطت 4 شركات يابانية وحل محلها ثلاث شركات يابانية ، وشركة واحدة أسترالية ، وفي مؤشر أوروبا (25) أسقطت شركة فرنسية وحل محلها شركة بريطانية ، وفي مؤشر الولايات المتحدة (50) استبدلت شركة أمريكية أخرى .

4 - مقارنة أثر بناء مؤشرات داو جونز لسوق الأسهم التقليدي والإسلامي على أداء المؤشرات

1-4 أهم الاختلافات في بناء مؤشرات داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي (12)

من العرض السابق في القسم الثالث وفرعيه يتضح ألا يوجد اختلاف في بناء مؤشرات لسوق

الأسهم الإسلامي من حيث القواعد الأساسية لبناء المؤشرات. وهي أن يمثل المؤشر حركة مكوناته من الأسهم من خلال سلامة تمثيل العينة لمجتمع الأسهم واختيار أوزان تعبر عن مكونات الأسهم في العينة ، واستخدام أسلوب مناسب لحساب المؤشر .

● والاختلاف الأساسي في مؤشرات سوق الأ سهم الإسلامي هو خصائص هذا السوق . وهذا الاختلاف يستبعد بالضرورة أسلوب اختيار عينة المؤشر من المجتمع الكلي بالأسلوب العشوائي الكامل. لذا يصمم لسوق الأسهم الإسلامي أسلوب اختيار غير عشوائي على أساس إحتواء كل الخصائص المطلوبة في المجتمع هذه الأسهم. ومن هذا الإطار الجديد يتم اختيار عينة مؤشر السوق الإسلامي ، ويتم تطبيق الأوزان على قطاعات هذا السوق

● وحيث تصنيف القطاعي للسوق فلن تختلف القطاعات في المستوى الأعلى ، وهي قطاعات الاقتصاد وقطاعات السوق عند تصميم مؤشرات داو جونز لكل من سوق الأسهم التقليدي والإسلامي ، ولكنها تختلف في المستوى الثالث والرابع لمجموعات الصناعة والمجموعات الفرعية وكلما زادت تحسينات نظام التصنيف بمزيد من التقسيمات الدقيقة لهذين المستويين ، كلما سهل ذلك عملية اختيار المجموعات التي تتوافق مع خصائص ومتطلبات سوق الأسهم الإسلامي . (13)

● ويترتب على اختلاف خصائص سوق الأسهم الإسلامي وقطاعاته أهمية الاستعانة بمجلس الشريعة الإشرافي ShSB الذي لا توجد حاجة إليه في آلية بناء المؤشرات التقليدي . وهذا اختلاف يعني أن سوق الأسهم الإسلامي يخضع في تكوينه إلى اجتهادات أعضاء المجلس في تفسير مبادئ الشريعة الإسلامية ،

بما يعني التأثير في مدى اتساع السوق ويحتمل أن يؤثر في أدائه مقارنة بالمؤشرات التقليدية غير خاضعة لقيود الشريعة .

وقد سبق توضيح خصائص أسهم الشركات التي تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية في القسم الثاني والفقرة الثانية من القسم الثالث ، وهي التي تندرج في المجموعات الأساسية أو الفرعية لصناعة الكحوليات ، أو التبغ أو منتجات يدخل فيها لحم الخنزير ، أو صناعة السلاح أو صناعة الخدمات التقليدية كالبنوك وشركات التأمين ، أخدمات الجنسية ، ومن هذه الشركات يتكون مجتمع الأسهم التي تتعامل في الأنشطة الحلال تبعا لتوجهات الشريعة الإسلامية . ومن هذا المجتمع تختار في عينة المؤشر الشركات التي لا تزيد نسبة ديونها الكلية أو نقدية والأوراق المالية ذات الفائدة إلى متوسط السنوي المتحرك للقيمة الرأسمالية الجارية عن 33 % ، ولا تزيد نسبة الأوراق القبض فيها إلى الأصول الكلية عن 45 % . وهذا يعني استبعاد الشركات التي تستخدم الدين بكثافة وأيضا تلك التي تتوسع في عمليات البيع الآجل من المؤشرات سوق الأسهم الإسلامي. (14)

ولا توجد اختلافات في منهجية تحديد أوزان أسهم المؤشر، حيث أصبح يطبق على مؤشرات داو جونز للسوق الإسلامي نفس المنهجية المطبقة على مؤشرات العالمية وهي استخدام أوزان التداول الحر للقيمة السوقية الرأسمالية ، تأكيدا على أهمية السيولة للمؤشرات .

4-2 أثر آلية بناء مؤشرات داو جونز للسوق الإسلامي على أداؤها

كما سبق ، يحتاج بناء مؤشرات داو جونز للسوق الإسلامي ، وكذلك كل المنتجات الإسلامية إلى الاستعانة بمجلس الشريعة الإشرافي ShSB التي لا توجد حاجة إليه في المؤشرات التقليدية . وبرغم أن مجلس داو جونز يتكون من أبرز علماء الشريعة الإسلامية من خمس دول إسلامية ومن الولايات المتحدة ، إلا أنه تثار مشكلة تعدد المجلس التي تقدم الفتوى للمؤسسات المهمة بتطوير منتجات التمويل الإسلامي . وتثار الدعوة من وقت الأخر لإنشاء مجلس إشرافي مركزي أو موحد للشريعة يمكنه أن يداوم النظر في شؤون منتجات التمويل الإسلامي ويوجد الفتوى بشأنها . إلا أن ذلك يمكن أن يضيق من مجال الاجتهاد الذي يجب أن يلاحق التطورات السريعة في صناعة التمويل الإسلامي . كما أنه مع تزايد وتنوع القطاعات المتخصصة في هذه الصناعة ، وتعقد وصعوبة البحث في المنتجات الجديدة لها ، تتزايد الحاجة إلى التخصص في الإشراف التشريعي ، وإلى ضرورة التفاعل بين علماء الشريعة والمهنيين في مجال التمويل من أجل تطور نظم وإجراءات تيسر التطبيقات العلمية الملزمة بالشريعة . (15)

فمثلا بالنسبة لإصدار مؤشرات سوق الأسهم قد يكون من السهل لمجلس الإشراف التشريعي تحديد الأنشطة التي تحرمها الشريعة ، والتي تكون محددة بنصوص قاطعة ، إلا أنه من الصعب الإتفاق على الأنشطة التي ليس فيها نصوص قاطعة . ويعتبر استخدام الدين في هيكل تمويل الشركات من الأمور التي

تخضع للاجتهاد ، وربما لذلك تعتبر نسب المديونية التي اجهد المجلس في وضع حدود لها مستويات مؤقتة يمكن تحملها لدواعي المرونة ، لأن التمويل الحديث للشركات يميل إلى استخدام الديون بكثافة كما نلاحظ في تحديد نسب المديونية، أنها تستبعد الشركات التي تصل فيها نسبة حسابات القبض إلى الأصول الكلية 45 % أو أكثر وهذه الحسابات تنتج من سياسة البيع الآجل الذي يندرج في أنشطة التجارة المشروعة باتفاق جمهور فقهاء المسلمين ، طالما أنه ناتج من بيع فعلي للسلع والخدمات . فهذا الشرط ليس له ما يبرره لاستبعاد الشركات التي تستخدم سياسة البيع مع عملائها بما يحقق منافع للطرفين ، بل إنه يتناقض مع استخدام المرونة والمستويات المؤقتة لنسبة الدين في هيكل رأسمال الشركات .

مثل هذه القضايا تمثل تحديات للمجلس ولـمؤشرات داو جونز للسوق الإسلامي ، لأن الثقة والشفافية والقبول بالمعايير التي يستخدمها المجلس عوامل هامة في نجاح وانتشار هذه المؤشرات وبرغم هذه التحديات ورغم أن تجربة مؤشرات داو جونز للسوق الإسلامي مازلت حديثة ولم تكمل عقد من الزمن ، إلا أن الدراسات القليلة التي بحثت في مدى هذه المؤشرات تميل إلى التفاؤل في مستقبل مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي . ففي إحدى الدراسات عن المخاطرة والعائد فيها توصل باحثان إلى أنه على أساس فترة الملاحظة المحدودة لتقديم مؤشر داو جونز للسوق الإسلامي ، فإنه يبدو أن المستثمرين في المؤشر الإسلامي محصور نسبيا من الاضطراب في السوق الأسهم ، كما توصلوا في دراسة لاحقة إلى أن المستثمرين في مؤشرات الإسلامية لا يعانون من تكلفة ظاهرة نتيجة للقيود المستخدمة في آلة اختيار الشركات وربما تدل أيضا استثمارات كثيرة من غير المسلمين في هذه المؤشرات على عدم تأثير آلة بناء المؤشر الإسلامي على أدائه. (16)

وتدل أرقام مؤشر داو جونز لسوق الأسهم الإسلامي في العالم الأول لإنشائه على نفوق معدل عائدته على مؤشرات التقليدية ، منها على سبيل المثال تفوقه على كل من مؤشر داو جونز التقليدي للأسهم DJIA ، ومؤشر مورجان ستانلي العالمي (MSCI(W) ، حيث بلغ عائدته 29.22 % في عا 1999 بينما كان عائد مؤشرين 25.22 % ، 23.56 % على التوالي في هذا العام، كما بلغ عائد فرع المؤشر الإسلامي للتكنولوجيا 92.21 % في هذا العام . إلا ان هذه الأرقام تحتاج سلسلة زمنية مناسبة ومعالجات احصائية للتحقيق من مدى معنوية هذه الفروق.

وتوصلت الدراسة الأكاديمية إلى ثلاث نتائج أساسية وهي (17): ان مؤشر داوون جونز للسوق الإسلامي المقيد بمعايير اختيار الاسهم حقق عوائد غير عادية anormal بدرجة معنوية خلال فترة الدراسة؛ وان هذا الاداء غير العادي قد يؤثر او لا يؤثر بالنماذج المستخدمة في قياس الاداء، حيث الغي استخدام نموذج CAPM الشرطي مستوى التفوق الاداء الملحوظ في المقاييس غير الشرطية بنسبة تتراوح بين 24-35%، بما يثير التساؤل حول دقة المقاييس وعن المؤشر الذي يخضع للقياس ؛ وانه من المحتمل عدم وجود عقوبة مالية financil penalty من اتباع الوعي الاخلاقي في الاستثمارات المالية.

والنتيجة الهامة لهذه الدراسة اننا في حاجة الى مجموعة المقاييس خلال فترة ممتدة من الزمن قبل ان نصل الى استنتاجات شاملة حول اداء مؤشرات سوق الاسهم الاسلامي.

مما سبق يتضح انه يحتمل ان يكون لالية بناء مؤشرات سوق الاسهم الاسلامي اثر في ادائهم كما يحتمل ان يكون هذا الاثر ايجابيا من حيث تحقيق عائد اعلى للمستثمرين في هذه المؤشرات . ولكن يحتمل ايضا ان يكون لحدود نسب المديونية تاثير متضارب على المستثمرين تبعا لمدى اقتناعهم بسلامة هذه الحدود.

5- الخلاصة

اصبحت مؤشرات سوق الاسهم الاسلامي منتجا فاعلا في الاسواق المالية العالمية يتزايد عليه طلب فئات متنوعة من المستثمرين الافراد والمؤسسات . وتعتبر عائلة مؤشرات داو جونز للسوق الاسلامي هي الاولى من حيث المبادرة، والاكبر من حيث العدد والتنوع، والوسع انتشارا في كل الاسواق المالية العالمية.

يتم بناء هذه المؤشرات في اطار مجتمع الاسهم الذي تتحقق فيه متطلبات الاستثمار وفقا لمبادئ الشريعة الاسلامية . ويقوم بوضع معايير اختيار الاسهم المكونة لمؤشرات داو جونز لسوق الاسهم الاسلامي مجلس الاشراف التشريعي، الذي يتكون من ابرز علماء الشريعة من خمس دول اسلامية ومن الولايات المتحدة.

ولا يوجد اختلاف في بناء المؤشرات لسوق الاسهم الاسلامي من حيث القواعد الاساسية لبناء المؤشرات من حيث تمثيل العينة لمجتمع الاسهم واختيار اوزان تعبر عن مكونات الاسهم في العينة، ويظهر الاختلاف في خصائص هذا السوق بما يتطلب تصميم أسلوب الاختيار غير العشوائي لتكوين عينة المؤشر الممثلة لهذه الخصائص. ويحتمل أن يكون لآلية بناء مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي اثر ايجابي من حيث تحقيق عائد أعلى للمستثمرين في هذه المؤشرات . كما يحتمل ان يكون للمعايير والحدود التي يضعها مجلس الاشراف التشريعي لاختيار الأسهم تأثير متضارب على المستثمرين تبعا لمدى اقتناعهم بسلامة هذه المعايير والحدود في إطار مبادئ الشريعة الإسلامية.

وتحتاج مؤشرات سوق الأسهم الإسلامي إلى تطوير أساليب تقييم مناسبة لخصائصها لكي يمكن الحكم عليها دون تحيز في النتائج، كما أنها مجال خصب للدراسات وهي منجم للمعلومات الذي يتحدى الباحثين من الخبراء والاكاديميين من كل التخصصات لاكتشاف ما وراء هذه المؤشرات من ثروة

او ثورة قد تغير كثيرا من المفاهيم التي ترسخت في العلوم المالية والاجتماعية لعدة قرون. خاصة في ظل الازمة المالية الحالية حيث اصبح الباب مفتوحا امام المنتجات للمزيد من الانتشار والرواج بالنظر الي تنافيتها مع اهم مسببات الازمة المالية : الفوائد الربوية وعمليات بيع الديون لذا فالمسؤولية ملقات على عاتق الباحثين في هذا المجال للعمل على اظهار ونشر هذه المنتجات المالية الفاعلة بما يتماشى مع قواعد الشريعة الاسلامية .

المراجع

1. "Dow Jones indexes to launch Islamic Market Index for Turkey", www.djindexes.com/mdsidx/hm/pressrelease/press_hist2004.htm/
2. "Islamic Finance: unlocking the potential", Jan.3,2007,P:54
www.google.com/search?hl=en&lr=&q=Islamic+finance+unlocking&btnG=search getyourmoney working.com.
Retrieved 11/2/2005
3. "Islamic Investors get a new benchmark", CNMoney Magazine, feb.18,1999.P:04

www.google.com/search?hl=en&lr=&q=CNMmoney+magazine+feb+18+1999&btnG=Google+search. Retrieved 14/2/2005.

4. Ann Monroe, Wealth Manager : Investing, Dec.,2001
http://wealth.bloomberg.com/wealth/wealth1/articles/invest3_0012html,
- 5.Brbara Wall, “Western Institutions Awaken to Demand for Islamic services”, The international Herald Tribune, May 17,2001.P:83
6. Dow Jones & company, Islamic FAQ.htm,2005.
7. Islamic Market Indexes, Quick Facts,
<http://djindexes.com/mdsidx/index.cfm?event=showIslamicFaq>
8. Dow Jones changes Methodology of its Islamic Market indexes, Aug.21,2000,P:33
http://www.djindexes.com/mdisidx/html/pressrelease/presssarcl_hist2005.htm
9. Dow Jones Global Indexes, www.factset.com/www_59.aspx?filter=ct&findex=1
10. Dow Jones Indexes and STOXX to Improve Sector Classification System”,
http://www.djindexes.com/mdsidx/html/pressrelease/press_hist2001.htm
11. Dow Jones Indexex to launch Islamic Index for Turkey, Sep.28,2007,P:21
www.djindexes.com/mdsidx/html/pressrelease/press_hist200.htm
12. Dow Jones Islamic Indexes, www.investaaa.com
13. Dow Jones Islamic Market Index Statistics, F:\ Islamic Statistics.htm
14. Dow Jones press Release Archive,
<http://www.djindexes.com/mdsidx/html/pressrelease/pressarch.htm>,2003,2004.
15. Dow Jones STOXX Index,
www._340.aspx?Filter=CT&findex=1
16. Frnak K. Reilly, Keith C. Brown, 2003, Investment Analysis and Porfolio Management, 7th ed., Australia, Thomson, South Western.
17. Hajara Atta, (2000), “Ethical Rewards – An Examination of the Effect of Islamic Ethical Screens on Financial .P114 Performance and of conditional Information on performance measures”. Msc Dissertattion, University of Durham,
[www. Djindexex.com/ downloads/thesis.pdf](http://www.Djindexex.com/downloads/thesis.pdf)

