

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد خيضر - بسكرة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



الموضوع:

دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية
دراسة حالة صناديق الاستثمار السعودية خلال الفترة
(2006-2017).

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية.
تخصص: الأسواق المالية والبورصات.

إشراف الأستاذة الدكتورة:

حياة بن سماعيل.

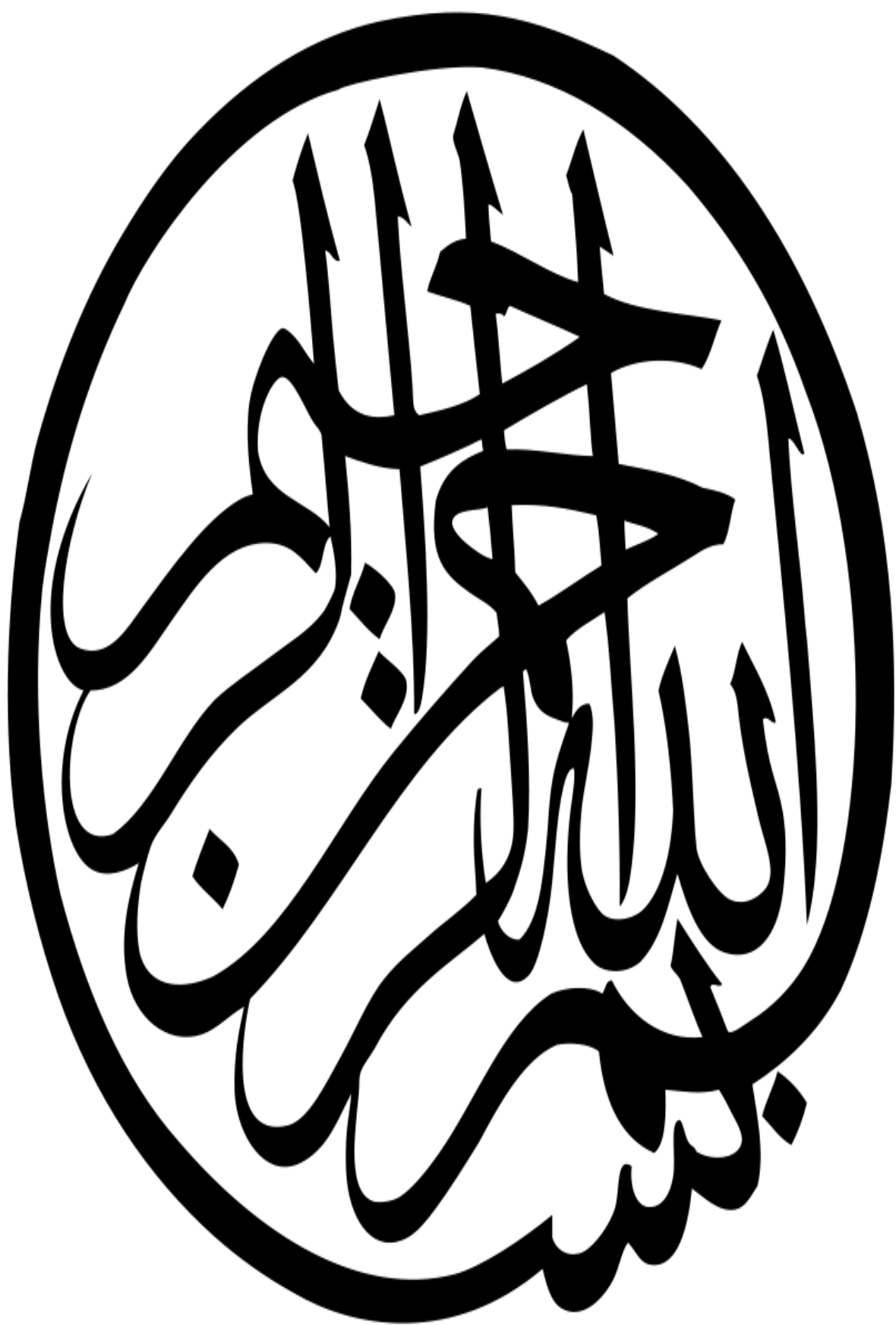
إعداد الطالبة:

- حليلة عطية

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة الأصلية	الصفة
أ.د/ رابح خوني	أستاذ	جامعة بسكرة	رئيسا
أ.د/ حياة بن سماعيل	أستاذ	جامعة بسكرة	مقررا
أ.د/ حدة رايس	أستاذ	جامعة بسكرة	مناقشا
د/ ناصر بوعزيز	أستاذ محاضر أ	جامعة قالمة	مناقشا
د/ سامي مباركي	أستاذ محاضر أ	جامعة باتنة 01	مناقشا
د/ عبد الحفيظ بوخرص	أستاذ محاضر أ	جامعة المسيلة	مناقشا

السنة الجامعية: 2019-2020





كلمة شكر

(رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحًا ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين) (النمل: آية 19).
الحمد لله على نعمه التي لا تعد ولا تحصى، الحمد لله حمدا كثيرا كما ينبغي لجلاله وعظيم سلطانه.

إذا ما كان لعمل أن ينجز فلا بد من تقديم الشكر والامتنان لكل من ساهم في إتمامه، ومن هنا أتقدم بخالص الشكر والعرفان بالجميل إلى من كان لها فضل الاشراف على هذا البحث الأستاذة الدكتورة بن سماعيل حياة على ما بذلته معي من جهد وما قدمته من توجيهات لي لإتمام هذا العمل.

ولا يفوتني أن أتوجه بعميق امتناني وتقديري للأستاذة: جري زكرياء، خزان عبد الحفيظ، شورافية محمد الأمين والأستاذة عبو ربيعة على المساعدة الكبيرة التي قدموها لي لإتمام هذا البحث فلهم مني خالص العرفان بالجميل.

كما أتوجه بالشكر المسبق لأعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بقبول المشاركة في إثراء هذا العمل وتقييمه، مع اعتزازي بأرائهم وتوجيهاتهم القيمة التي ستغني هذا البحث.

كما لا أنسى كل من شجّعني بالكلمة الطيبة والابتسامة وبالدهاء

إلى كل هؤلاء أقول: شكرا.

الإهداء

إلى من أمرني بطلب العلم من المهد الى اللحد نبي الرحمة
سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم

إلى من تحت قدميها تكمن الجنة أُمي الغالية

إلى من جعل مشواري العلمي ممكنا والذي العزيز.

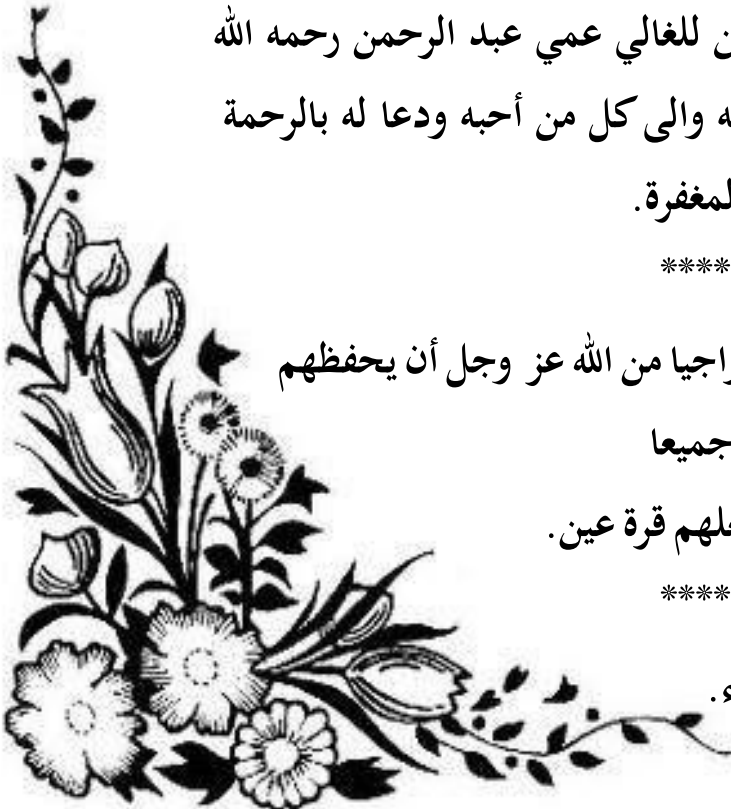
إلى الذي كان على رأس الاهداء في مرحلة سابقة وهو بيننا، سيكون له
هذا الاهداء الخاص وهو غائب اليوم عنا، ذلك الذي رحل دون وداع
وتاركا في قلبي حبا وشوقا كبيرين للغالي عمي عبد الرحمن رحمه الله
وطيب ثراه وأسكنه فسيح جناته والى كل من أحبه ودعا له بالرحمة
والمغفرة.

إلى جميع إخوتي وأخواتي راجيا من الله عز وجل أن يحفظهم

جميعا

وأن يجعلهم قرّة عين.

إلى كل الصديقات والأصدقاء.



ملخّص

الدراسة

مذوران البحث: دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة صناديق الاستثمار السعودية خلال الفترة (2006-2017).

ملخص:

تعدّ صناديق الاستثمار واحدة من أهم الابتكارات المالية التي عرفت استخداما واسعا على مستوى العالم، وذلك من خلال ما توفره من فرصة للمدخرين والمستثمرين الصغار الذين ليس لديهم موارد مالية كافية للدخول في صفقات كبيرة أو ليس لديهم الخبرة والوقت الكافي للدخول إلى سوق الأوراق المالية، إذ تقوم الصناديق بطرح ما يسمى بوثائق الاستثمار إلى المستثمرين مقابل استثمار تلك الأموال داخل محافظ استثمارية متنوعة في السوق المالي، ويكون تقييم أداء صناديق الاستثمار منصبا على أداء مدير الاستثمار؛ لأنه المسؤول عن إدارتها وقرارات وسياسات الاستثمار، وكذلك ضبط إيقاع تشكيلة سلة الأوراق المالية بمحفظة الصندوق.

وتهدف هذه الدراسة في إظهار الدور الذي يمكن أن تؤديه صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية وتعزيز أداء مؤشرات السوق، لما لها من دور مهم في إزالة التخوف من استخدام هذه الأداة المالية عن طريق إعطاء الثقة للمستثمر بهذه الصناديق.

وتوصلنا في الأخير، إلى أن صناديق الاستثمار التي أنشأتها المملكة العربية السعودية لصغار المستثمرين مثلت إضافة حقيقية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، وهو ما أثبتته الدراسة القياسية من خلال نجاح التجربة السعودية في ذلك، إذ من بين النتائج التي تم التوصل إليها هو وجود علاقة إيجابية وذات معنوية إحصائية بين جميع المتغيرات المعبرة عن نشاط صناديق الاستثمار (كمتغيرات مستقلة)، وأداء سوق الأسهم السعودي (كمتغيرات تابعة) من خلال الاعتماد على برنامج Eviews10، وتقدير معاملات النموذج بطريقة المربعات الصغرى خلال الفترة (2006-2017)، باستثناء مؤشر معدل دوران السهم، فقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي عدم وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية معنوية بين المتغيرات المستقلة المعبرة عن نشاط صناديق الاستثمار ومعدل الدوران خلال فترة الدراسة.

الكلمات المفتاحية:

سوق الأوراق المالية، صناديق الاستثمار، سوق الأسهم السعودي، وثائق الاستثمار، معدل الدوران.

Titre de la recherche : Le rôle des fonds d'investissement dans l'activation du marché des marchés financiers Une étude de cas des fonds d'investissement saoudiens au cours de la période (2006-2017).

Résumé:

Les fonds d'investissement sont l'une des innovations financières les plus marquantes qui ont été largement utilisées dans le monde entier, les épargnants et les petits investisseurs qui ne possèdent pas les ressources financières suffisantes pour conclure de grandes opérations ou qui n'ont pas l'expérience et le temps d'entrer sur le marché boursier afin que les fonds offrant ce qu'on appelle des documents de placement aux investisseurs en échange de l'investissement de ces fonds dans divers portefeuilles de placements sur le marché financier, et l'évaluation de la performance des fonds de placement est axée sur la compétence du directeur qui est le gestionnaire de placements en raison de sa responsabilité de gestion, de ses décisions d'investissement et de ses politiques, ainsi que du contrôle du rythme de composition du panier de titres du portfolio du fonds.

Cette recherche vise à montrer le rôle que les fonds d'investissement peuvent jouer dans la revitalisation du marché boursier et l'amélioration de la performance des indicateurs de marché, car ils présentent un grand impact pour dépasser le stress et la peur en utilisant cet outil financier en donnant confiance aux investisseurs dans ces fonds.

En somme, nous avons conclu que les fonds d'investissement établis par le Royaume d'Arabie saoudite pour les petits investisseurs représentaient un ajout réel dans l'amélioration de l'efficacité du marché boursier, qui a été démontré par l'étude standard à travers le succès de l'expérience saoudienne dans ce domaine, comme parmi les résultats qui ont été atteints était l'existence d'une relation positive et avec une signification statistique parmi toutes les variables exprimant l'activité des fonds d'investissement (en tant que variables indépendantes), et la performance du marché boursier saoudien (en tant que variables dépendantes) En supportant s'appuyant sur le programme Eviews10 et en estimant les paramètres du modèle selon la méthode des moindres carrés au cours de la période (2006-2017), sauf pour l'indicateur de rotation des stocks. , Les résultats de l'analyse statistique ont montré qu'il n'existe pas de corrélation statistiquement significative entre les variables indépendantes exprimant l'activité des fonds d'investissement et le taux de roulement au cours de la période d'étude.

Mots clés :

Bourse, fonds communs de placement, bourse saoudienne, documents d'investissement, Taux de rotation.

The investment funds role in revitalizing the stock market. Study case of the Saudi investment during the period (2006 to 2017).

Summary

investment funds are one of the most important financial innovations ;it have been widely used worldwide, through the opportunity they provide to savers and small investors who do not have sufficient financial resources to enter into large deals or do not have the experience and time to enter the stock market. Funds offer investment documents to investors in exchange for investing those funds in various investment portfolios in the financial market, the evaluation of the investment funds 'performance is focused on the performance of the investment manager because he is responsible for its management, investment decisions and policies, as well as controlling of the basket's composition rhythm of securities in the fund's portfolio.

This study aims to show the role that investment funds can play in revitalizing the stock market and enhancing the performance of market indicators, for its primordial role in removing the fear of using this financial tool by instilling confidence confidence in these funds.

In the end, we concluded that the investment funds established by the Kingdom of Saudi Arabia for small investors represented a real addition in enhancing the efficiency of the stock market; this is evidenced by the standard study through the Saudi experience success. one of the results reached is the existence of a positive and statistically significant relationship between all the variables expressing the activity of investment funds (as independent variables), and the performance of the Saudi stock market (as dependent variables) relying on Eviews10 program, and estimating the model parameters using the least squares method during the period (2006-2017), except for the Share turnover index, the results of the statistical analysis showed that there is no statistically significant correlation between the independent variables expressing the activity of investment funds and the turnover rate during the study period.

Key words:

Stock market, mutual funds, Saudi stock market, investment documents, Share turnover.

الفهرس

الملاحق

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
i	شكر وتقدير
ii	الإهداء
iii	المخلص باللغة العربية
iv	المخلص باللغة الفرنسية
vii	المخلص باللغة الانجليزية
IX	فهرس المحتويات
XIV	فهرس الجداول
XVI	فهرس الرسوم البيانية والأشكال
XVII	فهرس الملاحق
أ- د	مقدمة
أ	تمهيد
ب	إشكالية البحث
ب	فرضيات البحث
ب	مبررات اختيار الموضوع
ج	أهمية البحث
ج	أهداف البحث
ج	منهج البحث
ج	مصادر الدراسة
د	الدراسات السابقة
ز	هيكل البحث
[1 - 97]	الفصل الأول: الاطار المفاهيمي لأسواق الأوراق المالية
2	تمهيد
3	المبحث الأول: التركيب البنوي للأسواق المالية
3	المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية ومراحل نشأتها

الملاحق

5	المطلب الثاني: الوظائف الرئيسية للأسواق المالية
8	المطلب الثالث: مؤسسات أسواق المال
11	المطلب الرابع: أنواع الأسواق المالية
22	المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية
22	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وتاريخ نشأتها
26	المطلب الثاني: الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية
28	المطلب الثالث: المتطلبات الأساسية لإقامة سوق أوراق مالية
30	المطلب الرابع: نشاط سوق الأوراق المالية
43	المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
43	المطلب الأول: ماهية الأسهم
50	المطلب الثاني: ماهية السندات
56	المطلب الثالث: المشتقات المالية والأوراق المهجنة
68	المبحث الرابع: التحليل في سوق الأوراق المالية
68	المطلب الأول: فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية
74	المطلب الثاني: ماهية مؤشرات سوق الأوراق المالية
82	المطلب الثالث: التحليل الأساسي في سوق الأوراق المالية
88	المطلب الرابع: التحليل الفني للأوراق المالية
97	الخلاصة
[164-99]	الفصل الثاني: الصناديق الاستثمارية ماهيتها، سياساتها وطرق تقييم أدائها
99	تمهيد
100	المبحث الأول: أساسيات حول صناديق الاستثمار
100	المطلب الأول: ماهية صناديق الاستثمار
106	المطلب الثاني: خصائص ومميزات الصناديق الاستثمارية
108	المطلب الثالث: أنواع صناديق الاستثمار
119	المطلب الرابع: مزايا ومخاطر الاستثمار في الصناديق

الملاحق

123	المبحث الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية
123	المطلب الأول: مفهوم وخصائص صناديق الاستثمار الإسلامية
127	المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية
132	المطلب الثالث: مزايا ومخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية
133	المطلب الرابع: أهمية صناديق الاستثمار الإسلامية في النظام الاقتصادي
134	المبحث الثالث: أسس إدارة صناديق الاستثمار
134	المطلب الأول: آلية الاستثمار في صناديق الاستثمار
139	المطلب الثاني: عمليات صناديق الاستثمار
140	المطلب الثالث: أساليب إدارة صناديق الاستثمار
143	المطلب الرابع: أساسيات حول محفظة الأوراق المالية
153	المبحث الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار
153	المطلب الأول: التقارير المالية والبيانات المنشورة
154	المطلب الثاني: دور المعلومات المحاسبية في نجاح صناديق الاستثمار
155	المطلب الثالث: طرق تقييم أداء صناديق الاستثمار
164	الخلاصة
[165 - 238]	الفصل الثالث: دراسة تحليلية قياسية لدور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة صناديق الاستثمار السعودية-
166	تمهيد
167	المبحث الأول: تقديم سوق الأسهم السعودي
167	المطلب الأول: لمحة تاريخية عن نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي
171	المطلب الثاني: الجهات الرقابية على تعاملات سوق الأسهم السعودي
173	المطلب الثالث: مؤشرات قياس وتقييم أداء السوق
185	المبحث الثاني: صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي
185	المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية
185	المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي
190	المطلب الثالث: تطور صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الأسهم السعودي

الملاحق

201	المطلب الرابع: تقييم أداء عينة من صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي
221	المبحث الثالث: قياس أثر نشاط صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية - دراسة حالة صناديق الاستثمار السعودية -
221	المطلب الأول: وصف متغيرات النموذج
222	المطلب الثاني: تأثير مؤشرات صناديق الاستثمار على القيمة السوقية
226	المطلب الثالث: تأثير مؤشرات صناديق الاستثمار على المؤشر العام للأسعار
231	المطلب الرابع: تأثير مؤشرات صناديق الاستثمار على عدد الأسهم المتداولة ومعدل الدوران
238	الخلاصة
[245-241]	الخاتمة
141	نتائج البحث
243	نتائج اختبار الفرضيات
244	التوصيات
245	آفاق البحث
[268-247]	قائمة المصادر والمراجع
[280-270]	الملاحق

الملاحق

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
14	أهم الفروقات بين الكمبيالة والسند الإذني.	1.1
18	ملخص لأهم الفروق بين السوقيين الأولية والثانوية.	2.1
21	الفروقات الأساسية بين سوق النقد وسوق رأس المال.	3.1
54	أوجه الاختلاف الرئيسية بين الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي.	4.1
58	أنواع عقود الخيار.	5.1
61	أوجه التشابه بين الخيارات والمستقبليات.	6.1
61	الاختلافات بين عقود الخيارات والمستقبليات.	7.1
62	مقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية.	8.1
95	الفروقات الأساسية بين التحليل الفني والتحليل الأساسي.	9.1
174	عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال (2006-2017).	1.3
175	عدد الأسهم المتداولة.	2.3
175	قيمة الأسهم المتداولة.	3.3
176	معدل الرسملة البورصية في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2017).	4.3
178	تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2017).	5.3
180	عدد الشكاوي التي تلقتها الهيئة من سنة (2006-2017).	6.3
183	تطور الأداء السنوي لمؤشر سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2017)	7.3
186	بيانات صندوق الفريد للأسهم الخليجية.	8.3
186	بيانات صندوق السعودي الفرنسي للعقار.	9.3
187	بيانات صندوق الرياض للأسهم السعودية.	10.3
187	بيانات صندوق الرياض للأسهم الأمريكية.	11.3
187	بيانات صندوق الرياض للسندات الدولية.	12.3
188	بيانات صندوق الراجحي المتعدد الأصول.	13.3
188	بيانات صندوق الإنماء للسيولة بالريال السعودي.	14.3
188	بيانات صندوق الرياض للمتاجرة بالدولار.	15.3
189	بيانات صندوق المساهم للأسهم السعودية.	16.3

الملاحق

189	بيانات صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل.	17.3
190	بيانات صندوق صائب للمتاجرة بالسلع.	18.3
190	إجمالي الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية وإجمالي الأصول المالية التي تديرها للفترة (2000-2017).	19.3
192	أصول صناديق الاستثمار موزعة حسب نوع الاستثمار (2006-2017).	20.3
194	صناديق الاستثمار (مفتوحة/ مغلقة) خلال الفترة (2000-2017).	21.3
195	الاستثمارات بالأصول المحلية والأجنبية في صناديق الاستثمار.	22.3
197	حجم أصول صناديق الاستثمار في قطاعات سوق الأسهم السعودي خلال عامي 2006، 2007	23.3
198	حجم أصول صناديق الاستثمار في قطاعات السوق المالية السعودية للأعوام 2008-2011.	24.3
200	نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة (2000-2017).	25.3
202	معدل العائد لصندوق الرياض للأسهم السعودية.	26.3
203	العائد الكلي لصندوق الرياض للأسهم السعودية خلال عشر سنوات	27.3
204	إجمالي العائدات السنوية لصندوق الرياض للأسهم (2).	28.3
204	العائد الكلي لصندوق الرياض للأسهم (2) خلال عشر سنوات	29.3
205	إجمالي العائدات السنوية لصندوق الرياض للأسهم (3).	30.3
205	العائد الكلي لصندوق الرياض للأسهم (3) خلال عشر سنوات.	31.3
206	عائد صندوق الأهلي لأسهم الشركات السعودية الصغيرة والمتوسطة منذ إنطلاقه.	32.3
207	العائد الإجمالي لصندوق الأهلي لأسهم الشركات السعودية الصغيرة والمتوسطة لسنة، ثلاث، وخمس سنوات.	33.3
207	العائد الإجمالي السنوي لصندوق الأهلي الخليجي للنمو والدخل منذ إنطلاقه.	34.3
207	العائد الإجمالي لصندوق الأهلي الخليجي للنمو والدخل مقارنة بالمؤشر لسنة، ثلاث، وخمس سنوات.	35.3
208	العائد الإجمالي لصندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية خلال الفترة (2006-2017).	36.3
209	العائد الكلي لصندوق العطاء للأسهم السعودية خلال الفترة (2011-2017).	37.3
209	أداء صندوق العطاء للأسهم السعودية مقارنة بالمؤشر الإرشادي.	38.3

الملاحق

210	العائد الإجمالي لصندوق الرائد للأسهم السعودية خلال الفترة (2008-2017).	39.3
210	عائد الأداء التراكمي لصندوق الرائد للأسهم السعودية مقارنة بالمؤشر الإرشادي.	40.3
211	إجمالي العائدات السنوية لصندوق الفريد للأسهم السعودية خلال (2008-2017).	41.3
211	عائد الأداء التراكمي لصندوق الفريد للأسهم السعودية مقارنة بالمؤشر الإرشادي.	42.3
220	تقييم أداء الصناديق الاستثمارية باستخدام الأسلوب المزدوج.	43.3
222	نتائج تقدير النموذج الخطي.	44.3
224	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء.	45.3
224	نتائج اختبار عدم ثبات التباين.	46.3
227	نتائج تقدير النموذج الخطي.	47.3
229	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء.	48.3
229	نتائج اختبار عدم ثبات التباين.	49.3
232	نتائج تقدير النموذج الخطي.	50.3
234	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء.	51.3
234	نتائج اختبار عدم ثبات التباين.	52.3
237	نتائج تقدير النموذج الخطي.	53.3

الملاحق

فهرس الرسوم البيانية والأشكال

الصفحة	عنوان الرسم البياني أو الشكل	الرقم
41	نموذج أمر بورصة.	1.1
73	العلاقة بين أشكال كفاءة السوق المالي.	2.1
84	منهج التحليل الأساسي.	3.1
87	دورة حياة الصناعة.	4.1
90	خريطة الأسعار اليومية وفقا لنظرية داو.	5.1
91	دورة أسعار الأسهم.	6.1
92	الأنماط الثمانية من الموجات.	7.1
94	خريطة الرأس والأكتاف.	8.1
101	آلية عمل صناديق الاستثمار	1.2
111	نسب إنشاء الصناديق ذات النهاية المفتوحة في جميع أنحاء العالم خلال الفترة (2008-2017).	2.2
115	الخليط التقليدي والمتنوع لمحفظه الصناديق المتوازنة (المختلطة).	3.2
130	أوجه الشبه بين الاستصناع والبيع والإجارة.	4.2
158	تصنيف أداء المدير.	5.2
174	عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2017).	1.3
176	تطور القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق (2006-2017).	2.3
177	نسبة القيمة السوقية للبورصات العربية إلى الناتج المحلي الاجمالي بنهاية عام 2017.	3.3
183	تطور المؤشر العام للسوق المالي السعودي خلال الفترة (2006-2017).	4.3
191	تطور عدد الصناديق الاستثمارية المدرجة في السوق للفترة (2000-2017).	5.3
195	عدد الصناديق المغلقة والمفتوحة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2000-2017).	6.3
203	أداء صندوق الرياض للأسهم السعودية مقارنة بالمؤشر الاسترشادي.	7.3
204	أداء صندوق الرياض للأسهم (2) مقارنة بالمؤشر الاسترشادي.	8.3
205	أداء صندوق الرياض للأسهم (3) مقارنة بالمؤشر الاسترشادي.	9.3
225	القيم الحقيقية والمقدرة والبواقي (جودة النموذج).	10.3

الملاحق

225	التوزيع الطبيعي للبواقي.	11.3
226	نتائج اختبار استقرارية النموذج.	12.3
230	القيم الحقيقية والمقدرة والبواقي (جودة النموذج).	13.3
230	التوزيع الطبيعي للبواقي.	14.3
231	نتائج اختبار استقرارية النموذج.	15.3
235	القيم الحقيقية والمقدرة والبواقي (جودة النموذج).	16.3
235	التوزيع الطبيعي للبواقي.	17.3
236	نتائج اختبار استقرارية النموذج.	18.3



فهرس الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	الرقم
270	تصنيف شركات الاستثمار وفقا لأصول وعدد الصناديق وعدد المشتركين خلال الفترة (2014-2017).	01
271	حساب عائد أذون الخزانة السعودي خلال الفترة (2008-2017).	02
272	حساب الانحراف المعياري والتباين لصندوق الرياض للأسهم السعودية.	03
273	حساب الانحراف المعياري ومعامل التباين لصندوق الرياض للأسهم 02.	04
274	حساب الانحراف المعياري والتباين لصندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية.	05
275	حساب الانحراف المعياري والتباين لصندوق الرائد للأسهم السعودية.	06
276	حساب الانحراف المعياري والتباين لصندوق الفريد للأسهم السعودية.	07
277	حساب الانحراف المعياري لسوق الأسهم السعودي.	08
278	عوائد ومخاطر الصناديق الاستثمارية الخمسة.	09
279	تطور إجمالي أصول صناديق الاستثمار وعدد المشاركين فيها.	10
280	تطور إجمالي مؤشرات أداء السوق المعتمدة في الدراسة.	11

مقدمة

تشكل الأسواق المالية جزءاً من النظام المالي الذي يخدم المجتمع، فالنظام المالي يتكون من: الأسواق المالية، المؤسسات المالية ورجال الأعمال، والأفراد والحكومات التي تشارك فيه وتنظم عملياته، وسوق الأوراق المالية جزء من الأسواق المالية ذات دور كبير في تنمية اقتصاد البلد، من خلال ما توفره من سيولة من أصحاب الفائض وتوجيهها إلى أصحاب العجز المالي، لذا ارتبط تطور هذه الأسواق بالتطور الاقتصادي والصناعي لها، فهي المؤشر الاقتصادي الذي يعبر عن مدى تطور البلد أو تخلفه.

وقد ساهمت هذه الأسواق بشكل إيجابي ومضطرد في تحسين عائدات المستثمرين فيها، وكان لتطور وسائل الاستثمار وتنوع العقود المالية، وما قابله من افتقار بعض أصحاب رؤوس الأموال والمدخرين للخبرة اللازمة لاستثمار أموالهم ومدخراتهم بأنفسهم أثره المباشر في انجذابهم لتكوين صناديق استثمارية قادرة على تنمية استثماراتهم وتقليل مخاطرها.

في حين تعد صناديق الاستثمار من الوسائل الحديثة في الأسواق المالية، فهي أوعية استثمارية تقوم بجمع رؤوس أموال مجموعة من المستثمرين وإدارتها وفق إستراتيجية وأهداف استثمارية محددة، يضعها مدير الصندوق لتحقيق مزايا استثمارية لا يمكن للمستثمرين الأفراد تحقيقها بشكل منفرد في ظل محدودية مواردهم المالية المتاحة وعدم قدرتهم على إدارة استثماراتهم بشكل منفرد، التي قد تعود عليهم بخسائر جسيمة، وقد انتشرت صناعتها بشكل كبير في الأسواق المالية نظير ما تقدمه من مزايا عديدة لمستثمريها مقارنة مع الاستثمار المباشر.

وقد تأثرت تلك الصناديق وظهرت كثير الانتقادات الموجهة لأدائها، التي أدت إلى ظهور عديد المتطلبات المتعلقة بها، فكان لا بد من وجود نظام للمراقبة الآلية لعمل تلك الصناديق، وذلك حفاظاً على أموال المستثمرين، وتقليلاً من مخاطرها.

ويقصد بتنشيط سوق الأوراق المالية أن تأخذ حجم الأوراق المالية المصدرة، وكذلك المتداولة اتجاهها تصاعدياً من عام لآخر، مع ضرورة مراعاة التوازن في هيكل السوق من خلال تقليل معدل التركيز سواء في عدد الأوراق المالية المتداولة أو عدد المستثمرين المتعاملين في السوق، بما يساهم في زيادة مقدار حجم رؤوس الأموال المتدفقة إلى المشروعات الاستثمارية، ومن ثمة رفع حجم التراكم الرأسمالي في الاقتصاد ومعدل النمو الاقتصادي.

وكانت السعودية هي الأسبق عربياً في خوض تجربة الصناديق الاستثمارية، وذلك عندما أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري في ديسمبر 1979، كما أن زيادة عدد صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط السوق المالي السعودي وجذبها للمدخرات أوجب وجود أنظمة وقوانين تضبط عملها، ولكن ما حدث من انهيارات مالية عالمية أثار على أدائها، وبالتالي، انعكس بالانسحاب الكبير لحملة الوثائق من صناديقهم، ولذلك كان لا بد من إيجاد قواعد جديدة تحكم عمل صناديق الاستثمار السعودية وتضمن لحملة الوثائق حماية أموالهم، وفي ظل هذه المتغيرات قمنا بطرح إشكالية الدراسة بالصيغة الموالية:

ما مدى مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأسهم السعودي؟

1- أسئلة البحث:

ينفرد من السؤال الرئيسي أعلاه أسئلة فرعية نردها كآآي:

ك كيف تنعكس كفاءة أسواق المال على التطور الاقتصادي للدول؟
ك هل لصناديق الاستثمار الأهمية والدور نفسه، الذي تؤديه باقي صيغ الاستثمار في الاقتصاد العالمي؟

ك هل سيؤدي وجود صناديق الاستثمار إلى زيادة عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي؟
ك كيف يمكن تقييم أداء صناديق الاستثمار بطريقة عادلة تأخذ في اعتبارها الهدف الأساسي من القرار الاستثماري المتبع والمنشأ من أجله صندوق الاستثمار؟

2- فرضيات البحث:

وللإجابة على الإشكالية العامة والأسئلة الفرعية ارتأينا الاعتماد على الفروض الآتية:

ك تنعكس كفاءة أسواق المال على التطور الاقتصادي للدول من خلال قدرتها على تحليل بيانات المعلومات المتدفقة إلى هذه الأسواق، وبالتالي، تحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية لتمويل مختلف مشاريع الاقتصاد القومي.

ك بالرغم من حداثة صناديق الاستثمار، فهي ذات دور بارز في الاقتصاد الراهن.

ك يساهم وجود صناديق الاستثمار في ضمان مصداقية الإفصاح عن المعلومات ذات الفائدة لذوي الاختصاص من المتعاملين والمهتمين بشؤون المال والاستثمار، وبالتالي، زيادة ثقة المستثمرين بالبورصة، وهذا ما يقود إلى زيادة عدد الشركات المدرجة فيها.

ك يمكن تقييم أداء صناديق الاستثمار باستخدام عديد المؤشرات، التي يمكنها قياس الأداء الاستثماري لهذه الصناديق، والتي تتمثل أساساً في: مؤشر شارب، مؤشر ترينور، مقياس جنسن، نموذج فاما، ومؤشر الأداء المعدل بالخطر.

3- مبررات اختيار الموضوع:

تم اختيار الموضوع بناء على مجموعة من الاعتبارات الموضوعية والذاتية، يمكن تلخيصها في:

- حداثة الموضوع وقلة الدراسات التي تناولته، فالموضوع لم ينل القدر الكافي من البحث والدراسة، خاصة بعد ظهور الأزمة المالية العالمية وتأثر المؤسسات المالية بذلك.

- اعتبار الأسواق المالية عامة وأسواق الأوراق المالية خاصة معياراً أساسياً للتطور الاقتصادي.

- ارتباط الموضوع بتخصص الأسواق المالية والبورصات الذي زاولت دراستي فيه لما بعد التدرج.

- إثارة بعض النقاط والجزئيات ذات الصلة بالموضوع، التي نراها مهمة للخوض فيها وتقريبها لأصحاب الاهتمام المشترك.

- تضيف قيمة للمكتبة العربية، في أن تكون مرجعاً للباحثين والدارسين إن شاء الله.

4- أهمية الموضوع:

تعد السوق المالية الحل الأنسب لقضية التنمية الاقتصادية في البلاد، إذ إنها تعمل على توفير التمويل اللازم لإقامة المشاريع التنموية المختلفة من خلال نقل الفوائض من الوحدات ذات فائض التمويل إلى الوحدات ذات العجز التمويلي، فهي بذلك تضمن نموا بدون تضخم، وهذا من خلال معالجة موضوع مهم من المواضيع المالية، ويتعلق الأمر بتحليل دور الأدوات المالية المستحدثة في صورة صناديق استثمار، وتحليل دورها في تفعيل وتنشيط السوق المالية.

5- أهداف البحث:

يحاول البحث الوصول إلى الأهداف الآتية:

- زيادة الوعي الاستثماري المالي في أوساط جمهور المستثمرين.
- توضيح أهمية ومكانة السوق المالية في الحياة الاقتصادية بشكل عام.
- محاولة التمكن من استخدام أساليب الاقتصاد القياسي في التحليل.
- تناول موضوع صناديق الاستثمار، وتحليل تفاصيله.
- استقراء تجربة المملكة العربية السعودية لمعرفة نجاحها من عدمها.

6- منهجية البحث:

بغرض توضيح وإبراز أهمية صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية، انتهجت هذه الدراسة منهجا نظريا في بعض الأحيان، وتطبيقيا أحيانا أخرى.

ولأجل ذلك وبالنظر إلى طبيعة الموضوع ومن أجل اختبار الدراسة وتحقيق أهدافها والإحاطة بمختلف جوانبها، تم الاعتماد على أدوات المنهج الوصفي التحليلي وعلى مختلف البيانات والمعلومات لوصف المفردات والحقائق المترتبة بموضوع البحث ودراستها وتحليلها للوصول إلى نتائج يمكن تعميمها، وذلك باستخدام أدوات توضيحية كالجداول والأشكال والمنحنيات البيانية كلما دعت الحاجة لذلك.

إضافة إلى تحليل البيانات المتاحة الخاصة بأداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية من أجل معرفة مدى نجاحها في تنشيط سوق المال من خلال محاولة جذب واستقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية وتوجيهها إلى الاستثمارات الأكثر عمقا وتوسعا.

كما تتبع الدراسة المنهج الكمي لتحديد أثر صناديق الاستثمار على السوق المالية في المملكة العربية السعودية، وتم الحصول على بيانات سنوية إحصائية من مؤسسة النقد العربي السعودي، وبناء النموذج القياسي عن طريق برنامج (Eviews10) واستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد والمربعات الصغرى.

7- مصادر الدراسة:

تم إعداد هذه الدراسة بشقيها: النظري والتطبيقي، بالاعتماد على عدّة مصادر مختلفة ومنوعة من اللّغتين العربية والأجنبية، وتتمثل خاصّة في: الكتب والأبحاث والدراسات والمقالات التي نشرت إما في المجالات المحلية والدولية أو تلك التي نوقشت في الملتقيات والندوات، بالإضافة إلى الاستعانة ببعض

المواقع المتوفرة على شبكة الانترنت للحصول منها على بعض المعلومات والبيانات والتقارير الدورية والإحصائيات المتعلقة بموضوع الدراسة، وقد تناولت هذه المراجع والمصادر بشكل مباشر أو غير مباشر جزئيات وجوانب مختلفة من البحث موضوع الدراسة.

8- موقع البحث من الدراسات السابقة:

حتى نحدد موقع دراستنا من الدراسات السابقة، وفي حدود إطلاعنا يمكن القول أن هناك عديد الدراسات حول موضوع صناديق الاستثمار وأسواق الأوراق المالية، ونحن في هذه الدراسة نحاول فهم تأثير صناديق الاستثمار على أداء سوق الأوراق المالية، وهذا باستعمال نموذج الانحدار الخطي المتعدد. وفيما يلي أهم هذه الدراسات:

* دراسة عبد الرحمان مرعي بعنوان: دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية في سوريا (دراسة ميدانية)، وهي مقال منشور في جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد الثالث لسنة 2013.

بناء على الأهداف المتوخاة من هذه الدراسة والمتمثلة في تقييم الدور الذي يمكن أن تؤديه صناديق الاستثمار المشتركة في تفعيل سوق دمشق للأوراق المالية، وبالتالي، تنشيط الاقتصاد، نجد أن هذه الصناديق تقوم بالعملية الاستثمارية بشكل أكثر كفاءة وأقل مخاطر إلا أن ذلك قد يؤدي إلى إنهاء دور المؤسسات المالية الصغيرة، من خلال احتكار الصندوق للصفقات كلها. ونظرا للإمكانيات المالية الكبيرة، توصل الطالب إلى النتائج الآتية:

- يؤدي إنشاء صناديق الاستثمار في سوريا إلى تفعيل سوق الأوراق المالية، ومن ثمة تنشيط الاقتصاد الوطني.

- ضرورة وضع ضوابط تتعلق بالشفافية والحوكمة والمتاجرة بهدف التقليل من تعارض المصالح.

* مداخلة بوجلال محمد وزابدي مريم بعنوان: دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية - حالة سوق الأسهم السعودي -، وهي مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية بالمدرسة العليا للتجارة الجزائر، يومي 08 و 09 ديسمبر 2013، وهدفت المداخلة إلى تبيان الدور الذي تؤديه صناديق الاستثمار الإسلامية كوسيلة هامة وفعالة لتجميع المدخرات والتمويل، باعتبار أن الصناديق الإسلامية مع أسواق الأوراق المالية أهم دعائم النظام المالي، وهو ما برز بشكل واضح في توجه عديد دول العالم لإقامة مثل هذه الركائز.

وخلصت الدراسة إلى:

- كل من صناديق الاستثمار الإسلامية وأسواق الأوراق المالية الإسلامية يشكلان رافدين أساسيين في الصناعة المالية الإسلامية، فالأولى أنشأت لتؤدي دورا محوريا في أسواق المال وفي تمويل اقتصاد أي

دولة، في حين أن الثانية تمثل محطة هامة لإعادة هيكلة وضخ الأموال لتمويل المشروعات الاستثمارية وتوجيهها الوجهة الإسلامية الصحيحة.

- كما يظهر تطبيق معامل بيرسون كأسلوب لمعرفة العلاقة التي تحكم نشاط صناديق الاستثمار الإسلامية بمؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي أن هناك ارتباط موجب في الغالب بين حجم أصول هذه الصناديق وكل من مؤشر الرسملة السوقية ومؤشر سيولة السوق والمؤشر العام للأسعار.

* أطروحة الباحث شريط صلاح الدين مقدمة لنيل درجة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية حاملة لعنوان: **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها في الجزائر**، من جامعة الجزائر 03، للموسم الجامعي 2011، 2012.

وهدفت الدراسة إلى التعرف على ماهية صناديق الاستثمار وتقييم أدائها من خلال التجربة المصرية ومحاولة التعرف على متطلبات إقامة صناديق الاستثمار في الجزائر تماشياً مع سياسات الإصلاح الاقتصادي والسياسي والإداري.

وقد خلصت دراسة الطالب إلى نتيجة عامة مفادها:

- في ظل بيئة المناخ الاستثماري واستقرار الظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية فإن الاقتصاد المصري قادر على تخطي عديد المشكلات والعقبات التي تواجهه، ويؤكد ذلك ما تحقق من بعض النتائج الايجابية في ظل الإصلاح الاقتصادي وبرامج الخصخصة وإصدار القوانين والتشريعات المنظمة لسوق رأس المال فيه، الذي خلق أدوات جديدة تعمل على تنشيط سوق المال، ومنها صناديق الاستثمار وفتح قنوات استثمار كبيرة بين السوق النقدي وسوق رأس المال، الذي جعل البورصة المصرية تواكب تطور أسواق المال العالمية خلال الثلاثين العام الماضية.

* أطروحة دكتوراه للباحث عمر عبو بعنوان: **الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار دراسة تجارب دولية**، بجامعة حسيبة بن بوعلی الشلف، سنة 2015، 2016. ومن أهم الأهداف الرئيسية للدراسة نذكر:

- معرفة حثيات الأسواق المالية وذلك بإبراز مفهوم السوق المالي، بالإضافة إلى كفاءتها ومؤشراتها.

- التعرف على طبيعة صناديق الاستثمار وأنواعها.

- إبراز النماذج المختلفة لتقييم أداء صناديق الاستثمار وتطبيقها على عينة من الصناديق محل الدراسة. وقد توصل الطالب الى جملة من النتائج أهمها:

- تأثرت معظم أسواق الأوراق المالية محل الدراسة بالأزمات خاصة الأزمة المالية العالمية، بالإضافة إلى تداعيات انخفاض أسعار النفط في الربع الرابع من سنة 2014، وهذا ما انعكس سلباً على أداء الأسواق.

- إن مؤشر شارب للصناديق الثلاثة محل الدراسة في السوق، كان العائد الإضافي الذي حققه مقابل المخاطر الكلية لصالح الصندوق، ما عدا صندوق العربي للأسهم السعودي الذي كان العائد الإضافي المحقق فيه أقل من العائد الإضافي للسوق في ظل المخاطر الكلية.
- فيما يخص مؤشر ترينور، فإن هناك ثلاث صناديق قد انخفض العائد في ظل المخاطر المنتظمة، ما عدا الصندوق العربي للأسهم السعودي الذي حقق عائداً إضافياً في ظل المخاطر المنتظمة.
- * دراسة سمير محي الدين بعنوان: دور صناديق الاستثمار في تنشيط وتفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 03، 2009، 2010، حيث هدفت الدراسة إلى:
 - إظهار ماهية صناديق الاستثمار وكيفية إنشائها، مبرزا أهم مزاياها ومخاطرها.
 - التعرف على كيفية إنشاء صناديق الاستثمار، وإدارتها في سوق الأوراق المالية.
 - إبراز دور صناديق الاستثمار في تنشيط وتحفيز أداء سوق الأوراق المالية السعودية.وقد توصل الطالب إلى مجموعة من النتائج، أهمها:
- عرفت صناديق الاستثمار تطورا مطردا منذ نشأتها، فرغم الهزات والأزمات بقيت تحقق النمو المطرد، حيث وصل عددها إلى 266 صندوق عام 2009 بحجم أصول بلغ 89.5 مليار ريال.
- استطاعت صناديق الاستثمار السعودية تحقيق إنجازات متتالية خلال الفترة الماضية، حيث استحوذت على قاعدة عريضة من مختلف شرائح المستثمرين في السعودية أو بعض المستثمرين الأجانب، وبلغ عدد المشتركين فيها 356300 مشتركا سنة 2009.
- تتركز استثمارات صناديق الاستثمار السعودية في الأسهم المحلية، حيث تبلغ حصتها 19.28 مليار ريال من إجمالي أصول صناديق الاستثمار.
- مما تجب الإشارة إليه أن حجم مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية تبقى ضعيفة جدا رغم النتائج التي حققتها سنة 2005 بـ 3.6%، وتعد أعلى نسبة بعد أن كانت تمثل سنة 2000 ما نسبته 0.5% من إجمالي القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية السعودية.
- في ضوء عرض الجهود المعرفية السابقة، يمكن للباحثة القول إن المجالات التي تستفيد منها الدراسة الحالية، تتلخص في:
 - توظيف الدراسات السابقة في بناء الإطار النظري، وبعض الجوانب المنهجية.
 - إن الدراسات السابقة تدعم توجه الدراسة الحالية بما تمخضت عنه تلك الدراسات من نتائج، وهذا ما ساعد في تناول مجالات وقضايا لم يتم البحث فيها واختيار الوسائل الإحصائية والتحليلية الملائمة للدراسة الحالية.
 - الاطلاع على بعض المصادر والدوريات والبحوث النظرية والتطبيقية التي تسهل الطريق نحو ترصين الجانب النظري للدراسة الحالية.

- الإسهام في تقديم تصور واضح للباحثة في صياغة منهجية الدراسة وبعض فقراتها.
- إن تحليل مضامين ونتائج الدراسات السابقة، ساهم بشكل فاعل في بناء العلاقة بين متغيرات الدراسة الحالية.

✓ أبرز أوجه الاختلاف بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية: يمكن للدراسة الحالية أن تتميز عن غيرها من الدراسات السابقة بالآتي:

- الفترة الزمنية التي غطتها الدراسة من 2006-2017، في حين ومراعاة لاستقرار السلسلة الزمنية في الدراسة القياسية، فقد تم تمديدتها إذ كانت من 1996 إلى غاية 2017.
- تطرقت الدراسة الحالية إلى تقييم صناديق الاستثمار وهو ما غفلت عنه باقي الدراسات باستثناء دراستي عمر عبو إلا أن فترة دراسة كانت (2007-2014)، أما شريط صلاح الدين فقد تم تقييم أداء صناديق الاستثمار بدراسة تجربة جمهورية مصر العربية خلال الفترة (2005-2011).

9- هيكل الدراسة:

لكي تحقق الدراسة الأهداف المرجوة منها، وتجنب على إشكالية البحث والأسئلة المتفرعة عنها، فقد تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول، تسبقها مقدمة وتليها خاتمة شاملة، ويمكن توضيح مضمون هذه الفصول فيما يلي:

- **الفصل الأول** من هذه الدراسة سيخصّص لدراسة **الاطار المفاهيمي لأسواق الأوراق المالية** وركزت محتوياته على بعض المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية، ليتم بعدها عرض لتقسيماتها وفقا لطبيعة الأموال المتداولة في السوق إذ كانت الأسبقية لأدوات سوق النقد بوصفة الأقدم في عرض الأموال، في حين يوصف سوق رأس المال بالسوق الذي يركز على الأموال طويلة الأجل والتي تتسم بالمخاطرة.

كما تعرض الفصل لفكرة كفاءة السوق، لكن قبل هذا تم التطرق بنوع من التفصيل إلى سوق الأوراق المالية من خلال تعريفها وتاريخ نشأتها، ووظائفها وكيفية أدائها دور همزة الوصل بين المستثمرين والمدخرين عن طريق وضعها لما يسمى بالأدوات الاستثمارية، كوسيلة لضمان حقوق المتعاملين من جهة، وتسهيلا لانتقال ملكية الأموال من جهة أخرى.

كما تناول المبحث الأخير عرضا لمداخل تحليل أسعار الأوراق المالية بدءا بالتحليل الأساسي من خلال اعتماد مدخل التحليل الكلي فالجزئي، وأوله تحليل الظروف الاقتصادية العامة ثم تحليل ظروف الصناعة ووضعية الشركة إضافة إلى دراسة مركزها المالي، مروراً إلى التحليل الفني حيث تعرض الباحث للبناء النظري لهذا الأسلوب ونظرية داو باعتبارها أساس قيام هذا التحليل وأدوات التحليل المختلفة المستعملة للاستثمار في الأسهم من خلال هذا المدخل، وأخيرا تمت مقارنة المدخلين.

- **الفصل الثاني** المعنون بـ: **صناديق الاستثمار ماهيتها، سياساتها وطرق تقييم أدائها** حيث سنتطرق في هذا الفصل إلى ماهية صناديق الاستثمار من مفهوم ونشأة وأنواع، أما المبحث الثاني فقد خصصناه إلى صناديق الاستثمار الإسلامية كنوع من أنواع صناديق الاستثمار وتطرقنا فيه إلى مفهومها، أنواعها

ثم إلى المزايا والمخاطر المترتبة عن الاستثمار فيها، بعد ذلك سيتم دراسة كيفية إدارة صندوق الاستثمار لما له من أهمية في نجاح أو فشل الأهداف الاستثمارية المحددة من قبل مدير الاستثمار، وذلك في المبحث الثالث.

كما تطرقنا وبنوع من التفصيل في ذات المبحث إلى ماهية المحفظة المالية من مفهوم، وخصائص وأنواع، والجدير بالملاحظة أن الفرق الجوهرية والأساسية بين الصندوق والمحفظة يكمن في أن الصندوق هو تجميع لأموال المستثمرين قد يصل عددهم إلى آلاف المشتركين، أما المحفظة فهي أموال تعود لجهة واحدة قد تكون مؤسسة أو فرد، وذلك قصد استثمار مبالغ كبيرة.

وأخيراً تم التطرق إلى طرق تقييم أداء صناديق الاستثمار بالأسلوبين البسيط والمزدوج، والذي يكون منصبا على نتائج أداء مدير الاستثمار على أنه المسؤول على إدارة الصندوق وقرارات وسياسيات الاستثمار وكذلك ضبط إيقاع تشكيلة سلة الأوراق المالية بمحفظة الصندوق، ومما يبرز أهمية تقييم أداء صناديق الاستثمار ما تتعرض له هذه الصناديق من مخاطر مزدوجة نظراً لطبيعتها الخاصة، حيث إن استثمار أموال هذه الصناديق يكون في الأوراق المتعددة والمختلفة والوحدات الاقتصادية عادة متعددة ومختلفة كذلك.

- الفصل الثالث: ويحمل عنوان دراسة تحليلية قياسية لدور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة صناديق الاستثمار السعودية-، نستعرض فيه نشأة ومراحل تطور سوق الأسهم السعودي وكذا قياس مؤشرات تطور وأداء السوق في المبحث الأول، ثم نتطرق في المبحث الثاني لنشأة صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي، وكذا تطور أدائها مع تقييم أداء عينة مختارة وعمدية مقدرة بخمسة صناديق بعد أن تم إجراء مسح شامل لها، حيث تتوافر فيها البيانات المطلوبة باستخدام الأسلوبين البسيط والمزدوج.

في حين خصّص المبحث الثالث والأخير للدراسة القياسية التي تبرز دور صناديق الاستثمار في تنشيط وتفعيل سوق الأوراق المالية السعودي، وهذا بالاستعانة بأدوات التحليل القياسي، حيث تم الاعتماد على برنامج **Eviews10** وطريقة المربعات الصغرى، اعتماداً على 22 مشاهدة لمتغيرات الدراسة. وختماً البحث بخاتمة، تضمنت نتائج الدراسة ونتائج اختبار الفرضيات المقترحة، ومقترحات البحث وكذا آفاقه.

الفصل الأول:
الإطار المفاهيمي لأسواق
الأوراق المالية

تمهيد:

تسعى كل دول العالم من خلال النظام الاقتصادي الذي تتبناه، سواء أكان نظاما اشتراكيا أو نظام اقتصاد السوق إلى تحقيق التنمية والاستقلال الاقتصاديين، وبالتالي، رفع مستوى معيشة الأفراد، ولا يتحقق ذلك إلا بتخلصها من المشاكل التي تواجهها، كمشكلة التمويل التي تعد محل اهتمام كثير منها، حيث تعد سوق الأوراق المالية أحد أهم هذه المؤسسات التي لها دور فعال في بعث النشاط الاقتصادي، وكذا العمل على توجيه رؤوس الأموال وتخصيص الموارد المالية بطريقة مثلى.

ولهذا ارتأت كثير الدول ضرورة التخلي عن أدوات التمويل التقليدية نظرا للمشاكل التي تنجم عنها، وإقامة سوق أوراق مالية نظرا لأهميتها في الاقتصاد والوظائف المتعددة التي تقوم بها، وحتى تتمكن هذه الأسواق من أداء وظائفها على أكمل وجه يستلزم أن يتوافر فيها قدر معين من الكفاءة، ذلك أن الحصول على سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية يتطلب الإلمام الكافي بالمعلومات التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية لهذه الأوراق، وهو ما يعرف بكفاءة السوق، وتأسيسا على هذا، يكون هدف تحقيق كفاءة الأسواق على سلم أولويات السلطات الاقتصادية.

ونظرا لأهمية سوق الأوراق المالية في الهيكل الاقتصادي للدول سيُكرّس هذا الفصل لعرض الإطار النظري لها من حيث إظهار موقع سوق الأوراق المالية ضمن تصنيفات الأسواق المالية ونشاطاتها المختلفة؛ ومثلما تنوعت أسواق المال فقد تشعبت أدوات الاستثمار المتداولة فيها، وتعددت مصادرها وخصائصها تبعا لتزايد الحاجة الاستثمارية للمتدخلين وتماشيا مع التطورات الاقتصادية التي شهدتها الحياة المالية المعاصرة، ويمكن التمييز في هذا السياق بين أدوات الملكية وأدوات المديونية ومستحدثاتها في صورة أوراق هجينة وكذا مشتقات مالية.

فضلا على أن المستثمر وقبل اتخاذه لقراراته الاستثمارية يحتاج إلى مجموع المعلومات التي يستند إليها قبل اتخاذه قرارا يخص الأوراق المالية المزمع الاستثمار فيها؛ وفي هذا المقام يتضح دور التحليلين الفني والأساسي كأنسب الأدوات الملائمة لهذا الغرض بغية اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد، والذي يناسب إمكانياته وتطلعاته.

ومن أجل توضيح هذه الأفكار، اخترنا أن نتناول الاطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية في هذا الفصل معتمدين على أربعة مباحث؛ هي:

المبحث الأول: التركيب البنوي للأسواق المالية.

المبحث الثاني: مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

المبحث الرابع: التحليل في سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: التركيب البنوي للأسواق المالية

شهدت الأسواق المالية ولا زالت تطورات وإبداعات على صعيد بنيتها وأدواتها، ساهمت في جذب عديد المستثمرين أفراداً أو شركات، وهذا ما أدى إلى تراكم الخبرة والممارسات للعمليات الاستثمارية في مختلف الأدوات المالية، كما يمكن تقسيم السوق المالية طبقاً لآجال استحقاق الورقة المالية إلى أسواق نقد ذات التزامات مالية قصيرة أجل، وأسواق رأس مال يتم فيها تبادل التزامات وأوراق مالية ليزيد آجال استحقاقها عن سنة.

المطلب الأول: مفهوم الأسواق المالية ومراحل نشأتها

يذكر التاريخ الاقتصادي أشهر وأهم الأسواق المالية في العالم عُرفت في أوربا، كما تعددت تعريفاتها حسب وجهة نظر كل مفكر إلا أنها تصب في المعنى نفسه.

الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية

1 - عُرِّفت على أنها: "المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية".

ولكن المفهوم الحديث للسوق المالي تجاوز فكرة المكان أو الحيز، إذ أصبح يعتمد في تعريفه على أساس تنفيذ الصفقة مهما كان الأمر سواء أكان عن طريق الشبكات مثل الانترنت أو عن طريق الاتصال... الخ، فإذا تمت الصفقة يتولد السوق.¹

2 - ويرى فردريك مشكن بأنها: "عبارة عن المجال التنظيمي والفني والذي يتم من خلاله تحويل الأموال من الوحدات التي لديها فائض في الأموال إلى الوحدات التي تعاني عجزاً منها".²

3 - في حين عرفها عباس كاظم الدعي بأنها: "سوق مستمرة وثابتة المكان، الذي تقام فيه مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماسة للتعامل بالأوراق المالية وفقاً لنظام ثابت ولوائح محددة، وتتسم الأسواق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أول من يتأثر بالكساد أو الراج، وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل الطلب والعرض شأنه في ذلك شأن أية سلعة أخرى".³

4 - وعرفها هوشيار معروف على أنها: "وسيلة (ينبغي فيها شرط المكان) يلتقي خلالها المشترون والبائعون، الوسطاء، المتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية والمالية والنقدية...) لفترات متباينة (طويلة وقصيرة) اعتماداً على قوانين وأنظمة وتعليمات وإلى حد ما عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محلياً أو دولياً".⁴

¹ - عبد الغفور دادن، إبراهيم بختي، إرساء نموذج لمؤشرات اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة (2005-2009)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي، المجلد الثاني، العدد السابع، 2014، ص 46.

² - Frederic S. Mishkin, *the Economic of Money, Banking and Financial Market*, Sixth Edition, Addison- wesley, USA, 2001, P 03.

³ - عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 119.

⁴ - معروف هوشيار، الأسواق والمؤسسات المالية، دار صفاء، الأردن، 2003، ص 58.

وبناء على التعريفات الأنفة الذكر، يمكن القول أنّ السوق المالي عبارة عن الإطار الذي يتم من خلاله تعبئة الفائض الاقتصادي وإعادة توزيعه في أوجه النشاط التي تدر عائداً أكبر، وفي ذات الوقت تؤمن للمشروعات احتياجاتها من السيولة، فالأسواق المالية إذن: هي الحل الأمثل والمناسب لوجود هذا الإطار لأنها تجمع بين طرفين، فتوفر للطرف الأول المكان الملائم للاستثمار، وتوفر للطرف الثاني رؤوس الأموال الضرورية لذلك من خلال الأصول المالية المتداولة في هذه الأسواق، وبالشكل الذي يؤدي من خلال تفاعلها إلى تحديد الأسعار العادلة للأصول المالية السابقة.

الفرع الثاني: نشأة الأسواق المالية وتطورها

إنّ تتبعنا لتاريخ السوق المالية يكشف لنا أن نشوءها جاء نتيجة انعكاسات الظروف والاحتياجات الاقتصادية المتزايدة في البلدان التي وُجدت فيها، فنشوء تلك الأسواق لم يكن من قبيل الصدفة، وإنما كان نتيجة مقتضيات التطور التجاري والاقتصادي في تلك البلدان، ففكرة تلك الأسواق ظهرت منذ أن فكّر الإنسان باستغلال مخدراته، والذي ساعده على ذلك التطور العلمي ونشوء الشركات ذات الفوائض من خلال تلك الأسواق.

ومع نمو التجارة وتطورها عرف الرومان الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد، وبالتحديد عام 527 وأطلقوا عليها "Cilgia-Mercatorum"، إذ شهدت هذه الأسواق بعض الأنشطة المشابهة لأنشطة الأسواق المعاصرة، فهي تشبه إلى حدّ كبير بعض بورصات التجارة في عصرنا الحاضر.¹ وما هو جدير بالذكر، أنّ فكرة إنشاء الأسواق المالية تستند إلى نظرية آدم سميث في العمل، والتي تعتمد على كبر حجم السوق والذي يعتمد بدوره على حجم الإنتاج، وقد انعكست العلاقة الناشئة بين كل من حجم السوق وحجم الإنتاج على التطورات المالية بصفة عامة، وعلى الأوراق المالية بصفة خاصة، ممّا ترتب عليه إيجاد سوق مالي متخصص أُطلق عليه مصطلح سوق الأوراق المالية.² وعموماً: يمكن القول إن فكرة الأسواق ونشوءها قد مرت بخمس مراحل ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي للدول، وهي:³

1- المرحلة الأولى: تمثل بداية تطور الأسواق المالية، والتي تضمن وجود عدد محدود من البنوك الخاصة والصارفة، التي يرتبط وجودهم بتحقيق ارتفاع نسبي في الدخل، وبالتالي، ينجم عنها توسيع حجم الاستثمارات التي يستدعي توجيهها نحو البنوك للاقتراض منها لتلبية لحالات عجزها عن توفير الموارد المالية اللازمة لها.

¹- عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 115.

²- تم الاعتماد على:

- جمال جويدان الجميل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص 16.

- حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا ارشيد، محفوظ أحمد جودة، إدارة المحفظة الاستثمارية، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 175، 176.

³- حسن خلف فليح، الأسواق المالية والنقدية، دار عالم الكتاب الحديث للنشر، الأردن، 2006، ص 19.

2- المرحلة الثانية: تتميز ببداية ظهور بنك مركزي يسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت المرحلة الأولى تتميز بحرية اقتصادية مطلقة، حيث قامت البنوك التجارية في هذه المرحلة بعملها التقليدي وازداد قبولها لخصم الكمبيالات والأوراق التجارية، ودورها في الائتمان بالتبعية طبقاً للقواعد التي يصدرها البنك المركزي، كما حاولت جعل نشاطها دولياً غير أنها لم تستطع منح قروض إلا لآجال محددة رغم زيادة طلب الأفراد على النقود في هذه المرحلة.¹

3- المرحلة الثالثة: فيها ظهرت البنوك المتخصصة في الإقراض القصير والمتوسط والطويل الأجل (المصارف الصناعية والعقارية والزراعية)، والتي قامت بإصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لتلبية احتياجات المشروعات التي تنوعت واتسعت من حيث الحجم والعدد.²

4- المرحلة الرابعة: هنا ظهرت الأسواق النقدية المحلية، وكان الاهتمام بسعر الفائدة، وزيادة إصدارات سندات الخزينة لفترات متوسطة وطويلة الأجل، وزاد نشاط الأوراق التجارية، وشهادة الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعد بداية اندماج السوق النقدي في السوق المالي، وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق أي البورصات، بالإضافة إلى وجود سوق نقدي متقدم، مما يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجري فيه.³

5- المرحلة الخامسة: هي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية، حيث تكمل كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها، وهذه المرحلة تمثل حلقة متطورة في نماء النظام المصرفي في داخل الدولة وتطور المرافق الاقتصادية العامة فيها.⁴

المطلب الثاني: الوظائف الرئيسية للأسواق المالية

لخص الاقتصاديون الأهمية الكبيرة للأسواق المالية في حياتنا اليومية، وما تقدمه للاقتصاد في سبع وظائف رئيسية:

الفرع الأول: تعبئة الادخارات:

تكمن في تنظيم الأسواق المالية لقاءً بين مالكي القواعد المالية؛ أي المدخرين، وأولئك الذين يبحثون عن تلك القواعد ويطلبونها، خاصة المؤسسات الدولية والتنظيمات العمومية، وهي بتوجيهها تدفق الإيداع المتوفر والذي يرغب حائزه في رفع قيمته، وبالتالي، ستولد إمكانية إصدار قروض ورؤوس أموال للمؤسسات التي تبحث عن التوسع والاستثمار.⁵

¹- خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المصرفية والأوراق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، الجزء الثاني، 2000، ص 26.

²- سفيان خوجة علامة، مريم قايد، أهمية أسواق المال الإسلامية في ظل الأزمات المالية، ورقة بحث مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي: النظام

المالي الدولي والمالية الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة، يومي 11-12 نوفمبر 2013، ص 04.

³- صلاح الدين حسن السبيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع، مصر، 2003، ص 08.

⁴- صلاح الدين حسن السبيسي، البورصات والأسواق المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2014، ص 123.

⁵- عبد الكريم شوكمال، سمير إبراهيمي، انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي 23-24 فيفري 2011، ص 03.

ومن جهة أخرى تساعد الأسواق المالية على زيادة المدخرات الوطنية من خلال توفير الأدوات المالية اللازمة كالأسهم والسندات والودائع وشهادات الإيداع... الخ، وبالتالي، فإنها تزود المدخرات الوطنية بمنافذ مربحة وذات مخاطر منخفضة.¹

وتؤدي الأسواق المالية من خلال منشآتها وظيفية تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض الى العجز بطريقتين من طرق التمويل:

1- التمويل المباشر: وفيه تحصل الوحدات ذات الاحتياج المالي على احتياجاتها المالية مباشرة من الوحدات ذات الفائض، إما عن طريق الاقتراض المباشر، وإما عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة، مثل: الأسهم، السندات وأذونات الخزنة.

ويتم هذا النوع من التمويل إما بدون وساطة، أو يستعان فيه بخدمات بعض المؤسسات المالية التي تملك أساليب تسويقية متنوعة، مثل: مصارف الاستثمار وسماسة الأوراق المالية.

2- التمويل غير المباشر: وذلك من خلال المؤسسات المالية الوسيطة، مثل: البنوك التجارية، شركات التأمين... الخ، حيث تقوم هذه المؤسسات بتجميع الأموال من الوحدات ذات الفائض إما من خلال الودائع الجارية، والودائع لأجل وودائع التوفير، وإما من خلال إصدار أوراق مالية خاصة، مثل وثائق التأمين على الحياة، وشهادات الإيداع وكذا شهادات الاستثمار، ثم تقوم باستخدام هذه الأموال في تقديم قروض لمن يحتاجها، أو شراء أوراق مالية جديدة صادرة من وحدات العجز المالي.²

الفرع الثاني: مخزن للثروة:

تعد الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية وسيلة جيدة لتخزين الثروة للأفراد والشركات، والذين يرغبون في الإيداع وتخزين أموالهم لحين احتياجاتهم لها للإنفاق المستقبلي، وتعد هذه الأدوات أفضل من الموجودات الثابتة الأخرى لثلاثة أسباب: أنها تدرّ على حاملها دخلاً، ولا يوجد عليها اهتلاك نتيجة للتقدم، كما أنه يمكن تحويلها إلى سيولة بسهولة ويسر من خلال الأسواق المالية، وبالتالي، فإنّ مخاطرها تكون أقلّ مقارنة بالموجودات الأخرى.³

وتقوم الأسواق بدور مخزن للثروة طالما أن المدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس معايير متعددة؛ منها: الربح والأمان لضمان زيادة الثروة، فالأدوات المالية السابقة تدر على صاحبها عائداً أو دخلاً نقدياً يساوي قيمة الثروة (w) مضروباً في نسبة العائد عليها (r) كما يلي:

$$y = w.r$$

وبطبيعة الحال يمكن استخدام الدخل المتولد من الثروة لأغراض الإستهلاك والإيداع، إذ يشكل الإيداع عندئذ مصدر تراكم الثروات المالية؛ أي أن: $y = s + c$.⁴

¹ - سليمان عبادي، سوق فلسطين للأوراق المالية: عقد من الصمود والانجاز والتحدى، مداخلة مقدمة إلى المنتدى السنوي الأول سوق رأس المال الفلسطيني بعنوان: دور البورصة في الاقتصاد تقيم تجربة سوق فلسطين للأوراق المالية، سبتمبر 2007، ص 02.

² - مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية)، مركز النشر العلمي، السعودية، ص 06.

³ - سليمان عبادي، مرجع سابق، ص 02.

⁴ - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 124.

الفرع الثالث: توفير السيولة:

مثلما تقوم الأسواق المالية بتوفير الفرص لتحويل النقود إلى أشكال مالية للاحتفاظ بها، فإنها في ذات الوقت توفر الفرصة لأصحاب الثروات المالية لتحويل موجوداتهم من الأوراق المالية إلى أموال يمكن استثمارها إذا ما كانت السوق كفاة ومتطورة، وهكذا، فإن السوق المالية توفر للمدخرين فرصتين: فرصة الحصول على السيولة وفرصة العائد في آن واحد¹.

الفرع الرابع: تحويل الخطر وتحويل الانتظار:

وتعني توفير الحماية لعديد الأعمال إزاء المخاطر المالية، إذ تسهم وظيفة تحويل الخطر في تنمية الاستثمارات المادية التي تقوم بها الشركات والمساهمة من خلال قيام السوق ببناء محفظة مالية متنوعة بقطاعات مختلفة، وهذا ما يؤدي إلى تخفيض المخاطر، فضلا عن توفير الحماية من أنواع عديدة من المخاطر، من خلال توفير خدمات التأمين على الحياة والصحة والممتلكات، أو من خلال توفير فرص بيع الأموال المالية المستقبلية وشرائط لتغطية مخاطر تغيير أسعار الفائدة أو أسعار صرف العملات، وكذا أسعار السلع والخدمات نفسها، والتي يُطلق عليها عملية التحوط.²

أما تحويل الانتظار فتستمد أهميتها من إتاحة الفرصة أمام المستثمر من تحويل استثماراته المالية إلى نقود عند الحاجة إليها، والعكس صحيح.³

الفرع الخامس: العدالة في تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية:

ترتبط هذه الوظيفة ارتباطاً وثيقاً بالوظيفة الأولى، فالبورصة يجب أن لا توفر فرصاً للتسويق على حساب الأسعار، فإلى جانب حرص المدخر على أن يكون لديه فرصة كبيرة لبيع أوراقه المالية كلما احتاج إلى ذلك، فإنه يحرص أيضاً أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً لاستثماراته، وبالتالي، فإن السوق دوراً في تحقيق عدالة الأسعار من خلال تفاعل قوى العرض والطلب وتجميعها في مكان واحد استناداً لما تملكه الأسواق المالية من أجهزة وإمكانات واتصالات السماسرة ببعضهم البعض، واتصالاتهم بعملائهم بوسائل الاتصال المختلفة، مما يترتب عليه سعراً عادلاً للبائع، حتى لا يتعرض لضغط الحاجة ويبيع مضطراً بخسارة، فعملية البيع والشراء تكشف عن السعر الحقيقي للأوراق المالية نتيجة لتوافر شروط السوق الكاملة بها، وكذا تطبيق قانون العرض والطلب دون تلاعب.⁴

¹ - تم الاعتماد على:

- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الأردن، 2004، ص 70.
- سليمان عبادي، مرجع سابق، ص 02.

² - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 125.

³ - Tahsim Saadi, Matrini, Petri, the Jordan Stock Market should you investment it for risk Diversification or Performance, IMF, working paper, 2006, PP 2-4.

⁴ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الجامعة للطباعة والنشر، مصر، 2005، ص 28، 29.

الفرع السادس: تعد مؤشرا للحالة الاقتصادية:

تسهم السوق المالية في تحديد الاتجاهات العملية في عملية التنبؤ، فهي المركز الذي يتم فيه تجميع الذبذبات التي تحدث في الاقتصاد وتسجيلها، فحجم المعاملات يتم عن أهمية الأصول السائلة المتداولة، أضف إلى ذلك أن الأسعار التي يتم التعامل بها تنبؤ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة.¹

الفرع السابع: المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي:

أصبحت الأسواق المالية في السنوات الأخيرة المصدر الرئيس لتنفيذ السياسات الحكومية قصد تحقيق الاستقرار الاقتصادي ولتجنب التضخم من خلال التحكم في أسعار الفوائد وكمية النقود وكمية الائتمان والنفقات الحكومية على النشاط الاقتصادي، ومن ثمة، الدخل والعمالة والنمو الاقتصادي. والأسواق المالية هي التي تزود الحكومة بالأدوات اللازمة لعمل سياستها النقدية والمالية، وتساعد على تنفيذ هذه السياسات² في ضوء ما يمثله منحى العائد على السندات الحكومية كمصدر للمعلومات حول توقعات السوق بشأن أسعار الفائدة والتأثير في مستويات الإقراض والاقتراض ومعدلات التضخم المستقبلية، وهي بذلك تؤدي دورا حيويا في تحقيق الاستقرار المالي، وتعميق عمل القطاع المصرفي والمالي، وبالتالي، تحقيق الاستقرار الاقتصادي.³

المطلب الثالث: مؤسسات أسواق المال

يمكن تصنيف المؤسسات المالية العاملة في سوق المال إلى ثلاث مجموعات، وفيما يلي نُورد لمحة عن كل نوع منها:

الفرع الأول: مؤسسات الإيداع:

وهي مؤسسات مالية (عامة وخاصة) وسيطة تقبل الودائع من الأفراد والمؤسسات وتقدم قروضا لطالبيها، كما أنها تقترض من الغير، ودراسة النقود والبنوك تركز بصفة أساسية على هذه الفئة من المؤسسات المالية، والتي تشتمل على البنوك التجارية ومؤسسات واتحادات الائتمان، ورغم أن هذه المؤسسات تؤدي دورا هاما في عملية خلق الودائع، فإنها تؤثر بسلوكها في تحديد مقدار العرض النقدي، وهنا، تشمل:⁴

أولا: البنوك التجارية: هي مؤسسات مالية تعبئ الموارد المالية عن طريق إصدار التزامات عن نفسها، متخذة صورة الودائع الشيكية، الودائع الآجلة والودائع الإدخارية، وتقوم بتقديم قروض تجارية، قروض للمستهلكين، قروض عقارية وشراء أوراق مالية حكومية.

¹ خالد عيجولي، فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي بعنوان: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومية العالمية: السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، جامعة عباس فرحات سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص 187.

² سليمان عبادي، مرجع سابق، ص 03.

³ عباس كاظم الدعي، مرجع سابق، ص 127.

⁴ أحمد أبو الفتوح علي الناقية، نظرية النقود والأسواق المالية "مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2001، ص ص 16، 17.

ثانياً: مؤسسات الادخار والإقراض: هي مؤسسات تقوم بتعبئة الموارد المالية أساساً من الودائع الإيداعية وكذلك من الودائع الشيكية، وتستخدم الموارد المعبأة في تقديم قروض عقارية، ورغم أن هذه الأخيرة هي قروض طويلة أجل ذات استحقاق يصل إلى 25 سنة، فإن معظم تلك المؤسسات أنشئت عندما كان سعر الفائدة منخفضاً، ولكن عندما ارتفع سعر الفائدة فإن تكلفة تجميع الموارد ارتفعت مقارنة بالعائد المحقق من وراء القروض المقدمة، وبالتالي، أقلس عدد كبير منها، وهنا، سمحت لها السلطات الأمريكية بإصدار ودائع شيكية وتقديم قروض للمستهلكين والدخول في أنشطة كانت مقتصرة على البنوك التجارية، ولكن في الوقت نفسه خضعت لمتطلبات الإحتياطي مقابل الودائع مثلها مثل البنوك التجارية، ولهذا تقارب نشاطها مع نشاط البنوك التجارية وأصبح هناك تنافس كبير بينهما.

ثالثاً: بنوك الإيداع المشتركة: عبارة عن بنوك تتخذ شكل تعاونيات يمتلكها أعضاء ذوا مصلحة مشتركة مثل المستخدمين في شركة، أو أعضاء إتحاد أو تجمع، أو تشبه إلى حد كبير اتحادات الإيداع والإقراض، فهي تقوم بتعبئة مواردها المالية بقبولها للودائع (والتي تسمى مساهمات) وتستخدم هذه الموارد في تقديم القروض العقارية، ولكن يختلف هيكل هذه البنوك عن هيكل اتحادات الإيداع والإقراض في أنه يتخذ دائماً شكل تعاونيات يمتلكها المودعون.

ولقد تعرضت هذه البنوك لذات المشكلات التي تعرضت لها اتحادات الإيداع والإقراض بسبب اقتصار نشاطها على القروض العقارية فقط، ومثلما كان الحال بالنسبة لاتحادات الإيداع والإقراض، سمح القانون الأمريكي لهذه البنوك منذ بداية ثمانينات القرن الماضي بإصدار الودائع الشيكية، وتقديم قروض المستهلكين إلى جانب القروض العقارية.

رابعاً: اتحادات الإئتمان: تُنظم هذه الاتحادات في شكل مؤسسات إيداع تعاونية صغيرة، مثل اتحاد الإئتمان لاتحاد العمال أو اتحاد الإئتمان لعمال مؤسسة ما، وتشبه هذه الاتحادات بنوك الإيداع المشتركة، فالمودعون يقدمون الإئتمان عن طريق شرائهم أسهم المؤسسة التعاونية التي يمتلكونها ويديرونها، وبحكم القانون، فقد كانت في البداية تقبل الودائع الإيداعية وتقدم القروض الاستهلاكية، ولكن في الوقت الحالي صار يُسمح لها بقبول الودائع الشيكية وتقديم تشكيلة كبيرة من القروض.¹

الفرع الثاني: المؤسسات التعاقدية:

هي مؤسسات مالية وسيطة تحصل على مواردها المالية من العملاء على فترات دورية، وعلى أساس تعاقدية، وتستطيع هذه المؤسسات التنبؤ بدرجة معقولة من الدقة بمقدار ما سندفعه من مواردها لصالح المنفعين في السنوات القادمة، وتتمثل هذه المؤسسات في شركات التأمين على الحياة وشركات التأمين ضد الحوادث والحرائق، كما تشتمل أيضاً على صناديق المعاشات.

ويتميز نشاط هذه المؤسسات بأنها لا تخاف كثيراً من نفاذ السيولة؛ أي من تدفق الموارد المالية إليها باستمرار مثل مؤسسات الإيداع، ولذلك فإن سيولة الأصول المالية التي تستثمر مواردها فيها، ليست على

¹ - محمود يونس، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، مصر 2013، ص 108، 109.

درجة من الأهمية التي تمتلكها تلك الأصول بالنسبة لمؤسسات الإيداع، وهو الأمر الذي يعني أن المؤسسات التعاقدية تعد من أهم المؤسسات التي تعمل في سوق رأس المال*، وتتمثل معظم استثماراتها المالية في أوراق مالية طويلة الأجل، بالإضافة إلى قيامها بمنح القروض العقارية.¹

الفرع الثالث: مؤسسات الاستثمار:

هي مؤسسات مالية وسيطة وظيفتها الأساسية استثمار الموارد المالية التي تجمعها من فوائض الوحدات ذات الفائض التي ترغب في استثمارها، حتى تشتري إصدارات مالية متنوعة في شكل أسهم وسندات، سواء ما كان منها إصدارات جديدة أو ما سبق تداوله منها. وتضمّ هذه المؤسسات ما يلي:²

أولاً: شركات التمويل: هي مؤسسات مالية تقوم بتعبئة الموارد المالية، وهذا من خلال بيع الأوراق التجارية، بالإضافة إلى إصدار أسهم وسندات، وتقوم بتوظيف مواردها في شكل قروض تُمنح إلى المستهلكين لتمويل مشترياتهم من أثاث و سلع معمرة، أو قيامهم بإدخال تحسينات على مساكنهم، كما تقدم هذه المؤسسات قروضا إلى مؤسسات الأعمال الصغيرة.

ثانياً: الصناديق المشتركة: تقوم هذه المؤسسات الوسيطة بتعبئة مواردها من خلال بيع أسهم مجموعة كبيرة من الأفراد، ثم تستخدم الموارد التي تحصل عليها في شراء مجموعة متنوعة من الأسهم والسندات القابلة للتحويل، وهي تساعد على تخفيض المخاطر من خلال تنويع محفظة الأصول المالية.

ويمكن لحائز السهم استرداد قيمته، علماً بأن قيمة السهم تنقلب حسب أوضاعها في السوق، وتُعد الصناديق بمثابة محفظة استثمارية، وتوسّع دورها بشكل ملحوظ بين المؤسسات الوسيطة.³

ثالثاً: الصناديق المشتركة لسوق النقد: وهي شكل من أشكال الصناديق المشتركة، ولكنها تقترب من مؤسسات الإيداع نسبياً، فهي تبيع الأسهم كالصناديق المشتركة لتستخدم الموارد المجمعّة في شراء أدوات قصيرة الأجل ذات سيولة مرتفعة ومخاطر منخفضة، والفائدة المحققة هي الأساس في دفع عائد حاملي أسهمها، ويمكن استخدام الصكوك للتسديد مقابل قيمة الأسهم.⁴

وتتحدد الخاصية المميزة للصناديق المشتركة لسوق النقد في أن حاملي أسهمها يمكنهم كتابة شيكات مقابل قيمة الأسهم التي يمتلكونها، بحيث لا تزيد قيمة هذه الشيكات عن قيمة تلك الأسهم، وفي الواقع فإن الصناديق المشتركة لسوق النقد تماثل فتح حسابات إيداع ويُدفع عنها فوائد لأصحابها، ويمكن السحب منها باستخدام الشيكات، وإن كانت من الناحية القانونية ليست بالفعل حسابات ودائع شيكية.⁵

*- سيتم التعرض إلى هذه السوق بنوع من التفصيل في المطلب الموالي.

1- إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 144.

2- نفس المرجع السابق، ص ص 144، 145.

3- تم الاعتماد على:

- إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، مرجع سابق، ص 145.

- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية "مؤسسات، أوراق، بورصات"، الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 49.

4- محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص ص 49، 50.

5- إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، مرجع سابق، ص 146.

رابعاً: تجمع الاستثمار العقاري وشركات الرهن: وهي مؤسسات تدخل في عداد مؤسسات الاستثمار، حيث تتعامل الأولى بالاستثمار في العقارات التجارية والإسكان، بينما تمارس الثانية تقديم تسهيلات ائتمانية لإنشاء مجتمعات الأعمال والسكن.¹

المطلب الرابع: أنواع الأسواق المالية

تعددت تقسيمات أسواق المال من وجهة نظر علمية رغم وجود فوارق واضحة تفصل بينها، حيث إن جميعها تعمل على تجميع المدخرات وفتح مجالات متعددة لاستثمارها، وبصفة عامة يمكن تقسيم أسواق المال إلى:

الفرع الأول: سوق النقد

أولاً: مفهوم سوق النقد ومزاياها

1- مفهوم سوق النقد: هو ذلك السوق الذي يتم فيه تبادل الالتزامات المالية القصيرة الأجل، والتي مدتها أقل من سنة، حيث تتلاقى وحدات العجز المالي المؤقت مع الوحدات الأخرى ذات الفائض المالي المؤقت، وعلى ذلك، فإن الوظيفة الأساسية التي يقوم بها سوق النقد هي تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات الاحتياجات المالية المختلفة من خلال أصول مالية قصيرة الأجل.

وجدير بالذكر أن هذه السوق تقوم بأداء وظيفتها الأساسية من خلال جهازها المصرفي، ممثلاً في

البنك المركزي والبنوك التجارية.²

2- مزايا سوق النقد:

تتميز السوق النقدية بقدرتها على تجميع المدخرات السائلة، وعلى منح الائتمان قصير الأجل وتتنحصر آجال استحقاق الأوراق المالية المتعامل بها في هذا السوق بين يوم واحد إلى سنة.³

ويتسم سوق النقد ببعض المزايا، لعل من أهمها: المرونة العالية، حيث تنخفض تكاليف إجراءات إتمام الصفقات المالية التي تحدث في سوق OCM، كما يتميز سوق النقد أيضاً بانخفاض درجة المخاطرة فيه، وذلك لسببين:⁴

- انخفاض درجة المخاطرة النقدية: وهي المخاطرة التي تنشأ عن احتمال هبوط أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، وبما أن هذه الأوراق ذات أجل قصير فإن أي تغيير في أسعار الفائدة السوقية سوف يكون ذا تأثير محدود على الأسعار السوقية لهذه الأوراق، وهذا ما يجعل قيمتها الاسمية عند موعد استحقاقها شبه مستقرة، وبالتالي، إذا رغب حامل هذه الأوراق خصمها قبل موعد استحقاقها، فإن احتمال تعرضه لخسائر كبيرة مستبعد.

¹- محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 50.

²- حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، ص 13.

³- علي بطاهر، إصلاحات النظام المصرفي الجزائري وآثارها على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع: تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 59.

⁴- حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا ارشيد، محفوظ أحمد جودة، الأوراق المالية - مفاهيم وتطبيقات -، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص 39.

- **تدني درجة مخاطرة الدين ذاته:** وهي تلك المخاطر التي ترتبط باحتمالات عدم قدرة المدين على سداد دينه في موعد استحقاقه، ورغم أن الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد، التي تصدرها مؤسسات تتسم بملاءة مالية عالية وذات مراكز ائتمانية متينة كالبنك المركزي والمؤسسات الحكومية والبنوك التجارية، فإن احتمالات عدم سداد الدين منخفضة جداً أو شبه مستحيلة.

ثانياً: أدوات سوق النقد: يشمل هذا السوق عدداً من الأدوات المالية القصيرة الأجل، من أهمها:

1- شهادات الإيداع: هي أوراق مالية تثبت أن لحاملها وديعة لدى المصرف أو المؤسسة المالية التي أصدرتها بالقيمة الاسمية المدونة عليها، وهي من أدوات الدين قصيرة الأجل تصدرها البنوك التجارية لغرض تشجيع المستثمرين على الإيداع لديها، ولذا فهي تصدر بقيم مختلفة، وأجال متفاوتة لا تتجاوز السنة في الغالب.

وتحمل هذه الشهادات قيمة اسمية محددة بمقدار الوديعة*، وتاريخ استحقاق محدد، كما تحمل سعر فائدة يمكن أن يكون ثابتاً، أو متغيراً، بحيث يحصل المودع في تاريخ الاستحقاق على القيمة الاسمية للشهادة مضافاً لها الفائدة المتفق عليها.¹

وما هو جدير بالذكر أن ظهور هذه الأداة جاء نتيجة لمعاناة السوق المحلية من عدم وفرة القنوات الاستثمارية، فجاءت لترضي كل من المستثمر من حيث العائد، والمؤسسات من ناحية الاستقرار. لكن، كل ما سبق لا يمنع من وجود جانب سلبي لهذه الشهادات، وهو أن تنشأ حاجة مفاجئة وماسة للمستثمر لا يستطيع أن يستفيد منها إلا بكسر الوديعة وضياع المردود من الفترة التي قضتها أمواله لدى المؤسسة.²

2- القبولات المصرفية: ظهرت هذه الورقة في الأساس لخدمة حركة التجارة الدولية³، وهي سندات مسحوبة على بنك من قبل عميل يطلب من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغاً محدداً من المال في المستقبل في موعد محدد سلفاً، وعادة ما تكون العمولة التي يحصل عليها البنك الذي يقبل هذه السندات في صورة مبلغ محدد مخصوم سلفاً لا يتغير، كما أن عامل المخاطرة فيها يكون صغيراً نسبياً، وهو ما يفسر معدلات الفائدة المنخفضة المدفوعة عليها.⁴

وتظهر الحاجة لاستخدام هذه الأداة كضمان لحق المُصدِّرين الأجانب في قيمة البضاعة المطلوب تصديرها خلال الفترة الواقعة بين تأكيد الطلبية من قبل المستوردين واستلام المُصدِّرين لقيمتها بعد شحنها،

* **الوديعة المصرفية:** هي النقود التي يعهد بها الأفراد أو الهيئات إلى البنك، على أن يتعهد الأخير برد مبلغ مساوٍ لها إليهم لدى الطلب، أو بالشروط المتفق عليها.

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2005، ص 380.

² - حسني علي خريوش وآخرون، مرجع سابق، ص 44.

³ - عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد السابع والعشرون، مارس 2004، ص 04.

⁴ - زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003، ص 90، 91.

فالمدين الفعلي هو المستورد وشهادة القبول هي أداة دين على المستورد، وهي تصدر من قبل البنك الذي يتعامل معه المستورد.¹

3- أدونات الخزنة: هي أوراق مالية تصدرها الحكومة ويحصل حاملها على عائد ثابت في تاريخ محدد، وتصدر أدون الخزنة بتاريخ استحقاق مختلفة وعادة ما تكون بين 91 إلى 182 يوم، ولا توجد مخاطر لانخفاض قيمتها إذا رغب حاملها في بيعها بسرعة لمقابلة احتياجات السيولة لديه، وذلك لقصر تاريخها. استحقاقها².

وتعد أدونات الخزنة أكثر أدوات سوق النقد سيولة ويتم تداولها بكثرة، فهي أكثر أدوات سوق النقد أماناً؛ لأنه لا يوجد أي احتمال للاختلاس والاحتيال، ويعود السبب في هذا لأن إصدار أدونات الخزنة يتم عن طريق الحكومات، التي تلتزم بدفع جميع الديون الموجودة عليها من خلال زيادة الضرائب أو إصدار نقد جديد، كما تحتفظ البنوك بأكثر قدر ممكن من أدونات الخزنة، أما الأفراد وشركات المساهمة والوسطاء الماليون فيحتفظون بنسبة أقل.³

4- الأوراق التجارية:

✓ **مفهوم الورقة التجارية:** تعد كل ورقة بالمفهوم العام لها علاقة بالعمل التجاري أصلياً كان أم تبعياً هي ورقة تجارية⁴، وتسمى أيضاً بالإسناد أو السندات أو المستندات التجارية⁵، وهي أداة من أدوات المديونية قصيرة الأجل تصدرها الشركات المعروفة جيداً والتي لها سمعة ائتمانية عالية، للحصول على الأموال اللازمة لتغطية احتياجاتها للأموال قصيرة الأجل دون استخدام أية ضمانات للحصول على تلك الأموال.⁶

✓ **أنواع الأوراق التجارية:** أهم صورها ثلاثة:

- **الكبيالة:** هي أداة دين قصيرة الأجل عادة ما يكون لها تاريخ استحقاق يصل إلى ستة أشهر، في شكل صك يمثل أمر للمسحوب عليه (المدين) بأن يدفع للمستفيد (الدائن) مبلغاً محدداً ومتفق عليه في تاريخ محدد، أو عند الطلب بمجرد توقيع أو تظهير* بيت القبول أو المصرف، ويقبول هذه الورقة التجارية

1- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص 112.

2- فطوم حوحو، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية: دراسة حالة السوق المالي السعودي"، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه طور ثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص 43.

3- غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، الجزء الأول، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص 43.

4- طالب حسن موسى، الأوراق التجارية والعمليات المصرفية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 19.

5- أكرم باملكي، الأوراق التجارية والعمليات المصرفية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 21.

6- محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية "الأصول العلمية والتحليل الأساسي"، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن، 2009، ص 54.

* التظهير: هو صيغة يكتبها حامل الكبيالة على ظهرها، بقصد نقل الحق الثابت فيها إلى غيره، أو مجرد توكيله في تحصيل قيمتها، أو رهنا ضماناً لدين عليه.

فإنها تصبح صالحة للتمويل والتداول، وقد استخدمت تاريخياً بشكل مكثف لتمويل المعاملات التجارية، وبصفة خاصة فترة شحن السلع بالسفن، ولتمويل رأس المال العامل الصناعي والزراعي¹.

- **السند الإذني:** صك يتعهد فيه محرّره بالوفاء بمبلغ معين في تاريخ محدد، أو قابل للتحديد لأمر شخص آخر هو المستفيد²، ويشترط فيها شروط الكمبيالة نفسها، من خلال ذكر طبيعة الورقة والتعهد بأداء مبلغ معين وتاريخ الوفاء ومكانه، واسم المستفيد واسم وتوقيع المتعهد بالوفاء، وإن الإهمال في المعلومات قد يؤدي إلى جعل الورقة خاضعة - بالنسبة لإثبات محتوياتها - إلى القانون المدني.

وهكذا نرى أن كلا من الكمبيالة والسند الإذني عبارة عن أوراق ائتمان تثبت الدين وقابلة للتداول بالتظهير، ومع هذا نجد بينهما بعض الفروقات³، وفيما يلي أوجه الاختلاف بين الكمبيالة والسند الإذني:

جدول رقم (1.1): أهم الفروقات بين الكمبيالة والسند الإذني

الكمبيالة	السند الإذني
1- فيها ثلاثة أشخاص: الساحب والمسحوب عليه والمستفيد.	1- فيه شخصين: المتعهد والمستفيد.
2- هي أمر بالدفع معطى للساحب.	2- هو تعهد بالدفع من قبل المتعهد.
3- فيها قبول بالدفع يضاف إلى أمر الدفع (ولا يلتزم المسحوب عليه بالأمر إلا إذا عُرض عليه وقبله).	3- لا يحتاج لقبول؛ لأنه هو نفسه تعهد بالدفع.
4- هي دائما ورقة تجارية.	4- هو بالأصل ورقة مدنية، لكنها تصبح تجارية إذا كان إحدى طرفيها تاجراً أو إذا كان موضوعها عملية تجارية.

المصدر: شاكر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الرابعة، 2008، ص 119.

- **الشيك:** هو أداة دفع فورية للتعامل على النقد المصرفي، عادة ما يقدم مطبوعاً بواسطة مصرف، يمثل أمراً للمصرف بتحويل مبلغ معين من الحساب الجاري للساحب إلى الشخص المستفيد، وقد يصرف الشيك لشخص بعينه أو لأمره أو لحامله، وإذا رسم خطين متوازيين على ظهر الشيك وحمل لفظة "and co" فإنه لا يمكن التعامل به إلا من بنك محدد، ويقنصر هذا التعامل على الإضافة إلى الحساب الجاري؛ أي لا يمكن صرفه نقداً من خلال الشباك⁴.

5- **قروض الدولارات الأوروبية:** وهي عبارة عن أدوات قصيرة الأجل، وتتمثل في ودائع بالدولار الأمريكي لدى المصارف خارج الولايات المتحدة، أو في المصارف الأجنبية داخلها، وتستطيع المصارف الأمريكية الاقتراض من هذه الودائع من المصارف الأخرى غير الأمريكية، أو من فروع المصارف الأمريكية في الخارج عندما تحتاج إلى موارد مالية، وأصبحت الودائع بالدولار الأمريكي تمثل مصدراً هاماً للموارد المالية للمصارف الأمريكية.

6- **قروض الأرصدة المركزية:** عبارة عن قروض تتم بين المصارف وبعضها البعض لمدة يوم، على أساس ودائع هذه المصارف لدى المصرف المركزي، ولا يعني اسم الأرصدة المركزية أن المصرف

1- محمد عزت غزلان، اقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية، مصر، بدون سنة نشر، ص 96

2- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 298.

3- شاكر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الرابعة، 2008، ص 119.

4- محمد عزت غزلان، مرجع سابق، ص 97، 98.

المركزي هو الذي يقرض المصارف، ولكن هذه القروض تتم بين مصرف وآخر على أساس أرصدها لدى المصرف المركزي تقل عن مقدار الاحتياطي المطلوب وفقا للقواعد المعمول بها، وعليه يلجأ المصرف إلى الاقتراض من مصرف آخر على أن يتم تحويل الموارد المالية لهذا القرض من الأرصدة المالية المودعة لدى المصرف المركزي في حساب المصرف المقرض إلى حساب المصرف المقترض.

وعادة ما تتم عملية التحويل هذه باستخدام التحويل الإلكتروني (الحساب الآلي) لدى المصرف المركزي، وتعد السوق التي تمثل هذه العمليات حساسة جدا لاحتياجات المصارف إلى الائتمان، وتؤثر على سعر الفائدة للأرصدة المركزية، ولذلك يعد سعر الفائدة على هذه الأرصدة مؤثرا جيدا للتعبير عن مدى الإحكام في سوق الائتمان في الجهاز المصرفي، وعلى سلامة السياسة النقدية.

7- **اتفاقيات إعادة الشراء:** هذا النوع من الأدوات قصيرة الأجل، وهو عبارة عن قروض قصيرة الأجل (يقبل أجل استحقاقها عن أسبوعين) تستدينها المصارف بضمان أدونات خزانة تمتلكها، فإذا لم يتمكن المصرف المقترض من السداد في التاريخ المتفق عليه مسبقا يصبح المقرض مالكا لأذون الخزانة الضامنة للقرض¹.

ثالثا: الفرق بين الأوراق التجارية والأوراق المالية

يقصد بالأوراق المالية الوثائق ذات القيمة المالية -اسمية كانت أو لحاملها- يصدرها أشخاص بمجموعات ذات أرقام متسلسلة وقيمة متساوية، وذات أجل غير محدد أو طويل نسبيا. وفيما عدا هذه المميزات الشكلية أو الظاهرية، تتميز الأوراق المالية عن الأوراق التجارية من حيث الضمانات التي تقدمها كل منها للمستفيدين منها أو لحاملها، ذلك أن الموقعين على الورقة التجارية مسؤولون جميعهم على وجه التضامن قبل الحملة المتعاقبين على أداء قيمتها، في حين أن من يتنازل لغيره عن سهم أو سند قرض لا يسأل عن ملاءة من أصدره².

كما تفتقر الأوراق التجارية عن الأسهم من جهة أن علاقة صاحب السهم بالشركة التي تصدره علاقة مشاركة، وليست علاقة دائن بمدين بخلاف الورقة التجارية التي تعد علاقة المحرر بالمستفيد بها علاقة بين دائن ومدين، وهي كالسندات في ذلك وإن اختلفت عنها في عدم التداول نظرا لطول مدة القرض الذي تتمثله في الغالب³.

كما أن الأسهم معرضة لظاهرة تقلب الأسعار ارتفاعا وانخفاضا، لا بحسب الظروف الاقتصادية والسياسية فحسب، وإنما بسبب ما يطرأ على المركز المالي للشركات التي أصدرتها، كما يظهر ذلك من متابعة أسعارها في السوق المالية، الأمر الذي يجعلها غير صالحة لإجراء عمليات الخصم عليها⁴.

¹- محمد يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002-2003، ص 139، 140.

²- أكرم ياملكي، مرجع سابق، ص 24.

³- محمد أحمد سراج، حسين حامد حسان، الأوراق التجارية في الشريعة الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، الجامعة الإسلامية العالمية، اسلام اباد باكستان، 1988، ص 47.

⁴- أكرم ياملكي، مرجع سابق، ص 24.

ومع ذلك، فإن الأوراق التجارية والأدوات المالية تشترك جميعاً في أهميتها في التعامل التجاري، وتيسير التبادل، وخفض تكلفته، وإن اختلفت أهداف كل منهما¹.

الفرع الثاني: مفاهيم عامة حول سوق رأس المال

أولاً: مفهوم سوق رأس المال ووظائفه

1- مفهوم سوق رأس المال:

يعرف على أنه السوق الذي تقوم فيه الحكومات والمصارف والمنظمات الدولية وشركات العمال باقتراض واستثمار كميات كبيرة من النقود ولفترات طويلة أو متوسطة، ولكن الاقتراض في الواقع ليس الصفة الجوهرية لسوق رأس المال، بل هو أحد أشكال الحصول على الموارد، لذلك يمكن تعريف سوق رأس المال بأنه السوق الذي يتعامل فيه كل من أصحاب الأموال والمستثمرين بعقود طويلة الأجل².

2- وظائف سوق رأس المال: تقوم السوق بعدد الوظائف الداعمة لأهميتها، والتي يمكن إيجازها في³:

- تعد سوق رأس المال أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل؛ فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملاً في تحسين مركزها.

- تقوم سوق رأس المال بتحديد أسعار الأدوات المالية على ضوء آخر المعلومات عنها، خلال عمليات التداول ما بين المستثمرين، وما يجعل عملية التقييم تتم على أسس موضوعية أكثر أن المستثمرين لا يعرف بعضهم بعضاً؛ أي لا تدخل فيها العوامل الذاتية، وتعلن إدارة البورصة أسعار تداول الأدوات المالية لكافة المستثمرين فور تشكلها من خلال وسائل الإعلام والاتصالات المتاحة.

- تلزم قوانين أسواق رأس المال الشركات المساهمة بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأدائها، وعن الأدوات المالية التي ترغب بإصدارها، مما يوفر للمستثمرين المعلومات الآنية والدقيقة لاتخاذ قرارات الاستثمار.

- يشجع وجود هذه السوق بنوك الاستثمار على الإقدام على ضمان إصدارات أوراق مالية في السوق الأولى لمعرفتهم والمستثمرين الذين يتعاملون معهم بوجود السوق الثانية، يضاف إلى ذلك وجود بورصة أوراق مالية نشيطة وذات كفاءة عالية يجعل الإصدارات الجديدة في السوق الأولى أكثر قابلية للتسويق، مما يخفف من خطر ضمان هذه الإصدارات.

ثانياً: تقسيمات سوق رأس المال: تنقسم سوق رأس المال إلى قسمين رئيسيين هما:

¹- محمد أحمد سراج، مرجع سابق، ص 48.

²- حازم بدر الخطيب، دور وأهمية عائدات الأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 11، ماي 2007، ص 06.

³- سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص: تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص ص 19، 20.

1- السوق الأولى: وهي سوق الإصدارات الجديدة، حيث تسمح هذه السوق للأعوان الاقتصاديين بالتزود بالأموال الضرورية لتمويل مشروعاتهم الاستثمارية، فهذا السوق يؤدي دور الوساطة بين المستثمرين والمقترضين¹، بحيث تطرح فيه سندات وتباع فيه أسهم جديدة بغرض تمويل الاستثمارات.²

وبما أن الأسواق الأولية غير معروفة بشكل كبير بين الجمهور، فهناك مؤسسة مالية تساعد في البيع الأولى للأوراق المالية في الأسواق المالية؛ وهي بنك الاستثمار³، الذي يقدم النصح والمشورة للشركات فيما يتعلق بأنسب الأوراق المالية المزعم إصدارها، وأنسب توقيت للإصدار وأنسب سعر وأنسب كمية، كما تقوم بترويج الأوراق المالية المصدرة، وكذا تضمن للشركات بيع كم معين من الأوراق المالية بسعر معين، وفي الحالات التي يكون فيها الإصدار كبيراً جداً تتعاون بنوك الاستثمار في عملية بيع الإصدار وتكون اتحاداً ضامناً لبيع الإصدار من أجل توزيع المخاطر المرافقة لعملية بيع الإصدار، عندها يقوم كل عضو من أعضاء الاتحاد بإنشاء مجموعته الخاصة، والتي تكون مسؤولة عن توزيع حصتها من الإصدار الجديد لعموم المستثمرين⁴.

وهناك أكثر من طريقة لزيادة رأس المال عن طريق السوق الأولية، وباستخدام ثلاث طرق⁵:

- **البيع المباشر:** حيث يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية مباشرة من الشركة المصدرة للأوراق المالية.
- **من خلال المؤسسات المالية:** إذ تقوم بتجميع الأموال من المستثمرين مقابل الأوراق المالية التي تصدرها هذه المؤسسات، مثل: الأسهم والسندات القابلة للتداول بالبورصة، وتقوم هذه المؤسسات بإعادة استثمار الأموال بالسوق المالي أو المشروعات الاستثمارية.
- **الإصدار الأولي من خلال بنوك الاستثمار:** وفيه تتولى بنوك الاستثمار شراء الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المساهمة وتقوم بإعادة بيعها للجمهور نيابة عن مصدرها مقابل عمولة، ويطلق على هذا النوع من زيادة رأس المال ب: الاكتتاب.

2- السوق الثانوية: هي السوق التي يتم فيها التعامل بالأسهم والسندات التي سبق إصدارها، والتي يتم تداولها بين المستثمرين⁶؛ أي تداول الأوراق المالية بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار⁷.

¹ - Pierre Ramage, Le Marche Financier, édition d'organisation, France, 2002, p26.

² فوزي أبو السعود محمدي، مقدمة في الاقتصاد الكلي، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص 161.

³ محمد صالح القرشي، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية، مكتبة الجامعة، إثناء للنشر والتوزيع، 2009، ص 190.

⁴ تم الاعتماد على:

- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000، ص 22.

- عبد الرحمان مرعي، دور الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية، مؤتمر الإصلاح الاقتصادي والسياسي في الوطن العربي ودور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، المجلس الأعلى لرعاية الفنون والآداب والعلوم الاجتماعية، سوريا، أيام: 2-4 أيار 2005، ص 496.

⁵ أسامة عبد الخالق الأنصاري، الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة "التحليل الأساسي"، دار السحاب للنشر والتوزيع، مصر، 2008، ص ص

20، 21.

⁶ مناضل عباس حسين، خضير مهدي صالح عوز، الأسواق المالية على المستويين العربي والعالم مع تعليق قياسي، مجلة الغري للعلوم

الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، المجلد الخامس، العدد الخامس عشر، 2010، ص 06.

⁷ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، منشأة المعارف، مصر، 2008، ص 36.

مما سبق يتضح أن كلاً من: السوق الأولي والسوق الثانوي مرتبطين معا ارتباطا وثيقا، فليس من المعقول أن يكون هناك سوق للتداول دون أن يكون هناك إصدارات واسعة تمت مسبقا من خلال السوق الأولية، وبالمثل لا يمكن أن يكون هناك سوق أولي، ما لم يكن هناك سوق ثانوي متقدم؛ أي أن السوق الثانوية بمثابة العمود الفقري للسوق الأولي¹؛ لأن السوق الثانوية تساعد على ما يلي²:

- **اكتشاف الأسعار:** بمعرفة سعر السوق، يرغب المشاركون بالتعامل الحالي بالأوراق، وعليه، يمكننا استنتاج معدل العائد المطلوب للأوراق المالية التي يمتلكها المستثمرون، فعلى سبيل المثال احتساب معدل العائد المطلوب على سند مصدر من قبل منشأة ما من خلال معرفة موعد استحقاق السند والفائدة المقرر دفعها، وبالمعنى نفسه فإن معرفة السعر الجاري للسهم للمنشأة نفسها يساعد في تقدير العائد المطلوب على السهم العادي للمنشأة.

- **تخفيض تكاليف المعاملة:** من خلال خلق شبكة أعمال بين المشتريين المحتملين والبائعين، فمثلا إذا كان هناك مجمع مركزي لتداول عدد كبير من سندات مختلفة، فإن ذلك يحقق تكلفة أقل للمشتريين والبائعين كي يجد أحدهما الآخر.

- **تحسين التنوع:** من خلال تملك أعداد كبيرة من أوراق مالية مختلفة وتحقيق التنوع لها، والذي يمكن أن يتم من خلال الشراء من الأسواق المالية، وفي حين يؤمن بعض المستثمرين المعارضين، فإن من السهل عليهم تحقيق مستويات معقولة من التنوع عند التعامل في الأسواق الثانوية.

- **السيولة:** إن الورقة المالية التي تتصف بسيولة عالية قد تباع فورا وبدون تكلفة (عمولة، ضرائب،...الخ)، ففي الوقت الذي تزداد فيه التكلفة والوقت المستهلك في التداول، فإن السيولة تتخفض.

- إن منافع وجود أسواق ذات سيولة عالية تسمح للشخص بالتداول في السوق عندما تظهر الحاجة للنقد أو وجود فائض متاح من الأموال، فمثلا: نتصور أن شراء أسهم منشأة معينة سيؤهل المشتري بحقوق الأرباح التي ترغب في توزيعها مستقبلا، لكن هذا لا يسمح ببيع الحصة لعدم وجود أسواق ثانوية، إلا أن وجود هذه السوق يمكن من بيع هذا السهم بأقل تكلفة وسرعة وبأي وقت ترغب في ذلك، وبعدم وجود سوق ثانوية ذات سيولة تامة فإن معظم هذه الأسواق تؤمن فرص ذات تكلفة قليلة وسريعة للتعامل.

في حين يمكن تلخيص أهم الفروقات الموجودة بين السوقين الأولية والثانوية في الجدول الآتي:

جدول رقم (2.1): ملخص لأهم الفروق بين السوقين الأولية والثانوية

السوق الثانوية	السوق الأولية	معيّار التفرقة
- تبادل القيم المتداولة.	- إصدار القيم المتداولة.	- الوظيفة الأساسية:
- المؤسسات المالية المختصة والجمهور.	- المؤسسات، الدولة، الجمهور والمؤسسات المالية المختصة.	- المتعاملون:
- توظيف الادخار وإمكانية تبادل القيم المتداولة في المحفظة المالية.	- توظيف الادخار.	- الأهمية بالنسبة للمستثمر:
		- طبيعة الإصدارات:

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعة، مصر، 2005، ص ص 38، 39.

² خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2009، ص ص 88-90.

- سوق الإصدارات القديمة.	- سوق الإصدارات الجديدة.	- المؤسسة المختصة في جمع الأموال:
- البنوك، المؤسسات المالية المختصة والوسطاء (من وكلاء الصرف وغيرهم).	- الدولة (ممثلة بالخبزينة العمومية)، البنوك، صناديق الادخار، البريد... الخ.	

المصدر: محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، دار هومة، الجزائر، 2002، ص 63. من الجدول أعلاه، تعد السوق الثانوية جزءا من السوق المالية ككل، وهي الجزء الأهم بوصفها دائمة ومستمرة على عكس السوق الأولية التي تعد ظرفية - إن صح التعبير - بالنسبة للورقة المالية المعينة، فعمليات الإصدار الجديدة قد تتم كل سنة أو مرتين أو عدة مرات على الأكثر، بينما عملية تداول تلك الأوراق في البورصة هي عملية يومية تقريبا، ومن هنا، تأتي أهمية هذه المؤسسة المالية في توفير السيولة للقيم المتداولة.¹

وتصنف السوق الثانوية إلى:

2-1- السوق المنظمة: يطلق عليها سوق المزاد، السوق الرسمية والسوق القارة²، وهي سوق تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء، ويدار هذا السوق بواسطة مجلس منتخب من أعضائه، ويشترط أن تكون الأوراق المتعامل بها في هذا السوق مسجلة فيه³، وتتصف هذه السوق ب:⁴

- يوجد مكان لبيع وشراء الأوراق المالية.

- توجد إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية فيها.

- يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفق قواعد معينة.

2-2- السوق غير المنظمة: يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج البورصات والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة⁵، وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تصدرها الشركات غير المدرجة أسماؤها في السوق المالية⁶، ولا يوجد مكان لإجراء المعاملات الخاصة بهذه السوق إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف الحاسب الآلي، أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة، التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يستطيع المستثمر أن يجري اتصالاته بالسماسرة والتجار المعنيين ليختار أي منهم يقدم له أفضل سعر، ولعل هذا ما دعى فيشر وجوردان إلى اعتبار الأسواق غير المنظمة طرقا لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكانا لإجراء تلك المعاملات⁷.

¹- محفوظ جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، بدون دار نشر، بدون بلد، بدون سنة، ص 63، 64.

²- مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص 81.

³- سحر عباس حسين، أثر تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في نشاط الأسواق المالية "الأردن حالة دراسة"، مجلة جامعة كربلاء العلمية، جامعة كربلاء، المجلد السادس، العدد الثالث، 2008، ص 26.

⁴- محفوظ جبار، سامية عمر عبده، دور السوق الثانوية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة "دراسة حالة فرنسا"، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على السياسات العمومية، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 21، 22 نوفمبر 2006، ص 06.

⁵- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، توزيع المكتب العربي الحديث، مصر، 2009، ص 106.

⁶- مجيد عبد زيد محمد، دور التقارير المالية المنشورة في تحسين قرارات الاستثمار في أسهم الشركات من وجهة نظر المستثمرين في سوق العراق

للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 13، العدد 01 لسنة 2011، ص 197.

⁷- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 106.

وتتحدد أسعار الأوراق المالية في السوق الموازي من خلال مقابلة قوى عرض الأوراق المالية والطلب عليها المقدمة من قبل تجار الأوراق المالية.¹

وما هو ملاحظ، أن في أسواق رأس المال الكبيرة يمكن أن يتواجد السوقيين معا (المنظمة وغير المنظمة)، أما في أسواقنا العربية فواحد من السوقيين يكفي.²

وتتضمن السوق غير المنظمة -التي تمثل إحدى مكونات السوق الثانوية- أسواقا فرعية أخرى هي:

- **السوق الثالثة:** يقصد بها التجارة بالأوراق المالية في الأسواق غير المنظمة من قبل بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وجمهور العملاء في هذه الأسواق يتمثل في صناديق التقاعد وصناديق الاستثمار المشتركة وشركات التأمين³، وتتميز معاملات هذه السوق بسرعة كبيرة في التنفيذ وإمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها السماسرة إلى حد الحصول على تخفيضات مغرية هذا من جانب، ومن جانب آخر نجد أن تعاملهم مع كبار المستثمرين ذوي الخبرة العالية لا يتطلب منهم تقديم أي خدمات خاصة أو إضافية من مشورة وغيرها إلا في حدود ضيقة.⁴

- **السوق الرابعة:** تشبه هذه السوق سابقتها في كون الصفقات تتم خارج السوق المنظمة⁵، ويقصد بها المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية على طلبيات كبيرة، وذلك كاستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، ويتم اللقاء بين البائعين والمستثمرين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة وتساوده في ذلك شبكة قوية من التليفونات أو أطراف الحاسوب.⁶

وفي ظل السوق الرابعة تُبرم الصفقات بسرعة أكبر، وقد ينجم عن هذا الاتصال المباشر وإبرام الصفقات أسعار مرضية للطرفين وبتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات، وبسبب هذه المزايا فإن السوق الرابعة تعد منافسا قويا للأسواق المنظمة إضافة إلى الأسواق غير المنظمة الأخرى، خاصة أنه يمكنها التعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق.⁷

- **سمسار الخصم:** يقدم فيها السمسار بعض الخدمات لعملائه مقابل عمولة تتناسب وحجم الخدمة المقدمة وغالبا ما تكون أعمالا كتابية تخص عمليات البيع والشراء، وقد تكون خدمة كاملة كالخدمات التي تقدمها بيوت السمسرة، ويختلف مقدار العمولة باختلاف الخدمة وحجمها لاسيما في حفظ الأوراق المالية للعميل، وتوفير المعلومات أو تقديم التسهيلات الائتمانية... الخ.

1- عبد الرحمان مرعي، مرجع سابق، ص 500.

2- منير إبراهيم هندي، مستقبل أسواق رأس المال العربية "مخاطر ومحاذير"، توزيع منشأة المعارف، مصر، 1995، ص 54.

3- خالد وهيب الراوي، الاستثمار "مفاهيم، تحليل، استراتيجية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 1999، ص 2.

4- محفوظ جبار، سامية عمر عبده، مرجع سابق، ص 06.

5- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 40.

6- علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي ومكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص 115.

7- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 111.

- **تجار الطلبات الكبيرة:** ويُقصد بتجار الطلبات الكبيرة أولئك التجار الذين يتعاملون في طلبات لا يقل حجم الطلبية عن 10.000 سهماً، يمكن بيعها لمستثمر واحد أو عدة مستثمرين، ومثل هذه الصفقات تعقد بواسطة سماسرة متخصصين يعملون لحساب بيوت السماسرة الكبيرة¹، وبطبيعة الحال لا بد من توافر رأس المال كافٍ للقيام بعملية الاستثمار لهذه البيوت، كما لا بد لها أن تمتلك شبكة اتصالات قوية تمكنها من الوصول إلى كبار العملاء الذين يتعاملون في تلك الصفقات.²

ثانياً: الفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال

كلا من سوق النقد وسوق رأس المال يتفقان في أنهما مجالين للحصول على المال من خلال إصدار الأدوات المالية المختلفة، حيث يشتركان في تحقيق وظيفة السوق المالية في تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز³، إلا أنهما يختلفان في نقاط محددة يوضحها الجدول الموالي

جدول رقم: (3.1): الفروقات الأساسية بين سوق النقد وسوق رأس المال

سوق رأس المال	سوق النقد
1- سوق رأس المال يتعامل بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل (أجل استحقاقها أطول من سنة).	1- يتعامل سوق النقد بالأدوات المالية قصيرة الأجل؛ أي التي لا تزيد فترة استحقاقها عن سنة.
2- من أهم المؤسسات العاملة في سوق رأس المال نجد: مصارف الاستثمار، والشركات المتخصصة في الوساطة بين المتعاملين، إضافة إلى المؤسسات الاستثمارية مثل: صناديق الاستثمار، صناديق التقاعد وشركات التأمين.	2- من أهم المؤسسات العاملة في سوق النقد: المصرف المركزي والمصارف التجارية، بالإضافة إلى الوكلاء المتخصصين في التعامل مع بعض الأوراق المالية ذات الأجل القصير.
3- سوق رأس المال أكثر اتساعاً من سوق النقد.	3- سوق النقد أقل اتساعاً من سوق رأس المال.
4- يكون لعنصر الربحية الأولوية لمستثمر سوق رأس المال.	4- يكون لعنصري السيولة والأمان الأولوية لمستثمر سوق النقد.
5- الاستثمار في سوق رأس المال يعد ذو عائد مرتفع نسبياً، وبالمقابل ذو مخاطرة أكبر من تلك الموجودة في سوق النقد.	5- مخاطر الائتمان لأدوات سوق النقد منخفضة مقارنة بالأدوات المالية لسوق رأس المال، وعادة ما يتمتع متعاملوا هذا السوق بجودة إئتمانية عالية ما يخفف من مخاطر الائتمان المتعلق بهذا النوع من العمليات.
6- أهم أدوات سوق رأس المال: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، السندات والمشتقات المالية بأنواعها.	6- يتم فيه تداول شهادات الإيداع، الأوراق التجارية القبولات المصرفية وأذونات الخزنة

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على:

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 66، 67.
- أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية - سوق العراق للأوراق المالية حالة دراسية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، عدد خاص بمؤتمر الكلية، 2013، ص 160.

¹ خالد وهيب الراوي، الاستثمار: مفاهيم - تحليل - استراتيجية، مرجع سابق، ص 3.

² منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 50.

³ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 66.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول سوق الأوراق المالية

تحتل سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية بعدما ارتبط تطورها بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم الرأسمالي، وقد ساهم في نشوئها انتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات المختلفة على الاقتراض، وهذا ما خلق حركة قوية للتعامل بالأوراق المالية، وبقدر نجاحها في تأدية وظائفها، فإنها تسعى جاهدة إلى تحقيق التوازن بين قوى العرض والطلب، وهو ما يستلزم توافر عدد من الترتيبات في صورة أوامر متبوعة بآليات ضبط أسعار الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق، وهذا ما سيتم توضيحه بنوع من التفصيل في المبحث الآتي من خلال ما يلي.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية وتاريخ نشأتها

يطلق الاقتصاديون على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير إلى مدلول واحد ك: سوق الأسهم والسندات، سوق رأس المال، البورصة، وتعتمد في عملنا هذا على مصطلح واحد هو سوق الأوراق المالية.

الفرع الأول: تعريف سوق الأوراق المالية

سنقدم ضمن هذا العنصر بعض التعريفات التي تقرب الصورة بطريقة أو بأخرى قصد اعطاء مفهوم شامل لأسواق الأوراق المالية.

1- سوق الأوراق المالية: هي "المكان الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية بيعاً وشراءً تحت إشراف هيئة محددة لها نظام خاص، ويحكم عملها عدة لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، ويتقابل فيها البائعون والمشترون للأسهم والسندات لعقد صفقات البيع والشراء، بهدف الاستفادة من تقلبات الأسعار لتحقيق أرباح مرتفعة تمثل عائد على الاستثمار بالنسبة لهم".¹

2- وعرفها محمد شكري جميل العدوي بصورة أكثر شمولاً ووضوحاً، بأنها: "السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية من أسهم وسندات وحصص تأسيس في أوقات محددة، يغلب أن تكون يومية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من التعامل، وفقاً لقوانين ونظم معينة تحدد أسس وقواعد التعامل في هذه السوق".²

3- كما عرفها عصام حسين بأنها "عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن فيها المشترون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال".³

¹ عبد العظيم حمدي، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتبة العربي الحديث، مصر، 2012، ص 08.

² محمد شكري جميل العدوي، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية "دراسة فقهية مقارنة"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2012، ص 21.

³ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 17.

4- وقريب من هذا، عرفها شعبان محمد إسلام البروراي بأنها: "المكان الذي تتعقد فيه اجتماعات من نوع معين لإبرام صفقات تجارية منتجات زراعية أو صناعية أو أوراق مالية".¹

6- كما عرفت بأنها: "سوق لتداول الأوراق المالية من أسهم وسندات... الخ، التي تصدرها الشركات من خلال مجموعة من السماسرة أو مندوبيهم أو الوسطاء، حيث يتم التعامل بالبيع والشراء على هذه الأوراق في ساعات محدودة".²

ونحاول فيما يلي أن نخلص إلى تعريف لسوق الأوراق المالية كما يلي:

سوق الأوراق المالية هي: سوق منظمة تخضع لقوانين ولوائح وقواعد، تتعقد في مكان معين وفي أوقات دورية لإصدار أدوات مالية طويلة الأجل من طرف أصحاب العجز، ومن ثمة، اقتناؤها وتداولها بيعاً وشراءً عبر قنوات اتصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة، وتهدف إلى تعبئة المدخرات النقدية، وتوجيهها نحو المشروعات المنتجة.

الفرع الثاني: تاريخ نشأة أسواق الأوراق المالية

يمثل مصطلح سوق الأوراق المالية المصطلح المعرب لكلمة "بورصة"، التي هي من أصل لاتيني وبعدها فرنسي، وتعني الصرة أو الكيس المخصص لحمل النقود، ثم أصبحت تشير إلى النقود نفسها، والكلمة تشير أيضا إلى المكان الدوري الذي كان يعقده تجار مدينة بروج البلجيكية في قصر المصرفي Van Den bursen في منتصف القرن السادس عشر³، ففي أحد أرقى أحيائها، وبالضبط في قصر عائلة "فان دن بورص" Van Den Bourse كانت هناك أنشطة تجارية متنوعة يتم التعامل معها في هذا القصر الذي وضع أعلاه رمز؛ يتشكل من ثلاث صُرر من النقود، ومنذ ذلك الحين بدأت البورصات في الظهور والانتشار في أوروبا.⁴

ويُرجع بعض الكتاب كلمة بورصة إلى معنيين:⁵

❖ **الأول:** اسم أحد كبار التجار الأغنياء اسمه "فان دن بورص"، كان يقيم في مدينة بروج في بلجيكا، حيث يجتمع عنده عدد كبير من التجار، ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار، وتتم فيه عمليات البيع والشراء.

❖ **الثاني:** فندق في مدينة "بروج" تزين واجهته شعار عملة على ثلاثة أكياس، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون لتصرف الأعمال، ولذلك أطلقت البورصة على المكان، الذي يجتمع فيه الأفراد لتصرف الأعمال بالشراء والبيع.

كما أن أهم الأبحاث ترجع نشأتها الى نهاية القرن الثالث عشر الميلادي بدأت بيوت التجارة والصرافة الايطالية في الهجرة إلى بلاد الفلندر الشهيرة ببلاد الفلمنك، وما إن وطد الايطاليون أقدامهم في

1- شعبان محمد إسلام البروراي، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، سوريا، 2002، ص 24.

2- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 295.

3- عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2010، ص 161.

4- زينب حسن عوض الله، إقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2007، ص 273.

5- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 05.

هذه البلاد حتى أقاموا مستعمراتهم في مدينة بروج البلجيكية وتوطنت قنصليات إيطاليا الثلاث (جنوة، البندقية، فلورنسا) في قلب حي المال والأعمال في هذه المدينة التي يُقَدِّم إليها كثير التجار الإيطاليين ورجال الأعمال التي اشتهرت بوجود فندق بورص المملوك لعائلة (فان دن بورص) البلجيكية التي اشتهر عن أفرادها توارث أعمال الوساطة والسمسرة لنزلاء الفنادق الوافدين على المدينة خلال القرن الرابع عشر وحتى منتصف القرن الخامس عشر، ويُسمى المكان الذي يحيط القنصليات الإيطالية الثلاث بميدان عائلة (فان دن بورص).

ثم أُقيمت البورصة عامة على أنقاض بورصة بروج التي تصدرت بورصات العالم من عام 1300 إلى عام 1450م، وأقامت أنفوس بورصتها التجارية عام 1485م بعد إزاحة بروج من طريقها وقامت بتوسيع البورصة سنة 1530م لاستيعاب التجار بأعداد كبيرة من مختلف البلاد، ويذكر أن عائلة (بورص) اكتسبت اسمها من أكياس النقود الثلاثة التي كانت تعطي باب الفندق الذي كانت تملكه، ويفد إليه التجار ورجال الأعمال قبل أن يتحول إلى مقر للقنصلية الخاصة بمدينة البندقية¹.

وتعود البدايات الأولى لظهور وتشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر ميلادي حيث عرفت باسم "البورصات"، والتي تحولت في النصف الثاني من القرن 17 إلى أسواق منظمة لحركة وتداول رؤوس الأموال².

وفي القرن السابع عشر اشتهرت باريس مركزا لبيع وشراء الأوراق المالية، وفي نصف القرن التاسع عشر احتلت لندن الدور المالي الأول في العالم، ولكن بين الحربين العالميتين تقلصت أهمية لندن وتراجعت، ثم نمت سوق "ول ستريت" في نيويورك³.

وساهم في دفع هذه الأسواق إلى الظهور والانتشار الشركات المساهمة، وإقبال حكومات بعض الدول إلى الاقتراض بهدف تمويل نفقات الدولة المختلفة وكذا تمويل الحروب، فضلا عن احتياج الشركات المساهمة للتمويل، وقد خلق هذا الاقتراض حركة قوية للتعامل بالأوراق المالية بعد أن كان التعامل بها في بادئ الأمر يتم على قارعة الطريق الكبرى للدول كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ليستقر التعامل بها عقب ذلك في أبنية خاصة أصبحت تُعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية⁴.

وإذا ما رجعنا إلى تواريخ إنشاء أهم البورصات في العالم، نجد أن أول بورصة أنشأت كانت في مدينة أنفوس سنة 1536م ثم أمستردام سنة 1607م، فلندا سنة 1666م ثم باريس سنة 1808م⁵.

¹ - تم الاعتماد على:

- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية: الأسهم والسندات "ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2009، ص ص 23، 24.

- حمدي عبد العظيم، مرجع سابق، ص ص 14، 15.

² - عصام حسين، مرجع سابق، ص 10.

³ - محمد شكري جميل العدوي، مرجع سابق، ص 33.

⁴ - عصام حسين، مرجع سابق، ص 10.

⁵ - صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 05.

لم تنشأ أسواق الأوراق المالية القائمة اليوم بهيكلها وإدارتها ونظمها هكذا مرة واحدة، وإنما هي نتاج¹ مراحل يختلف تعدادها من باحث لآخر، حيث إن توجّها من التوجهات قسّم هذه المراحل التي مرت بها إلى أربع: ²

1- المرحلة الأولى: مرحلة قيام بورصات البضائع: أنشأت هذه البورصات في باريس سنة 1304م على جسر الصرافة، وقبلها كانت في بلجيكا، وتوالى إنشائها حيث أقيمت في أمستردام سنة 1607م، ثم بورصة لندن، التي تضاربت الآراء حول تاريخ إنشائها -وحسب الموقع الرسمي لبورصة لندن- فإن تاريخ البورصة يعود إلى سنة 1698 عندما بدأت التعاملات في مقهى يسمى بـ Jonathan's Coffee-house، حيث بدأت تنتشر أسعار السلع الأساسية وقائمة الأوراق المالية، أمّا التعامل في بورصة جنيف بدأ سنة 1750، ثم بورصة نيويورك سنة 1792، وفي عام 1821 ظهرت بورصة روما.

2- المرحلة الثانية: مرحلة التعامل بالأوراق التجارية: بدأت هذه المرحلة مبكراً في القرن الثالث عشر في فرنسا، إذ كان يجري تداول الكمبيالات والسحوبات الإذنية، ومن أجل تنظيم هذه العملية أوجد ملك فرنسا "فيليب الأشقر" مهنة سماه صراف، وفي إنجلترا سنة 1688 كان التعامل يتم في سندات الائتمان، وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست سنة 1599.³

3- المرحلة الثالثة: مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق: بعد التعامل بالأوراق المالية في بورصة البضائع، خرج المتعاملون من مكان بورصة البضائع باحثين عن مكان لهم، فوجدوا قارعة الطريق والمقاهي، فمثلاً في أمريكا كان السماسرة يجتمعون تحت شجرة في شارع وول ستريت، وفي فرنسا قبل افتتاح بورصة باريس كان التعامل يجري في شارع كانانبوا.⁴

4- المرحلة الرابعة: مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها: وكان ذلك نتيجة التطور الصناعي الذي رافقته إقامة مشاريع ضخمة وزيادة في الدخل، مما أدى إلى ظهور مؤسسات تعمل على جذب مدخرات الأفراد وتوظيفها في المشاريع الإنتاجية مع التعامل بالأوراق المالية، كل هذا أدى إلى نشوء أسواق الأوراق المالية⁵ المستقلة بأنظمتها وإدارتها ومبانيها، ومن بين أسواق الأوراق المالية التي استطاعت أن تستقل بمبانٍ خاصة: بورصة لندن 1773، بورصة باريس 1808، ثم بورصة نيويورك 1821 وغيرهم...⁶.

¹- أحمد محي الدين أحمد حسن، سوق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في اقتصاد إسلامي، بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، قسم الدراسات العليا، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى السعودية، 1989، ص 7.

²- مختار حميدة، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان، 2013، ص 101.

³- علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، مرجع سابق، ص 20.

⁴- شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص 32.

⁵- محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص 102.

⁶- أحمد محي الدين أحمد حسن، مرجع سابق، ص 10.

المطلب الثاني: الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية

وجدت سوق الأوراق المالية من أجل الربط بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، ولم تقتصر على هذه المهمة، بل تعددت وظائفها إلى:

الفرع الأول: إيجاد سوق دائمة، مستمرة وحرّة

تتيح سوق الأوراق المالية سوقاً مستمرة حرّة لا تسيطر عليها فئة بعينها، بل تمكن جمهور المتعاملين من شراء والبيع الأوراق المالية طلباً للعائد المتولد منها أو تغييراً لنوع الاستثمار، ليتناسب مع رغبات المدخر، وبهذا، تصبح الاستثمارات الرأسمالية الثابتة في حكم الأصول المنقولة من حيث قابليتها للتسويق وتمتعها بدرجة كافية من السيولة النقدية، وهو الأمر الذي يمكن المتعاملين من تصفية استثماراتهم أو تنويع حافظة أوراقهم المالية دون أن يترتب على البيع أو الشراء خفض أو رفع كبير في الأسعار. إن الذي جعل سوق الأوراق المالية مكاناً ملائماً لبيع وشراء الأوراق المالية، هو ثقة جمهور المتعاملين فيها، وهي ثقة ناتجة عن:

- توافر الإفصاح المالي عند الشركات المدرجة أسهمها في السوق.
 - تحقق العدالة في إشهار المعلومات لكافة المتعاملين، إذ إنها تشهر في الوقت نفسه درجة واحدة ذات مستوى من الوضوح.
 - إمكانية تدخل إدارة السوق لضبط حركة الأسعار إذا تولدت عن عوامل غير عادية، وإمكانية وقف التداول أو عقد صفقة إذا هدفت لتلاعب أو خداع ناتج عنها.
- وبصورة عامة، فإن هذه الثقة ناتجة عن تصميم إدارة أسواق الأوراق المالية التي ترشد التعامل في الأوراق المالية بما يكفل استقرار التعامل والدقة والسلامة وسير المعاملات.¹

الفرع الثاني: تحديد أسعار مناسبة للأوراق المالية

تقوم البورصة بتسجيل حركة أسعار التداول لجميع الصفقات وبيان عروض البيع وطلبات الشراء في سوق منافسة تامة تتحدد فيها الأسعار طبقاً لظروف العرض والطلب، وذلك في إطار من الإفصاح والشفافية التي يحرص القانون على توافرها في السوق، وحتى تكون القرارات حرّة تماماً وبناء المعلومات صحيح ومعلن للجميع دون أن يحتكرها أحد سواء ما تعلق بمعلومات الإفصاح عن الأوضاع الإنتاجية والمالية والإدارية الحالية للشركات مصدرة الأوراق المالية، أو المعلومات الخاصة بالاتجاهات المستقبلية عن النشاط الإنتاجي والاستثماري والتسويقي لتلك الشركات، وحتى يكون المتعاملون على علم تام بحقيقة الأوراق المالية التي يتداولونها، فضلاً عن اضطرار إدارة البورصة إلى التدخل لضبط المضاربة غير الطبيعية عند اللزوم مثل: حالات المضاربة الجامحة التي تضطر الإدارة إلى وقف التعامل لفترة زمنية خلال جلسات التداول الكلية لبعض الأوراق المالية.²

¹- أحمد محي الدين أحمد حسن، مرجع سابق، ص ص (14-16).

²- عبد العظيم حمدي، مرجع سابق، ص ص 36، 37.

الفرع الثالث: توزيع رأس المال على مختلف الصناعات

البورصة وإن كانت قائمة على فكرة النفع الخاص الفردي، فهي تؤدي دورا هاما كجهاز توزيع الإدخار على مختلف الفعاليات الاقتصادية، وهي تجعل من كل فرد آلة حاسبة تعمل في سبيل معرفة صحة الأسعار وصلاحيه المشروعات والمؤسسات التي تضع أسهمها في السوق التجارية، ويتم هذا التوزيع عن طريق بيع وشراء الأسهم والسندات في سوق البورصة المنظمة، ولعل ما يحدث من تقلبات في الأسعار يعد من أهم الأضواء التي تعكس حالات المشروع من حيث سيره في طريق التقدم والازدهار أو انحرافه نحو الانهيار والفشل، وعلى ذلك تعد تقلبات الأثمان عند رجال الأعمال التي يقيسون بها مدى نجاح المشروعات كلما أرادوا استثمار أموالهم.

الفرع الرابع: تعد حلقة وصل بين جميع الفعاليات الاقتصادية

سوق الأوراق المالية والمصارف التجارية ومصارف الإدخار والمضاربين والمستثمرين، عبارة عن حلقة من حلقات سلسلة مرتبطة أجزاءها ببعض تتوقف قوتها الكلية على قوة كل حلقة منها، فإذا ضعفت واحدة من تلك الحلقات لم تقو السلسلة على تحمل العبء، فإذا افترضنا أننا في نظام اقتصادي لا سوق للأوراق المالية فيه، فلن تستطيع الشركات والمؤسسات التجارية والصناعية أن تجد ما تحتاجه من قروض في بعض الأحيان، كما أنها لن تستطيع أن تضع في التداول الأسهم والسندات الكفيلة بتجميع مدخرات الأفراد، كما أن المصارف والمستثمرين لن يستطيعوا الوقوف على حالة الشركات أو قياس ما أصابها من نجاح أو ما انتهت إليه من فشل، بينما هم يستطيعون قياس ذلك كلما لجؤوا إلى دراسة أسعار الأسهم والسندات ومراقبة تطورها في البورصة¹.

الفرع الخامس: مؤشر للحالة الاقتصادية

إن البورصة مرآة وانعكاس لمدى نجاح السياسات الاقتصادية والمالية، وتشير الأرقام القياسية للأسعار في البورصة إلى ما سوف تكون عليه الحالة الاقتصادية، كما أنها من عوامل التنبؤ بالمشروعات المطلوبة ووقتها المناسب، فالبورصة من أبرز وأهم الجهات، التي تتيح التعرف على مدى ملائمة التشريعات المالية والاقتصادية، وردود الأفعال اتجاه تلك التشريعات.

الفرع السادس: نشر الوعي المالي والاستثماري

إن معظم قوانين سوق المال والبورصات تلزم الشركات بنشر كافة البيانات المالية دوريا على الجمهور لزيادة المعلومات لديهم عن الشركات المتداولة. كما تقوم طبقة من المستثمرين، بالإضافة إلى البورصات، وكذلك السماسرة بتنمية الوعي الاستثماري لدى الجمهور من خلال البرامج التي تتعرض للموضوعات الاقتصادية، مع محاولة تبسيطها وتيسيرها.

¹ - عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2010، ص ص 10، 11.

الفرع السابع: زيادة النشاط التجاري

يحتاج النشاط التجاري إلى تمويل قصير ومتوسط الأجل، وفي الإمكان الحصول على تلك القروض بضمان الأوراق المالية التي تتمتع بالسيولة العالية واستقرار الأسعار، وبالتالي، فإن وجود البورصة يؤدي إلى توسيع رقعة النشاط التجاري¹.

الفرع الثامن: دفع المنظمات الاقتصادية إلى تحسن كفاءة الإدارة

إن عملية متابعة تغيرات أسعار الأوراق المالية التي تنتجها البورصة تحت رعاية الشركات صاحبة هذه الأوراق، تعمل على تحسين كفاءتها وزيادة فعاليتها، حتى لا تتعرض أوراقها إلى الهبوط، أو إلى انخفاض حجم التعامل فيها².

المطلب الثالث: المتطلبات الأساسية لإقامة سوق أوراق مالية

إن إقامة سوق للأوراق المالية يستوجب ضرورة توفير عدد من المتطلبات التي تشكل بدورها الركائز والمقومات الأساسية لإقامة هذه السوق، ومن أهم هذه المتطلبات:

الفرع الأول: توفير مناخ استثماري ملائم

يقصد بالمناخ الاستثماري مجموعة الظروف والسياسات الاقتصادية، السياسية، الاجتماعية، والتشريعية التي تؤثر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون غيره، ويأتي المناخ الاستثماري المناسب من عاملين أساسيين هما: عامل الثقة، وعامل التنظيم، فمن خلالهما يتكون الأساس المناسب لإقامة مثل هذه السوق.

إن الوضع السياسي والاجتماعي الذي يتسم بالاستقرار المستمد من فلسفة اقتصادية واضحة الأطر ومحددة المعالم تفسح المجال لدور أكبر للقطاع الخاص في إدارة عملية التنمية الاقتصادية، وكذلك توافر تنظيمات إدارية تتسم بالكفاءة والفاعلية، وكل ذلك يسهم بدوره في توفير متطلبات الاستثمار المحلي، فضلا عما توفره من عامل جذب للاستثمارات الأجنبية³.

كما أن النظام القانوني ومدى وضوحه واتساقه والتشريعات المنظمة لعمل السوق، يؤديان إلى دور مهم في توفير المناخ الملائم للاستثمار.

وتقضي الإشارة إلى أن الامتيازات والإعفاءات التي تمنحها القوانين غير كافية إذا لم يوجد مناخ استثماري ملائم.

الفرع الثاني: الوعي الادخاري والاستثماري

من المتطلبات الأساسية لقيام سوق للأوراق المالية وجود وعي ادخاري واستثماري بين أوساط الجمهور، فهو يوفر الفرص العديدة لتدفق المدخرات نحو المشاريع، ويمكن قياس هذا الوعي من خلال

¹ - مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009، ص ص 20، 21.

² - محمد شكري الجمال العدوي، مرجع سابق، ص 38.

³ - رشيد بوكساني، صعوبات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005، ص 72.

نمو معدل الشركات المساهمة ورؤوس أموالها وحجم الأسهم المصدرة وحجم ودائع القطاعات الخاصة والعائلية وحجم الإدخار ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.

الفرع الثالث: كثرة عدد الشركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية

إن وجود عدة شركات مساهمة، إضافة إلى وجود أدوات مالية ذات أجال مختلفة، ومواصفات ومزايا تغري المدخرين للإقبال عليها واختيار المناسب منها، كل هذا يساعد على اتساع رقعة السوق وازدهارها.

الفرع الرابع: توفر المؤسسات المالية الوسيطة

تؤدي المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية منها وغير المصرفية دورا في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها، وخلق الفرص الاستثمارية عن طريق الأسواق المالية، ومن تحقيق تقارب العرض والطلب الذي يعد جوهر عمليات سوق الأوراق المالية، وتقوم هذه المؤسسات بعمليات التسويق والترويج والتغطية للإصدارات الجديدة، فضلا عن قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالحها أو لصالح الآخرين، وتتمثل هذه الأجهزة المالية الوسيطة في المصارف التجارية، والمتخصصة وبيوت السمسرة وشركات التأمين وصناديق المعاشات والضمان الاجتماعي وصناديق الاستثمار وشركات التمويل والاستثمار.

الفرع الخامس: هيكل مؤسسي فعال ومتكامل

ويتمثل هذا الهيكل بوجود هيئة رسمية (حكومية) تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق من حيث الأوراق المدرجة وشروط إصدارها وتداولها في السوق الأولية والثانوية، وكذلك الترخيص وتأهيل الكوادر والأفراد والعاملين في السوق، أو بمعنى آخر أنها تقوم بكل الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها كل التجاوزات على الأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق.

الفرع السادس: الإفصاح المالي وإشهار المعلومات

يعد الإفصاح وإشهار المعلومات بمثابة الروح لأي سوق للأوراق المالية، لذا يتوجب تقديم المعلومات والبيانات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أدواتها في السوق المالية، ليتمكن المستخدمون والمتعاملون في هذه السوق من ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

إن الإفصاح المالي أصبح مسألة قانونية تلزم الشركات بنشر البيانات والإفصاح عنها في أوقات محددة كل سنة من حيث ميزانياتها وحساب الأرباح والخسائر وتقارير مجالس الإدارة ومراقبي الحسابات وإظهار مراكزها المالية... الخ، إذ يؤدي ذلك إلى تعميق ثقة الجمهور بعمليات السوق وإلى استقطاب مشاركة أوسع منهم، وغالبا ما تتم عمليات الإفصاح بواسطة النشرات التي يصدرها السوق أو الشركات نفسها، والتي يمكن أن تكون يومية أو أسبوعية أو شهرية أو عبر وسائل الإعلام المختلفة.

الفرع السابع: نظام فعال للاتصالات

إن وجود نظام فعال للاتصالات مبني وفقا لآخر تطورات الثورة الاتصالية من أجهزة هاتف وفاكس وحاسوب، وانترنت وغيرها من الأجهزة والمعدات المتطورة التي تعمل على إيصال آخر المستجدات والتطورات بأقصى سرعة للأطراف المعنية، تمكن السوق من معالجة أكبر حجم من المعاملات، فضلا

عما يتيح من إمكانية تربط السوق الإقليمية والدولية، وبالتالي، التعرف على الفرص الاستثمارية المتنوعة في هذه الأسواق¹.

المطلب الرابع: نشاط سوق الأوراق المالية

تمثل سوق الأوراق المالية مجالاً واسعاً لتداول مختلف الأوراق المالية، حيث تسمح بنشاط عدد كبير من المتدخلين بالتفاوض حول تسعيرة البورصة بيعاً وشراءً للقيم المنقولة.

الفرع الأول: الأركان الرئيسية لسوق الأوراق المالية

تتضمن سوق الأوراق المالية ثلاثة أركان رئيسية هم: المقرضون (المستثمرون) الذين لديهم فوائض نقدية تفوق احتياجاتهم ويرغبون في استثمارها بغرض الحصول على عوائد متناسبة مع حجم المخاطرة، والمقترضون (المصدرون) وهم مجموعة الأفراد والمؤسسات وهم بحاجة إلى الائتمان، والركن الأخير للسوق هم الوسطاء، والذين ينحصر دورهم في التوفيق بين مصدري الأوراق المالية والمستثمرين فيها. إن وجود الركائز السابقة مجتمعة يساهم في تطور السوق وازدهارها، طالما أن المؤسسات المتعاملة في السوق تؤدي دوراً في خلق التعاملات وتنشيط حجم التداول ونقل الأوراق المالية بين أطرافها، وتختلف هذه الأطراف باختلاف درجة التطور الاقتصادي والمالي للبلد المعني، ومن أهم الأركان المتعاملة في السوق نذكر:

أولاً: الوحدات الاستهلاكية (القطاع الاستهلاكي)

يعد إيداع الوحدات الاستهلاكية مصدر تمويل لا يستهان به، وهي من أهم المتعاملين في الأوراق المالية نظراً لاملاكهم كمية كبيرة من السيولة، كما أن تواجدهم يعطي حركية كبيرة لسوق الأوراق المالية. ويتمثل دور الوحدات الاستهلاكية في اتجاهين؛ الاتجاه الأول: بوصفها مصدراً مهماً من مصادر الادخار، أما الاتجاه الثاني: فتعد مستخدماً أو مقترضاً للأموال لأغراض الاستهلاك، كما تتفق على شراء سلع وخدمات للاستهلاك الجاري من دخلها، ولكنها قد تقترض لتمويل مشترياتها من سلع الاستهلاك.

ثانياً: الوحدات الإنتاجية (قطاع الإنتاج غير المالي)

وهي الوحدات المنتجة للسلع والخدمات لأغراض الاستهلاك أو إنتاج السلع الرأسمالية، وفي كلا الحالتين تحتاج هذه الوحدات إلى مصادر مالية كبيرة لتمويل استثماراتها في الأبنية والمعدات... أو لتمويل مشترياتها من المواد الأولية الوسيطة التي تحتاجها العملية الإنتاجية، فضلاً عن كونها مصدراً من مصادر الادخار، ولكن ليس بأهمية الوحدات الاستهلاكية في هذا المجال، لذا تحتاج الوحدات الإنتاجية الدخول لسوق الأوراق المالية لغرض التمويل أكثر من دخولها مصدراً للادخار.²

ثالثاً: الوسطاء الماليون (المؤسسات المالية)

تمارس المؤسسات المالية المختلفة دور الوساطة في الأسواق المالية، ومصدراً لخلق التعاملات وانتقال الأرصدة بين الأطراف المتعاملة في السوق، وتأخذ هذه المؤسسات أشكالاً مختلفة حسب طبيعة

¹ مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2014، ص ص 31-33.

² عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سابق، ص ص 71، 72.

أدواتها، بل إن التطورات الاقتصادية في السوق انعكست على طبيعة الحصص وتقسيم العمل بين هذه المؤسسات، كما انعكس هذا التطور على الحصة النسبية التي تشغلها كل مجموعة منها في السوق¹، ومن أهم مهام الوسيط في سوق الأوراق المالية ما يلي²:

- **تنفيذ الأوامر:** هنا يقوم الوسيط بتنفيذ أوامر صاحب الورقة المالية سواء بالبيع أو الشراء، ولا يبدي رأيه في العملية، ويُتم الصفقة حتى نهايتها بحصول كل طرف على حقه.
- **الإرشادات والنصائح:** في هذه الحالة يقوم الوسيط بالنقاش مع المتدخل في البورصة حول مزايا الصفقة وعيوبها وكل ما يتعلق بها، إضافة إلى تقديم بعض المعلومات الخاصة، والقيام ببحوث معينة.
- **التسيير:** لا يفقه معظم المتعاملين في سوق الأوراق المالية خباياها، لذلك يلجؤون إلى الوسطاء لمساعدتهم مقابل عمولة.

رابعاً: القطاع الحكومي

تساهم الحكومة في سوق الأوراق المالية من خلال أنشطتها في الإقراض والاقتراض، والبحث في العلاقة بين التدفقات النقدية الناشئة عن وجود القطاع الحكومي داخل هذه السوق، فوصف الحكومة مُقرضة أو مُقترضة يعتمد على هذه التدفقات، فإذا كانت إيرادات الدولة أكبر من نفقاتها فهذا يدل على وجود فائض في الميزانية العامة للدولة، وبالتالي، فالحكومة في هذه الحالة مصنفة ضمن المدخرين (المقرضين)، أما في الحالة العكسية؛ أي تفوق النفقات على الإيرادات، فالحكومة مدينة، وبالتالي توصف كمقترضة، وهذا ما يدفعها لإصدار أدوات مالية في شكل سندات بهدف تمويل العجز الحاصل في الميزانية العامة.

خامساً: القطاع الأجنبي

يرتبط دور القطاع الأجنبي في سوق الأوراق المالية ارتباطاً مباشراً بوضع ميزان المدفوعات، الذي يعكس صورة المدفوعات المستحقة على البلد لصالح البلدان الأخرى، ففي حالة عجز هذا الميزان، فإن الأمر يتطلب بيع أوراق مالية للشركات الأجنبية لتغطية هذا العجز من خلال تدفق هذه الإدخارات من القطاع الخارجي إلى سوق الأوراق المالية، أما إذا حقق ميزان المدفوعات فائضاً، فإن هذا الفائض يستخدم في شراء أدوات مالية من الشركات الأجنبية؛ أي الاستثمار في الأسواق المالية للبلدان الأخرى، وهكذا، يأخذ القطاع الخارجي أو الأجنبي دور المقرض في السوق المالي في حالة عجز ميزان المدفوعات، ودور المقرض في حالة وجود فائض فيه.

سادساً: البنك المركزي

يمارس البنك المركزي دوره في الأسواق المالية بصفته الجهة الحكومية المسؤولة عن صياغة السياسة النقدية وإدارتها، إذ يتصدر البنك المركزي قمة الأجهزة المصرفية المتعاملة في هذا السوق لما يملكه من

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للطباعة والنشر، الأردن، 2005، ص 48.

² محفوظ جبار، تنظيم وإدارة البورصة، الجزء الثالث، دار هومة، الجزائر، 2002، ص ص 5-11.

دور وقدرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى نقدية والعكس، ويتمثل دور البنك المركزي في السوق الأوراق المالية في الآتي:¹

- توجيه السياسة النقدية.

- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها.

- مراقبة عمليات بيع العملات الأجنبية وشرائها.

- ممارسة سياسة السوق المفتوحة بالإشراف على أدوات السوق النقدي من بيع وشراء للسندات وأذونات الخزانة.

- إصدار عرض النقد في السوق مع مراقبة وضبط سعر الفائدة، بما يحقق الازدهار الاقتصادي.

الفرع الثاني: صور التداول في سوق الأوراق المالية

هي عمليات متعددة ومتداخلة تجري بموجب أنظمة وقوانين تسمح بها، وفق خطط استثمارية معقدة الحسابات، ونشير فيما يلي إلى هذه العمليات بصورة عامة دون الحاجة إلى الخوض في تفاصيلها.

أولاً: العمليات العاجلة

- **مفهومها:** وهي التي تتم في السوق العاجل، وذلك بأن يلتزم كل من المتعاقدين بتنفيذ عقودهما، حيث يسلم البائع الأوراق المالية للمشتري ويسلم المشتري ثمنها للبائع حالا، وفي مدة لا تتجاوز 48 ساعة، وحينئذ يحتفظ المشتري بها ويستفيد من أرباحها، ويتحمل خسارتها، وكذلك تقوم السوق بإتمام الصفقة بصفة الوكيل عن الطرفين، ويقوم بإرسال الأوراق للطرفين للتوقيع عليها.²

وينبغي أن تتضمن الأوامر المتعلقة بالعمليات العاجلة بيان نوع الأوراق المالية، وكميتها المطلوبة أو المعروضة، وكذا تحديد السعر الذي يرغب الزبون إتمام العملية به، ويختار الزبون سببين اثنين لابرار صفقته في السوق العاجلة: إما الاحتفاظ بجملة الأوراق المالية، التي تعد بمثابة توظيف لرأس المال، وإما بغية المضاربة على ارتفاع الأسعار، حيث يعتمد إلى بيعها عند تحسن السوق من أجل الحصول على الأرباح الرأسمالية.³

- أنواع العمليات العاجلة: العمليات العاجلة ذات أشكال ثلاثة:

- 1- **الشراء بكامل الثمن:** ويعني قيام المشتري بدفع ثمن كل الأوراق المالية المشتراة من خالص ماله، أو قد يدفع جزءاً من ثمنها من خالص ماله، وجزءاً منها من مال يقترضه من السمسار أو من غيره.⁴
- 2- **الشراء بجزء من الثمن:** ويعني اقتراض جزء من المال لشراء كمية أكبر من الأوراق المالية، حيث يقترض العميل من السمسار الذي يتعامل معه، أو مؤسسات تمويل متخصصة أخرى، أو إحدى بيوت السمسرة، وفي هذه الحالة الأخيرة يتم اتفاق خاص بين الطرفين، حيث يقوم بيت السمسرة بمقتضاه

1- عباس كاظم الدّعي، مرجع سابق، ص ص 136-139.

2- محمد أحمد حلمي الطوابي، مرجع سابق، ص 17.

3- محمد براق، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، ندوة علمية دولية حول: التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوروبية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، يومي 8، 9 ماي 2004، ص 06.

4- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، ص 682.

اقراضه جزءاً من ثمن الأسهم التي يريد شراءها على أن تسجل الأسهم المشتراة باسم بيت السمسرة، وليس باسم المشتري.

وبصورة عامة، فإن السلطات النقدية هي التي تحدد جهات الاقتراض وحجمه، وأسعار الفائدة، ومدة القرض... إلخ.¹

3- البيع على المكشوف (البيع القصير والبيع بالعجز): عُرّف البيع على المكشوف بأنه قيام شخص ببيع أوراق مالية لا يملكها عن طريق اقتراضها من آخرين (شركة سمسرة أو شخص آخر)، مقابل الالتزام بإعادة شرائها، وتسليمها للمقرض في وقت محدد.²

ثانياً: العمليات الآجلة

1- مفهومها: هي تلك العمليات التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل التسليم ودفع الثمن إلى يوم معين يسمى بيوم التصفية، والغرض الأساسي من العمليات الآجلة هو الحصول على الربح من فرق السعر بين يوم عقد الصفقة ويوم التصفية، وهناك أغراض أخرى منها الاحتياط من ارتفاع الأسعار.³

2- أنواع العمليات الآجلة: تتنوع المعاملات الآجلة إلى عدة أنواع، يمكن تصنيفها إلى:

1- الباتة القطعية: هي عمليات يحدد لتنفيذها موعد ثابت يسمى موعد التصفية، يلتزم فيه المتعاقدون بدفع الثمن وتسلم الأوراق المالية، ولا يمكنهم الرجوع عن تنفيذ العملية، وتنتهي العملية عادة بخسارة أحد الطرفين "البائع أو المشتري" إلا إذا كان سعر الأوراق المالية في يوم التصفية معادلاً لسعرها حين العقد.⁴

2- العمليات الآجلة بشرط: وهي نوعان:

1-2- عمليات آجلة بشرط التعويض: هي العمليات التي تخول للمتعاملين في البورصة، إما تنفيذ الصفقة في تاريخ التصفية أو الامتناع عن تنفيذها في نفس التاريخ لقاء تعويض يعين مقداره مسبقاً، ويسمى اليوم الذي يسبق تاريخ التصفية بيوم جواب الشرط، فإذا نفذ الشاري الصفقة قيل إنه رفع التعويض، وإذا لم ينفذ التعويض قيل إنه تنازل عن التعويض، فالبائع بشرط التعويض ملزم بقرار الشاري النهائي، وذلك إما بتسليم الأوراق المالية واستلام الثمن في حال طلب تنفيذ الصفقة من قبل المشتري، أو الاحتفاظ بالأوراق المالية والحصول على مبلغ التعويض في حال إلغاء الصفقة من قبل المشتري.⁵

2-2- العمليات الشرطية البسيطة: هي العمليات التي يكون فيها الخيار للمضارب بين فسخ العقد في ميعاد التصفية أو قبله، أو تنفيذ العملية إذا رأى تقلب الأسعار لصالحه على أن يدفع تعويضاً متفقاً عليه مسبقاً.

¹ - تم الاعتماد على:

- أحمد محي الدين أحمد حسن، مرجع سابق، ص 222.

- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 687.

² - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 743.

³ - فتحي سليم، زياد غزال، حكم الشرع في البورصة، دار الوضاح للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2008، ص 11.

⁴ - أحمد محي الدين أحمد حسن، مرجع سابق، ص 225، 226.

⁵ - شمعون شمعون، بورصة الجزائر، دار هومة للنشر والطباعة والتوزيع، الجزائر، 2005، ص 58.

3- عمليات آجلة مع تغيير أحد المتعاقدين: وتنقسم إلى:

3-1- العمليات الآجلة الشرطية المركبة: وهي التي يكون فيها الخيار للمضارب بين أن يكون مشتريا أو بائعا، وأن يفسخ العقد إذا رأى مصلحة له في ذلك عند التصفية أو قبلها، مقابل تعويض أكبر مما يدفع في العمليات البسيطة¹.

3-2- العمليات الآجلة بشرط الانتقاء: هي عمليات يتأجل فيها تسليم الأوراق المالية ودفع الثمن إلى موعد آجل محدد يسمى يوم التصفية، غير أن ما يميز هذا النوع من المعاملات أن كل واحد من الطرفين يحتمل أن يكون بائعا ويحتمل أن يكون مشتريا، بحسب ما يقرره الطرف الآخر، وذلك أن أحد الطرفين يشترط لنفسه وقت الاتفاق أن يكون له يوم التصفية الخيار في أن يبيع الطرف الآخر أوراقا مالية معينة بسعر محدد، أو أن يشتري منه تلك الأوراق بسعر محدد أيضا، وعادة ما يكون سعر الشراء أعلى من سعر البيع².

4. عمليات آجلة مع تغيير أحد المتعاقدين على زيادة الكمية المباعة أو المشتراة، وتنقسم إلى:

4-1- عمليات آجلة مع خيار الزيادة: يمكن تعريفها بأنها: "بيع أوراق مالية مؤجلة، بثمن مؤجل، مع اشتراط أحد المتعاقدين الخيار في مضاعفة الكمية المباعة أو المشتراة بالسعر المتفق عليه"، فشرط الخيار هذا قد يشترطه البائع وقد يشترطه المشتري، فإن كان الشرط للمشتري فإن السعر في العادة يكون أعلى من السعر في المعاملات الباتة التي لم تقتزن بشرط خيار الزيادة، وإن كان الشرط للبائع فإن السعر أقل من السعر في تلك المعاملات الباتة؛ وذلك مقابل تمتع كل منهما بحق الخيار³.

4-2- عمليات آجلة شرطية مضاعفة: وهي التي يكون فيها الحق للمضارب في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها بسعر التعاقد إذا رأى مصلحة في التصفية، على أن يدفع تعويضا مناسباً متفقا عليه عند اتضاح الأسعار ولا يرد إليه، وتختلف قيمة التعويض بحسب كمية الزيادة وموضوع التخزين⁴.

5. المربحة والوضعية: وذلك بأن يكون للمتعاملين في سوق الأوراق المالية الخيار في طلب تأجيل موعد تصفية الصفقة حتى موعد التصفية اللاحق، لاعتبارات تكمن في عدم قدرتهم على تنفيذ الصفقة المربحة أو سعيا للاستفادة من تطور الأسعار⁵، لذلك فإن طلب التأجيل قد يأخذ شكلين هما⁶:

- المربحة: يكون فيها عدد الأوراق المؤجل تصفيتها من طرف المشتري أكبر بكثير من تلك المؤجل تصفيتها من طرف البائعين.

-الوضعية: على عكس المربحة، إذا كان عدد الأوراق المؤجل موعد تصفيتها من قبل البائعين يفوق كثيرا عدد الأوراق المؤجل تصفيتها من طرف المشتريين.

1- محمد أحمد حلمي الطوابي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص 18.

2- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 876.

3- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، المرجع السابق، ص 897، 898.

4- محمد أحمد حلمي الطوابي، مرجع سابق، ص 19.

5- محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص 256.

6- شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 38.

الفرع الثالث: إدارة عمليات سوق الأوراق المالية

تحكم عمليات سوق الأوراق المالية التي سبقت الإشارة إليها (العمليات الآجلة والعمليات العاجلة) قواعد وإجراءات للتعامل تركز على أسعار الأوراق المالية محل التعامل في هذه السوق، وكذا أوامر البيع والشراء التي يصدرها العملاء للسماسرة أو الوسطاء.

أولاً: تسعيرة سوق الأوراق المالية

1- تعريفها: سعر السوق هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية ما أثناء إحدى الجلسات في البورصة، والذي يسجل بعد انتهائها في لوحة التسعيرة، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي التقت فيها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة، ويجب أن يؤمن عقد الصفقات لأكبر كمية ممكنة من عروض البيع، وطلبات الشراء.¹

2- طرق تحديد السعر في سوق الأوراق المالية: يمكننا اللجوء إلى عدة طرق من أجل تحديد السعر:

- **التعامل بالمناداة:** يتم تحديد السعر بهذه الطريقة عن طريق اجتماع ممثلي جميع العروض والطلبات في المقصورة والمناداة بأعلى أصواتهم عند نهاية العروض والطلبات التي بحوزتهم حتى يتم التوازن، ونظراً للضجيج الذي يحدث باعتماد هذه الطريقة، فإن المتفاوضين يلجؤون إلى الإرشادات²، وتتميز هذه الطريقة بالمزايا الآتية:³

- الحفاظ على سرية التداولات.
- معرفة اتجاه السوق حضورياً تبعاً للأحداث.
- استقطاب أعداد كبيرة من الجمهور (الأسهم الشعبية).
- تكلفة العمل مرتفعة.
- نشوء صفقات كبيرة (سوق واسعة).
- هي أهم طريقة للتسعير لأهم الإصدارات، وخاصة سندات الدين العام الكبرى التي لا يجري تداولها إلا نقداً.

- **التعامل بالمعارضة:** يتم تدوين مختلف عروض البيع وطلبات الشراء لكل ورقة مالية في سجل خاص، ويؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة.

وتسمى هذه الطريقة بالمعارضة؛ لأن كل واحد من الوسطاء -الذين سجلوا طلباتهم في حدود سعر معين- يعارض التسعيرة التي لا تلبي حاجته على الوجه المطلوب، وتتم التسعيرة بعد أن يهيئ المسعّر موظف السوق سجلاً بناءً على البطاقات التي يتلقاها من الوسطاء كل صباح، ثم يقوم الخبير بدراسة

¹- نفس المرجع السابق، ص 45.

²- بن حاسين بن اعمر، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية-، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقد، بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2012-2013، ص 63.

³- ميثم صاحب عجم، التمويل الدولي، دار زهران للنشر والتوزيع، الاردن، 2013، ص 90.

العروض وبناء على ذلك يحدد سعر السوق، بحيث يؤدي السعر المختار إلى تلبية أكبر عدد ممكن العروض والطلبات.¹

وهناك عدة مبررات لهذه الطريقة "نصف شفوية ونصف خطية"، منها على سبيل المثال:²

- أنها تعزز الرقابة على صدق الأسعار.
- يتولى مسعر الهيئة النقاوية مهمة التحقق من أنه لم يجر - حسب سعر البورصة الرسمي - إهمال أي أمر من الأوامر المحددة المتوافقة مع هذا السعر.
- يتجنب تحديد الكميات المعروضة للبيع، أو المطلوبة للشراء، على بطاقات خاصة عند افتتاح السوق.

- **التعامل بالأدراج:** تختلف هذه الطريقة عن تسعيرة المناذاة في كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية، إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج، حيث يخصص لكل ورقة في البورصة درج، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي يعد بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة، وبذلك يصبح كل وسيط متخصص في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها، وفي بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة، ثم يحدد سعر التعامل وفقا لذلك³، ونستنتج من هذا أن لهذه الطريقة بعض المزايا مقارنة بطريقة المناذاة، وهي:⁴

- يكون إجراؤها خطيا، بينما هو في طريقة المناذاة شفويا.
- إجراءاتها سريعة مقارنة بطريقة المناذاة، التي تعد بطيئة.
- طريقة قليلة التكلفة "اقتصادية"، بينما طريقة المناذاة باهظة التكاليف.
- تتميز بالسرية، بينما تكون في طريقة المناذاة علنية.
- من السهل مراقبة فوارق الأسعار فيها.

- **التعامل بالصندوق:** يتم اللجوء إلى هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في البورصة كثيرة ومتعددة، فيعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص كصندوق البريد، وتعتمد لجنة البورصة إلى حساب العروض والطلبات، ثم تحدد أسعار البورصة حسب ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات⁵.

¹ - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص 69.

² - محفوظ جبار، تنظيم وإدارة البورصة، مرجع سابق، ص: 115، 116.

³ - ميثم صاحب عجام، مرجع سابق، ص 94.

⁴ - المرجع نفسه، ص 93.

⁵ - عبد القادر الحمزة، مرجع سابق، ص 73

- **التعامل بالمقابلة:** تقع هذه الطريقة بين الطريقتين السابقتين الشفوية والكتابية، فأخذت إيجابيات كل نوع منها، وفيها يتم تدوين الأوامر على السجلات، إضافة إلى لقاء المتعاملين وإتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات، وتسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات المراجعة.¹

ثانيا: الأوامر في سوق الأوراق المالية

تعد الأوامر الأساس الذي يحكم آليات التعامل في سوق الأوراق المالية، ومن ثمة، فإن دقة صياغتها وضرورة فهمها تمثلان مطلبين أساسيين لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية، وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة.

1- مفهوم أمر السوق: يقصد به التوكيل الذي يعطيه عميل ما إلى أحد السماسرة أو الوسطاء لكي يبيع أو يشتري له في البورصة بعض الأوراق المالية التي يعينها له، وفي جميع الحالات يجب تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقا للقواعد المقررة في البورصة²، ويجب تحديد الأوامر بكل وضوح منعا لأي إلتباس يقع فيه الوسيط من حيث:³

○ نوع الأوراق المالية موضوع الصفقة.

○ السعر المطلوب موضوع الصفقة

○ كمية الأوراق المالية موضوع الصفقة

○ ذكر الفائدة وسنة الإصدار لبعض الأوراق المالية.

ومهما اختلفت أوامر البورصة، إلا أنها تتدرج حتما تحت راية واحدة ذات أركان متعددة، هي:⁴

- عبارة عن إعلان أو إخطار أو إذن أو إفصاح عن نية في التعاقد.

- أن يكون هذا الإعلان صادر عن المالك الحقيقي أو ممن له سلطة على الصكوك.

- أن يكون الأمر صادرا لمن له الصفة القانونية في عمليات التداول.

- أن يكون هذا الإعلان أو الإفصاح مقترنا بالتفويض لإجراء التبادل (شراء أو بيع).

- أن يكون هذا الأمر منصبا على ورقة محددة.

- أن يكون للسمسار الحرية في رفض أو قبول هذا الأمر بسبب احتكار السماسرة لعمليات التداول.

2- حجم الأوامر: لا تخرج أوامر العملاء عن كونها أوامر للبيع أو الشراء، كما أنها تأخذ صورتين:

أوامر بكميات غير كسرية (100 سهم أو سند ومضاعفاتها)، وأوامر بكميات كسرية (أقل من 100 سهم

أو سند)، وعادة ما تكون تكلفة السهم داخل الكمية الكسرية أعلى من مثلتها داخل الكمية غير الكسرية

وذلك لسببين: السبب الأول؛ هو أن نصيب السهم من عمولة السمسرة داخل الكمية الكسرية، يفوق مثيله

¹ - محفوظ جبار ، تنظيم وإدارة البورصة، مرجع سابق، ص 117.

² - شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 47.

³ - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص 59.

⁴ - نصيرة تواتي، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري - دراسة مقارنة-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم القانونية، تخصص القانون،

كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2013، ص ص 205، 206.

داخل الكمية غير الكسرية، أما السبب الثاني؛ فيتمثل في أن سعر السهم داخل الكمية الكسرية عادة ما يكون مختلفاً¹.

3- أنواع أوامر سوق الأوراق المالية: هناك أنواع متعددة للأوامر يمكن استخدامها لتنفيذ صفقات الأوراق المالية، غالباً ما يعتمد نوع الطلبية على أهداف الزبون وتوقعاته، وأهمها شيوعاً في سوق الأوراق المالية الأنواع الآتية:

1.3- أوامر تبعا لنوع المعاملة: ويمكن تقسيمها تبعا لنوع المعاملة إلى أوامر شراء وبيع.

✓ **أوامر الشراء:** يتم بموجب هذه الأوامر شراء الأوراق المالية، ويستخدمها المستثمر عندما يتوقع ارتفاع الأسهم، فعندما يعتقد المستثمر أن الوقت الحالي مناسب لشراء أسهم معينة يقوم بإصدار أوامر لشراء كميات من هذه الأسهم.

✓ **أوامر البيع:** وهي نوعان:

- **أوامر البيع الطويل:** تصدر هذه الأوامر عندما يتوقع المستثمر انخفاض أسعار بعض الأسهم التي يمتلكها من عمليات شراء سابقة (يأخذ في هذه الحالة موقع طويل) فيقرر أن يتصرف فيها، ولكي يقوم بذلك فإنه يصدر أمر بيع طويل.

- **أوامر البيع القصير:** تتطوي عملية البيع القصير أو البيع على المكشوف على اتجاهات مضاربية، وهي ببساطة عملية بيع أسهم غير مملوكة للمستثمر حصل عليها عن طريق الاقتراض توقعاً منه بانخفاض أسعارها، وعندما ينخفض السعر فعلياً يقوم منفذ عملية البيع القصير بشراء عدد مكافئ لعدد الأسهم المقترضة بسعر أقل، ويعيد المقترض الأسهم التي اقتترضها منه، ويستفيد البائع بتحقيق أرباح تتمثل في الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء (بعد خصم الضرائب والعمولات).

2.3- الأوامر العادية والأوامر الشاذة: يتم تنفيذ المعاملات إما من خلال أوامر كبيرة تسمى الأوامر العادية، أو بكميات صغيرة تسمى بالأوامر الشاذة أو الكسرية.

✓ **الأوامر الكبيرة (العادية، الدائرية):** ويقصد بالأوامر العادية تلك التي تصدر بكميات نمطية أو مضاعفاتها، وتكون وحدة إصدار هذه الأوامر 100 سهم أو مضاعفاتها (200، 300، 400...).

✓ **الأوامر الشاذة أو الكسرية:** يحصل في كثير الأحيان أن تصدر أوامر متضمنة كميات كسرية (أقل من 100 ومضاعفاتها) فقد يتصادف أن يتسلم من العميل أمراً يتضمن 250 سهماً، وفي هذه الحالة يعد السمسار هذا الأمر بمثابة أمرين يحتوي أولهما على 200 سهم، في حين يحتوي الثاني على 50 سهم²، وتتطوي الأوامر الشاذة على تكلفة أعلى مقارنة بنظيرتها العادية، ويفسر ذلك بـ³:

- أن نصيب السهم من العمولة داخل الكمية الكسرية يفوق مثيله في الكمية العادية غير الكسرية.

¹- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 59.

²- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطویرها، دار الفكر الجامعي مصر 2015، ص ص 37-39.

³- نفس المرجع السابق، ص 39.

- عادة ما يضاف الى سعر السهم داخل الكمية الكسرية نسبة إضافية Odd lot Differential .

3.3- الأوامر الشاذة أو الكسرية: تبعا لسعر التنفيذ تنقسم أوامر البورصة الى:

✓ **أوامر بسعر السوق:** هي الطلبية التي تحمل أمرا بالبيع والشراء بأحسن الأسعار المتوفرة في لحظة وصول الطلبية إلى السوق، وتنفيذ هذه الطلبية حال وصولها الى أرض البورصة أو عندها تستلم من قبل صانعي السوق¹، فإذا كان الأمر بالبيع فعلى الوسيط أن ينفذ الأمر عند أعلى سعر تصل إليه الورقة خلال اليوم، وإذا كان أمر الشراء فيجب تنفيذ الصفقة عند أقل سعر ممكن².

✓ **أوامر بالسعر الأفضل:** وفيه لا يعين صاحب الأمر السعر الذي يجب أن تتم بموجبه الصفقة، بل يتترك تقدير السعر الملائم إلى السمسار الذي يقوم بانتهاز الفرصة لاختيار أحسن سعر³.

✓ **أوامر بالسعر المحدد:** وفيه يحدد العميل للسمسار حدا معيناً للسعر، الذي يجب أن يشتري أو يبيع به، فيحدد له السعر الأدنى في حالة البيع والسعر الأعلى في حالة الشراء، فمثلا لو اشترى المستثمر سهما بسعر 10 دنانير، ثم كان سعر السهم صاعدا فحدد لسمساره حدا لسعر البيع هو 12 دينار، فلا يحق للسمسار بيع السهم قبل بلوغ هذا السعر، وعندما يبلغ السعر هذا الحد 12 دينار يصبح الأمر نافذا وعلى السمسار بيعه، ويتحمل مسؤوليته إذا لم ينفذ، وإذا كان السعر نازلا وحدد سعر البيع لنافذ الأمر بمبلغ 9 دنانير، فالأمر يصبح نافذا عندما يبلغ سعر السهم حد 9 دنانير، فعلى السمسار أن يبيعه⁴.

4.3- **الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:** في هذا النوع من الأوامر يكون الزمن هو الأساس، وقد تكون مدة الأمر لمدة يوم واحد أو أسبوع أو شهر، وقد يكون مفتوحا.

✓ **أوامر محددة بيوم واحد:** وهو الأمر الذي يظل ساريا لما تبقى من ساعات اليوم، فإذا تسلّم السمسار الأمر على الساعة العاشرة صباحا فإنه يبقى ساري المفعول الى أن تغلق البورصة أبوابها في اليوم نفسه، وكقاعدة عامة يعد الأمر ليوم واحد ما لم ينص صراحة على غير ذلك، وكذلك يعد أمر السوق بطبيعته أمرا محددًا بيوم واحد طالما أنه لا يحدد سعرا محددًا للتنفيذ.

✓ **أوامر محددة بأسبوع أو شهر:** بالنسبة للأمر المحدد بأسبوع فإنه ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه الأمر، فإذا صدر الأمر بيوم الاثنين أو الثلاثاء مثلا، فإنه يظل ساري المفعول حتى نهاية الجمعة في بورصة نيويورك وبنهاية يوم الخميس في البورصات العربية، أما بالنسبة للأمر الذي مدته شهر ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي صدر فيه، فإذا صدر الأمر يوم الخميس 14 مارس

1- عبد الرحمان مرعي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سوريا، بحث أعد لنيل درجة الدكتوراه في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2007، ص 523.

2- نصيرة تواتي، مرجع سابق، ص 208.

3- شمعون شمعون، مرجع سابق، ص 48.

4- محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص 63.

فإنه ينتهي بنهاية 31 مارس، وقد يتحدد بفترة أكبر من ذلك: شهرين أو ثلاثة أشهر أو أكثر، بل قد تمتد إلى أمر مفتوح¹.

✓ **الأوامر المفتوحة:** يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه، أو يقرر المستثمر إلغاؤه، ويرتبط بالأوامر المفتوحة نوعين من المخاطر: مخاطر النسيان ومخاطر تغيير المعلومات.

5.3- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: من الأمثلة على هذا النوع من الأوامر نجد:

✓ **الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة:** يقصد بها الأوامر التي تحدد سعرا معيناً للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة.

✓ **الأمر المفتوح في حدود سعر معين:** وهو الأمر الذي لا يحدد له فترة لتنفيذه، غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه².

6.3- الأوامر الخاصة: ومن بينها:

✓ **أوامر الإيقاف:** أو أوامر وقف الخسارة، وهنا يقع على عاتق المستثمر تحديد سعر الإيقاف، فإذا كان الأمر يتعلق بالبيع فإن سعر الإيقاف يجب أن يكون أقل من السعر السوقي في وقت إصدار أمر البيع، وبالعكس إذا كان الأمر يتعلق بالشراء، فإن سعر الإيقاف يكون أكبر من السعر السوقي في وقت إصدار الأمر، وإذا حدث في وقت لاحق أن قام مستثمر آخر بالتعامل في السهم على أساس سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعداه، فإن أمر الإيقاف يتحول في الواقع إلى أمر سوق، وعلى هذا الأساس، يمكن النظر إلى الإيقاف على أنه "أمر سوق مشروط"³، إلا أنها تختلف عنها في الهدف، وإجراءات التطبيق.

✓ **أوامر الإيقاف المحددة:** تستخدم هذه الأوامر للتغلب على مشكلة عدم التأكد الخاصة بتنفيذ سعر مرتبط بأمر إيقاف، وفي حالة أوامر الإيقاف المحددة يقوم المستثمر بتحديد سعرين: سعر إيقاف وسعر محدد، وبمجرد قيام شخص آخر بالتعامل في السهم عندما يصل السعر إلى سعر الإيقاف أو يتعداه، فإنه يتم وضع أمر محدد عند سعر محدد، وبالتالي، يمكن النظر إلى أمر الإيقاف المحدد على أنه أمر محدد مشروط⁴.

وثمة عيوب تشوب هذا النوع من الأوامر أهمها أن أسعار السوق قد تتغير بسرعة انخفاض في حالة البيع وارتفاعاً في حالة الشراء، حيث لا يتمكن السمسار من تنفيذ الصفقة في الوقت المحدد وفي الوقت الذي تستمر فيه الأسعار في الانخفاض، وهذا ما يعني تحقيق خسائر دفترية نتيجة انخفاض القيمة السوقية لما يملكه المستثمر من أوراق.

¹ - عبد الرحمان مرعي، مرجع سابق، ص ص 27، 28.

² - عثمان لخلف، معمر حمدي، إدارة وتنظيم عمل السوق المالي، مجلة دفاتر البحوث العلمية، مجلة علمية محكمة يصدرها المركز الجامعي تيزازة، العدد الثالث، ديسمبر 2013، ص 253.

³ - محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014، ص 39.

⁴ - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، تقييم الأسهم والسندات "مدخل الهندسة المالية"، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007، ص ص 43، 44.

✓ أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال: بموجب هذا النوع من الأوامر، يترك الحق للسمسار إبرام صفقة وفقا لما يراه، وقد تكون الحرية الممنوحة للسمسار في ظل هذا النوع من الأوامر مطلقة، حيث يترك له الحرية في اختيار الورقة المالية، وتحديد سعرها، وتحديد نوع الصفقة (شراء أو بيعاً)، وتحديد توقيت تنفيذ الصفقة، ومن ناحية أخرى قد تقيد حرية السمسار وتقتصر فقط على توقيت التنفيذ وسعر إبرام الصفقة، فيما يقوم المستثمر بتحديد نوع الورقة محل التعامل، ونوع العملية.

ويتميز هذا النوع من الأوامر بتوفيره قدراً كبيراً من المرونة للسمسار بشكل يمكنه من اقتناص الفرص المواتية دون انتظار أوامر محددة من العميل، ومن ناحية أخرى قد لا يرحب السماسرة بهذا النوع من الأوامر بوصفه يزيد من عبء العمل الواقع عليهم، فضلاً عن خشيتهم من أن تنفيذ بعض الأوامر قد يأتي بنتائج غير مرضية، وبجانب ذلك من النادر أن يلجأ المستثمرون إلى استخدام هذه الأوامر بكثرة؛ لأنها تؤدي إلى تذبذب شديد ومستمر في أرصدة حساباتهم لدى السماسرة، وهذا ما يصعب عليهم معرفة مراكزهم المالية دون الاتصال بهم.¹

4- إصدار الأوامر في البورصة: تحتوي الأوامر التي تمر في البورصة على معلومات خاصة بالصلاحية والأسعار التي تنفذ بها، ولكي يعد الأمر صحيحاً يجب توفر المعلومات الآتية فيه:²

أ- اتجاه الأمر: شراء أو بيع.

ب- اسم الورقة المالية.

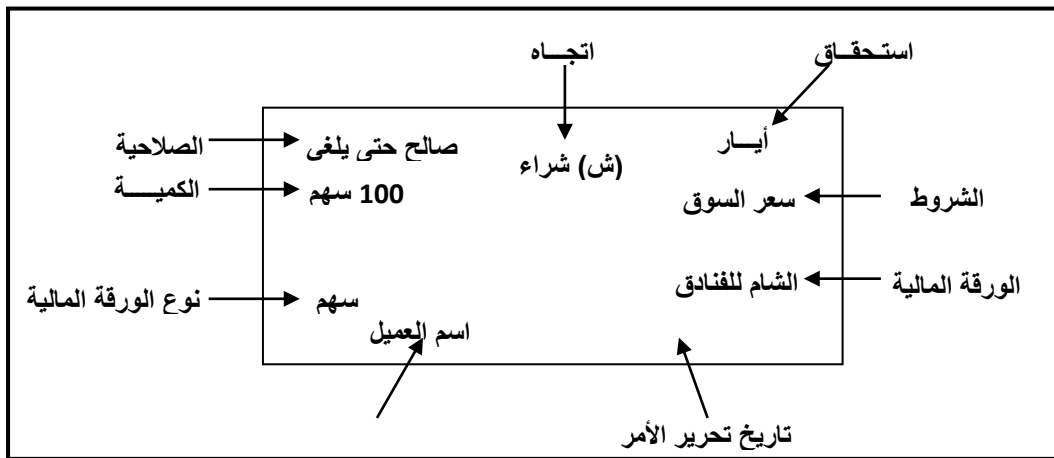
ج- سوق التداول: فوري، أجل، مستقبلية، خيارات.

د- شروط السعر: محدد، غير محدد.

هـ- الصلاحية.

ويظهر الشكل الآتي محتويات نموذج أمر البورصة:

شكل رقم: (1.1): نموذج أمر بورصة



المصدر: عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا، سوريا، 2002، ص 34.

¹ - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص ص 46، 47.

² - عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، سوريا، 2002، ص ص 33، 34.

- ويتم قراءة الأمر كما يلي: شراء 100 سهم، استحقاق أيار، وصالح حتى إصدار أمر بإلغائه.
- أ- صلاحية الأمر: تعد معظم الأوامر صالحة حتى يتم إلغاؤها، ويمكن لمصدري الأوامر اختيار صلاحيات أخرى قد تكون لمدة يوم واحد أو حتى نهاية الأسبوع أو فترات أخرى.
- ب- شروط التنفيذ: يتم التمييز بين نوعين:
- الأوامر الإلزامية: وتنقسم إلى:
- * أحسن ما يكون: ويعني ذلك تنفيذ الأمر بأول سعر فور بداية التسعير وبمجرد إعطاء الأمر بغض النظر عن السعر المتداول.
- * أمر محدد: ويتم تنفيذه بمجرد الوصول إلى السعر المحدد بالأمر.
- * أمر ستوب: وهو أمر محدد مضاف إليه شرط (ستوب) ويسمح بتحديد الشراء أو البيع في أفضل الظروف.
- * أمر مزدوج: وهو أمر تحكمي غير إجباري، تترك حرية تنفيذه لتقدير الوسيط المالي.
- الأوامر التقديرية: وهي الأوامر التي تخضع لحسن تقدير الوسيط المالي، وتحتوي عما يلي:
- 1- أمر عناية: ويترك فيه معطي الأمر للسماح بعناية تقدير اتجاه السوق (ارتفاعاً أو انخفاضاً)، ومحاولة الاستفادة من الثغرات بين الأسواق المختلفة.
- 2- أمر تقريبي: ويصبح فيه السعر المحدد غير إجباري، ويعني أن معطي الأمر يأمل بتحقيق عملية الشراء ولكن ليس بأي سعر كان، ويترك مسؤولية تقدير السعر التقريبي للسماح.

المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تتوفر سوق الأوراق المالية على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة للأوراق المهجنة والمشتقات المالية، تسمح للمستثمرين تنويع محافظهم المالية، كما أنها تسمح لأصحاب هذه الأوراق الحصول على السيولة في أي وقت، وذلك ببيعها على مستوى السوق الثانوية، فهي بهذا تؤدي دورا جديا مهم في الحياة الاقتصادية، مما يجعل وجودها ضروريا في أي اقتصاد، لهذا سيتم في المبحث الموالي تناول الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق من خلال المطالب الآتية.

المطلب الأول: ماهية الأسهم

الأسهم هي: نوع من الأوراق المالية المتداولة في بورصة القيم المنقولة، وهي تحتوي على مميزات خاصة، كما تتمتع بتصنيفات مختلفة نراها في الفقرة الآتية:

الفرع الأول: مفهوم الأسهم:

- عرف السهم بأنه: "عبارة عن صكوك متساوية القيمة، غير قابلة للتجزئة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأس مالها، وتخول له بصفته هذه، ممارسة حقوقه في الشركة"¹، وقد يحمل السهم أكثر من قيمة، ومن أهم هذه القيم:
- ✓ **القيمة الاسمية:** وهي القيمة التي تبين في السهم؛ أي القيمة التي تدون في الصك الذي يعطى لمالك السهم، والتي دفعت من المساهم لامتلاك السهم.²
- ✓ **القيمة الدفترية:** عبارة عن قيمة الشركة حسب سجلاتها المحاسبية، وهذه القيمة عبارة عن موجودات الشركة في وقت معين مطروحا منها جميع الالتزامات المترتبة عليها في ذلك الوقت، والقيمة الدفترية للسهم تساوي: **القيمة الدفترية للسهم = حقوق الملكية / عدد الأسهم المصدرة.**³
- ✓ **القيمة السوقية:** تتحدد القيمة السوقية للسهم وفقا لمتغيرين أساسيين: التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة والمعدل الذي تخصم به التدفقات بهدف حساب القيمة الحالية، ومن خلال القيمة السوقية يتحدد السعر الذي تباع به الورقة المالية انطلاقا من قوى العرض والطلب، ويمكن أن تتساوى القيمة العادلة للسهم (الحقيقية) إذا كان السوق المالي يتميز بدرجة عالية من الكفاءة، كما أن القيمة السوقية للسهم تتمثل في سعر إغلاق سهم الشركة عند نهاية الفترة.⁴

¹ - صالح مفتاح، مونية سلطان، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية: دراسة حالة سوق ماليزيا، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثالث عشر، جوان 2013، ص 277.

² - علي بن الضب، فاطمة بن ناصر، مداخلة بعنوان: سلوك المرودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية "دراسة قياسية ومقارنة بين بورصتي ماليزيا وتل أبيب خلال الفترة (1997-2010)"، الملتقى الدولي الأول بعنوان: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23، 24 فيفري 2011، ص 06.

³ - مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتب المجتمع العربي، الأردن، 2009، ص 109.

⁴ - عبد الغفور دادن، الاستثمار في السوق المالي ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي حالة الإمارات العربية المتحدة "2001-2013"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، جامعة غرداية، المجلد 08، العدد 01، 2015، ص 781.

✓ **القيمة الحقيقية:** تتحدد القيمة الحقيقية للسهم على ضوء معطيات موضوعية تتمثل في قاعدة معطيات موجودات الشركة وإنتاجية هذه الموجودات والمبيعات، وكذا الأرباح التي تحققها الشركة وأفاق النمو المستقبلية وقدرات إدارتها.

وتحسب القيمة الحقيقية للسهم من خلال تقدير التدفقات النقدية، توزيعات الأرباح والعوائد (أو الخسائر) الرأسمالية الناتجة عن الاستثمار في السهم العادي في نهاية فترة الاحتفاظ وتقدير معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السهم.¹

الفرع الثاني: خصائص الأسهم وأنواعها

أولاً: الخصائص: تتمتع الأسهم بعدد الخصائص أهمها²

- **تساوي قيمة السهم:** ويعني ذلك عدم جواز إصدار أسهم بقيم مختلفة، والهدف من ذلك تسهيل تقدير الأغلبية في الجمعية العامة للشركة، وتسيير توزيع الأرباح على المساهمين وتنظيم سعر الأسهم في سوق الأوراق المالية.
- **عدم قابلية السهم للتجزئة:** وتعني عدم جواز تعدد ملاك السهم أمام الشركة، وبناء على ذلك، فإن اشتراك شخصين أو أكثر في ملكية سهم واحد نتيجة إرث ما، كان على الورثة أن ينيبوا شخصاً واحداً يتولى مباشرة الحقوق المتصلة بهذا السهم في مواجهة الشركة؛ لأن الشركة تعرف السهم أكثر مما تعرف المساهم.
- **قابلية الأسهم للتداول:** السهم قابل للتداول، وهنا يجوز التنازل عنه بطريقة القيد في دفاتر الشركة إذا كان اسمياً، وبالتسليم إذا كان لحامله، وبالتظهير إذا كان لأمر، وقابلية السهم للتداول هي السمة الجوهرية له والتي تفرقه عن حصة الشريك في شركات الأشخاص، وهي عدم قابلية السهم للتنازل عنه ما لم ينص عقد الشركة على ذلك بشروط معينة.
- **تحديد مسؤولية المساهم:** تتحدد مسؤولية المساهم بقيمة السهم فقط، ولا يطالب المساهم بما يزيد عن هذه القيمة مهما بلغت ديون الشركة ونقصت موجوداتها.
- **عدم ثبات الدخل:** إن الدخل الذي يدره السهم هو دخل متغير مرتبط بالنتائج التي تحققها المؤسسة وبالأفق الاقتصادي لها.
- **ليس له تاريخ استحقاق:** السهم هو ورقة مالية غير محددة الأجل، وأجله النظري هو حياة المؤسسة ذاتها، وبالتالي، فالسهم يعد بالنسبة للمؤسسة مصدر تمويل دائم.

¹ عبد الله كاظم حسن، استخدام نموذج (benzion and yogil) في تقييم الأسهم دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية، مجلة المحور الإداري، مجلة علمية دورية فصلية محكمة تصدرها كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، المجلد 07، العدد 01، 2005، ص 96.

² تم الاعتماد على:

- أسامة كامل، مبادئ في المالية (شركات الأموال)، مؤسسة لورد العالمية بشؤون الاجتماعية، البحرين، 2006، ص ص 87-89.

- محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص 30.

- الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 2003، ص 83.

– **الحق في تسيير المؤسسة:** حامل السهم له الحق في إدارة وتسيير المؤسسة، وذلك عن طريق المشاركة في عملية التصويت على القرارات المتخذة الخاصة بأمر مثل: انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، تعديل النظام الداخلي للمؤسسة أو تعديل رأس المال... الخ.

ثانياً: أنواع الأسهم:

يمكن التمييز بين عدة تقسيمات للأسهم تختلف تبعا للأساس المستخدم في التمييز بين أنواعها، ويمكن التمييز بين هذه التقسيمات، والتي سنتناولها في النقاط الآتية:

(1) من حيث الحقوق الممنوحة لصاحبها: تتنوع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها إلى ثلاثة أنواع، هي:

✓ **الأسهم العادية:** وهي الأسهم التي يتكون منها رأس مال الشركة، وتخول حقوقاً لحاملها، منها¹:

1. حق حضور الجمعية العامة للشركة، والتصويت على قراراتها.
2. حق ترشيح نفسه للعضوية في مجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم.
3. حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية للشركة، في حال تحققها وتوزيعها.
4. حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها.
5. حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأس المال.
6. حق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر، بطريقة البيع في السوق المالية، أو غيرها من الطرق.
7. حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة.
8. حق الاطلاع على دفاتر وأوراق الشركة.

ومن وجهة نظر المنشأة تمثل الأسهم العادية مصدراً دائماً للتمويل، إذ لا يجوز استرداد قيمتها من المنشأة، كما أن المنشأة غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات في السنوات التي تحققت فيها الأرباح، هذا إلى جانب إصدار المزيد من الأسهم العادية، الذي من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، وبالتالي، يزيد حجم الطاقة الاقتراضية للمنشأة، ويزيد من قدرتها في الحصول على المزيد من الأموال المقترضة عندما تقتضي الحاجة.²

✓ **الأسهم الممتازة:** يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المهجنة، حيث إنها تجمع في خصائصها

بين الأسهم العادية والسندات³، فهي تشبه السندات في أنها تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات وقبل الأسهم العادية عند الحصول على العائد الدوري واستيفاء حقوق ملاكها عند تصفية الشركة، كما أن شأنها شأن السندات يمكن أن تصدر بشروط تكفل استدعائها أو تحويلها إلى أسهم عادية بشروط معينة، وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية من حيث إنها سند ملكية له قيمة اسمية وسوقية يرتبط أجلها بوجود واستمرار الشركة، كما تشبهها من ناحية المعاملة الضريبية، حيث لا تعد التوزيعات المقدرة لحملة الأسهم

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص 120، 121.

² منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 07.

³ - Donald.E.Fischer, ronaldj.jodon, security analysis and portfolio managment, new jersy prentice, hall international, Inc, 1991, p13.

العادية والأسهم الممتازة ضمن التكاليف الواجبة الخصم وصولاً إلى الدخل الخاضع للضريبة، كما أن عدم سداد التوزيعات المقدرة لكل من حملة الأسهم العادية والممتازة لا يترتب عنه إفلاس الشركة، على العكس في حالة توقف الشركة عن سداد حقوق حملة السندات (الفوائد والأقساط).¹

✓ **الأسهم المؤجلة:** وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجاناً في حالة زيادة رأس مالها، أو في حالة ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة، أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، ويتم توزيعها بصورة تتناسب مع مقدار الأسهم²؛ أي أنها ذلك النوع من الأسهم، الذي يؤجل نصيبه من الربح إلى ما بعد توزيعه على بقية حاملي الأسهم³.

(2) **من حيث طبيعة الحصة المساهم بها:** يعتمد هذا التقسيم على ما قدمه المساهم، وهي أربعة أنواع:

✓ **أسهم نقدية:** وهي الأسهم التي يتم دفع قيمتها نقداً⁴؛ سواء بعملة قانونية أو بشيك مصرفي أو أية أوراق تجارية قابلة للانتقال والتداول⁵.

✓ **أسهم عينية:** هي تلك الأسهم التي تمثل حصة عينية يلتزم الشريك بتقديمها للشركة، يستوي في ذلك أن تكون هذه الحصة عقاراً أو منقولاً، ويجب الوفاء بهذه الحصص كاملة، ويحظر تناولها قبل مضي سنتين كاملتين من تاريخ تأسيس الشركة⁶، كما يشترط فيها تقدير الحصة العينية تقديراً صحيحاً قبل منحها والوفاء بتقديمها كاملة⁷.

✓ **أسهم مختلطة:** وهي الأسهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها عيناً ونقداً، وذلك كمن يصبح مساهماً بعقار ومبلغ مالي⁸.

✓ **حصص التأسيس:** وهي الحصص التي امتلكها أصحابها بعد تقديمهم لشيء معنوي عادة يتمثل في براءة الاختراع، بحيث تخول لصاحبها الحقوق في نسبة من أرباح الشركة، ولكنها لا تعد جزءاً من رأس مال الشركة، ولا يكون لأصحابها الحق في إدارتها، وهي حصص قابلة للتداول⁹.

(3) **من حيث الشكل الذي تظهر به:** ينقسم السهم حسب هذا المعيار إلى:

1- عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 68، 69.

2- علي بن ناصر، فاطمة بن ناصر، سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية: دراسة قياسية ومقارنة بين بورصتي ماليزيا وتل أبيب خلال الفترة (1997-2010)، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، جامعة غرداية، العدد 12، 2011، ص 07.

3- رقية كساب، مقومات وآليات عمل الأسواق المالية الإسلامية - مع إشارة لتجربتي ماليزيا والسودان -، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية بعنوان: إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة - الجزائر -، يومي 12، 13 أبريل 2016، ص 06.

4- مسعودة نصبة، دور الشركات المساهمة في إصدار وتداول الأسهم في سوق رأس المال الإسلامي، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة - الجزائر -، العدد الخامس والعشرون، ماي 2012، ص 148.

5- عبد العظيم حمدي، مرجع سابق، ص 48.

6- أسامة كامل، مرجع سابق، ص 90.

7- أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، 2003، ص 51.

8- شعيبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، ص 95.

9- أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 52.

✓ **أسهم اسمية:** هي أسهم تحمل اسم صاحبها، بالإضافة إلى مجموع البيانات والمعلومات الشخصية الخاصة بصاحب السهم، زيادة على معلومات عن تاريخ التنازل عن السهم وقيمتها الاسمية، وهي كلها بيانات تسجل في سجلات المنشأة وتحفظ بها¹.

نظرا لميزة هذا النوع من الأسهم، التي تسمح للشركة بمعرفة مساهميها وقدرتها على الاتصال بهم كلما لزم الأمر، فرفضت بعض التشريعات أن يكون شكل الأسهم الصادرة عن شركاتها اسمية نذكر منها: بريطانيا، والولايات المتحدة الأمريكية².

✓ **أسهم لحاملها:** ويقصد بها الأسهم التي لا يذكر فيها اسم المساهم، وتعد حيازة السهم سنداً للملكية وبحق لحامل السهم بيعه أو التصرف فيه بأي طريقة، والحصول على الأرباح الموزعة عن كل سهم في نهاية السنة المالية، غير أنه في حالة فقدان السهم أو تلفه لا يمكن الحصول على بدل فاقد له، ولذلك تحظر بعض الدول إصدار أسهم لحامله، وتسمح دول أخرى بإصدارها في حدود نسبة مئوية معينة من جملة رأس المال المصدر³.

✓ **أسهم لأمر (إذنية):** إن المساهم هنا غير معروف للشركة، وهي أسهم تتضمن عبارة لأمر، وتنتقل ملكيتها بطريقة التظهير وهي أسهم نادرة، بل أقل من أسهم لحاملها⁴.

4) من حيث الاستهلاك واسترداد القيمة: استهلاك الأسهم هو رد قيمتها للمساهم خلال حياة الشركة وقبل انقضائها⁵، وبناءً على هذا المفهوم تنقسم الأسهم إلى:

✓ **أسهم رأس المال:** وهي الأسهم التي يجوز لصاحبها استرداد قيمتها مادامت الشركة قائمة، ولا تعود للمساهم إلا عند التصفية النهائية للشركة، وعادة ما يتم ذلك في الشركات التي ينص نظامها على استهلاك أسهمها قبل انقضاء أجل الشركة، وهذا بسبب تعلق نشاطها بالتزام معين⁶.

✓ **أسهم التمتع:** وهي أسهم تُعطى للمساهمين بدلا من الأسهم التي تم استهلاكها (استهلاك رأس مالها) بطريقة القرعة، ويكون ذلك عادة في الشركات صاحبة الامتياز الحكومي؛ أي أن الحكومة تؤول إليها جميع ممتلكات الشركة صاحبة الامتياز، ومن ثمة، تقوم الشركة باستهلاك نسب من الأسهم حتى

¹ - سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم "دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2009، 2010، ص 29.

² - Été invoqué

-peyrad josette, *les bourses européennes*, editions vuibert, france, 1995, p12.

-perquel jean-jacque, *les bourses américaines*, editions vertibert, france, 1992, p 20.

³ - عبد العظيم حمدي، مرجع سابق، ص ص47، 48.

⁴ - تم الاعتماد على:

- أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص54.

- مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص154.

⁵ - أحمد محمد الخليل، مرجع سابق، ص58.

⁶ - عبد المنعم أحمد التهامي، دراسات في الأسواق المالية والبورصات، مكتبة عين شمس، مصر، 2003، 2004، ص 45.

تستهلك جميع الأسهم بانتهاء مدة الامتياز¹، وهي أسهم تمنح صاحبها صفة الشريك وجميع الحقوق المتصلة بهذه الصفة، وهذه الحقوق هي أوجه الشبه بين أسهم التمتع، وأسهم رأس المال.

أما أوجه الاختلاف، فهي أن نظام الشركة ينص في العادة على إعطاء أسهم رأس المال نسبة معينة من الأرباح، وهو ما يسمى بالربح الثابت، ثم يوزع فائض الربح بالتساوي بين أسهم رأس المال وأسهم التمتع، كما أن أصحاب أسهم التمتع لا يشتركون في قسمة موجودات الشركة عند حلها بعد أن يستوفي أصحاب أسهم رأس المال قيمة أسهمهم؛ لأن القيمة الاسمية لأسهم التمتع قد دُفعت من قبل².

(5) من حيث المنح أو عدمه: وتنقسم إلى:

✓ أسهم غير مجانية: وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها³.

✓ أسهم مجانية (منح): تقوم الشركة بإصدار هذا النوع من الأسهم عند زيادة رأس المال من خلال ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة إلى رأسمالها الأصلي، وبالتالي، فإن هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة المقدره في رأس المال، ويتم توزيعها مجاناً على المساهمين، حيث إن قيمتها قد تم تسديدها من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي، ويكون التوزيع على المساهمين بنسبة ما يملكه كل مساهم من الأسهم الأصلية⁴.

(6) من حيث التداول: للأسهم بهذا التقسيم نوعان⁵:

✓ أسهم ضمان: وهي أسهم غير قابلة للتداول يقدمها عضو مجلس الإدارة المساهمة لضمان إدارته، ولا يجوز تداول الأسهم إلى أن تنتهي مدة وكالة العضو - لا يستطيع التصرف فيها طوال فترة عضويته-.

✓ أسهم التداول: وتشمل جميع الأسهم عدا أسهم الضمان، ويجوز تداول الأسهم بيعاً وشراءً حسب أنظمة التداول.

(7) من حيث توزيع الأرباح: وتنقسم إلى⁶:

✓ أسهم عادية مضمونة: وهي التي يضمن مصدرها بأن يدفع لحاملها في حالة انخفاض قيمة أسهم هذه الشركة إلى حد وفترة معينين.

✓ أسهم الدخل: وهي أسهم عادية تابعة لشركات كبيرة، حيث إنها توزع أرباحها بشكل دائم.

✓ أسهم النمو: وهي الأسهم التي لا توزع أرباحها، بل تضاف إلى نشاطها فيزداد حجم أصولها.

1- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق، أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء، مصر، 2000، ص 47.

2- أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 60.

3- شعبان محمد إسلام البراوي، مرجع سابق، ص 96.

4- عليوة السيد، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، مصر، 2006، ص 58.

5- أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 62.

6- رقية كساب، مرجع سابق، ص 05.

الفرع الثالث: التوجهات الجديدة للأسهم

بالإضافة إلى ما سبق ذكره من أنواع الأسهم تم استحداث أنواع جديدة، وسوف ينصب اهتمامنا في هذا الفرع على الأنواع المستحدثة من الأسهم العادية كما يلي:

أولاً: الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية

هي أسهم تصدرها الشركات، حيث ترتبط توزيعات هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم إنتاجي معين بالشركة، على سبيل المثال أصدرت جنرال موتورز أسهما أطلق عليها الفئة E، حيث ربطت الشركة التوزيعات التي تحصل عليها هذه الأسهم بالأرباح التي يحققها قسم نظم المعلومات الإلكترونية بالشركة.¹

ثانياً: الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة

لا تعد التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة، وفي الثمانينيات صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية لأي العاملين بها في ظل خطة معينة قصد مشاركتهم ملكية الشركة، وهذا بخصم التوزيعات عن تلك الأسهم قبل الاحتساب الضريبي، كما نص على إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضاً لصندوق العاملين المخصص لتمويل شراء الأسهم من دفع ضريبي على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.²

ثالثاً: الأسهم العادية المضمونة

الأصل في الأسهم العادية أنه ليس لحاملها الحق في الرجوع للشركة التي أصدرتها في حالة انخفاض قيمتها السوقية، إلا أنه ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1984 لأول مرة أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار³، وفي هذه الحالة يحدث مايلي:⁴

- يمكن للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية مع كل ارتفاع للقيمة السوقية للسهم.
- مخاطر التعرض لخسائر تحدث فقط إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى أقل من المستوى المحدد للتعويض، وحينها لن تتجاوز الخسائر قيمة الفرق بين سعر الشراء والسعر الأدنى للقيمة السوقية الذي تضمنه الشركة، أما إذا تجاوز الانخفاض الحد المشار إليه فلن يتعرض المستثمر لأي خسارة، وباختصار القول، لا يوجد حد أقصى للأرباح أما الخسائر فهي محدودة.

¹- جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص24.

²- رسمية قرياقص، أسواق المال (أسواق، رأس المال، المؤسسات)، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص 22.

³- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص 18.

⁴- نفس المرجع السابق، ص18.

المطلب الثاني: ماهية السندات

تحتاج الشركات لتمويل مشاريعها "بالإضافة إلى الأسهم" إلى نوع آخر من التمويل؛ وهو الاقتراض، ويتم هذا الأخير إما بصفة مباشرة من البنوك، أو عن طريق إصدار ما يسمى بالسندات، وقد جاء هذا المطلب لإلقاء الضوء على هذه الأداة من خلال التطرق إلى العناصر الآتية:

الفرع الأول: تعريف السندات وخصائصها

السندات من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات أو المؤسسات أو وزارات المالية في الحكومات، وفيما يلي نتعرض لمفهوم هذه الأداة، مع ذكر أهم خصائصها.

أولاً: مفهوم السند

يعرف السند بأنه أداة دين يتعهد مصدرها بالوفاء قصد دفع قيمتها للمقترض، وما مصدرها إلا مدين مقترض يُعد وعده تعهداً بأن يدفع للمقترض أو للمستثمر المبلغ المحدد، إضافة إلى الفوائد المترتبة عليه خلال سنوات القرض، بغض النظر عن تطورات أسواق السندات وتعدد المستثمرين¹، وتصدر السندات بواحد من الأسلوبين:²

أ- يتولى بنك الاستثمار أو مجموعة منه عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات، التي لم يتم الاكتتاب بها، ويُسمى هذه النوع من الإصدار إصداراً عاماً.

ب- أن يقتصر دور بنك الاستثمار على الوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الاكتتاب، ويتم الإصدار هنا، بموجب اتفاقية تتم بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية، التي تتولى شراء السندات، وذلك بناء على شروط خاصة يتم الاتفاق عليها، ويُسمى هذه النوع من الإصدارات إصداراً خاصاً.

ثانياً: خصائص السندات: للسندات خصائص تتميز بها عن الصكوك الأخرى، وهي كالآتي:³

- السندات فئة من الأوراق المالية ذات دخل ثابت، تدفع الفوائد لحملة السندات سنوياً، سواء أحققت الشركة أرباحاً أم خسائر.
- يترتب على الشركة المصدرة للسندات حق دائنية، في حين أن السهم يمنح لحامله حق ملكية، لذا يكون لحامل السند الأولية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواءً من أرباح الشركة، أم من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.
- يقبل السند التداول إذا كان اسماً بطريقة القيد في سجلات الشركة وبطريقة التسليم إذا كان لحامله.

¹ محمد بن مسلم الراددي، إدارة البنوك الإسلامية بعد عولمة أسواق المال، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2005، ص 65.

² زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2015، ص 106.

³ تم الاعتماد على:

- محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، بدون دار نشر، بدون بلد، 2002، ص 48، 49.

- زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سابق، ص 52.

- عبد العظيم حمدي، مرجع سابق، ص 52.

- إن قرض السندات عادة ما يكون طويل الأجل يتراوح أجله ما بين عشر سنوات إلى ثلاثين سنة.
- السندات وثائق تمثل اتفاقا بين الشركة المصدرة وبين المستثمرين، تلتزم بمقتضاه الشركة المصدرة للسند إرجاع قيمة القرض؛ أي القيمة الاسمية للسندات المصدرة في فترة محددة على قسيمة السند.
- يجب أن تتضمن وثيقة الإصدار البيانات الآتية: اسم المصدر، عدد السندات المصدرة، الضمانات الممنوحة للحملة مقابل اكتتابهم في السندات المعنية، سعر الإصدار الذي يجب أن يدفعه المكتتب للحصول على السند، والذي عادة ما يساوي القيمة الاسمية له.
- قد تباع السندات بأسعار تقل أو تفوق قيمتها الاسمية، ففي الحالة الأولى (تقل) يعرف الفرق بين سعر البيع والقيمة الاسمية بعلاوة الإصدار، وفي الحالة الثانية (تفوق) يُعرف بعلاوة التسديد.
- ليس لمالك السند حق الاشتراك أو التدخل في إدارة الشركة، حيث لا يحق له حضور الجمعية العمومية للشركة، وليس له حق التصويت أو الرقابة على إدارة الشركة على عكس الأسهم.

الفرع الثاني: أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات لعدد الأنواع، وذلك تبعا للأساس المستخدم للتمييز بينها.

أولا: من حيث الضمان: وتنقسم إلى:¹

1. **السندات المضمونة برهن أصول معينة:** تقدم الشركة المساهمة بعض أصولها ضمانا لحقوق السندات، وفي هذه الحالة تعد السندات مضمونة وإذا فشلت الشركة في مقابلة التزاماتها نحو حملة هذه السندات يمكن لحملة هذه السندات الاستيلاء على هذه الأصول، وبيعها بالمزاد العلني وتحصيل قيمة ديونهم بعد عملية البيع، وهذه السندات قد تكون مضمونة برهن بعض الأصول الثابتة مثل: الأراضي، المباني...، وأحيانا تكون مضمونة برهن أوراق مالية تقدمها الشركة مصدرة السندات، وغالبا ما تكون هذه الأوراق المالية عبارة عن استثمارات دائمة تحتفظ بها الشركة المدنية، ولا ترغب في بيعها.

2. **السندات غير المضمونة بأصول معينة:** ويطلق عليها أيضا اسم السندات البسيطة؛ لأنها غير مضمونة بأية رهونات، وليس صحيحا أن هذه السندات غير مضمونة بالمرّة، بل هناك ضمان يقف خلفها؛ وهو المركز الائتماني والقوة الإيرادية للشركة المصدرة، ومثل هذه السندات قد تستخدمها الشركات ذات المركز المالي القوي الممتاز، فوجود هذا المركز يجعل وجود رهن معين أمرا غير ضروري لاجتذاب المستثمرين.

وعلى العموم لا تعد السندات غير المضمونة بالضرورة أضعف من السندات المضمونة؛ لأن العبرة ليست بالضمان، بل بقوة الشركة الإيرادية ومقدرتها على تحقيق إيرادات كافية لمقابلة التزاماتها نحو حملة السندات من دفع للفائدة السنوية، وسداد للأصل عند حلول ميعاد الاستحقاق.

¹ - محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، مرجع سابق، ص 339، 340.

ثانيا: من حيث الغرض من إصدار السندات: وتنقسم إلى نوعين:¹

1. سندات تمويل: هي السندات التي يتم إصدارها للحصول على الأموال اللازمة للشراء أو المساهمة في شراء الأصول.

2. سندات إعادة التمويل: ونعني بها السندات التي يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الإصدار لسداد التزامات جارية أو لتحل محل إصدار سابق، أو لتحل محل عدد من الإصدارات السابقة (أي لتوحيد الإصدارات السابقة في إصدار واحد).

ثالثا: من حيث العائد المكفول لحملتها: في هذا التقسيم نميز بين ثلاثة أنواع من السندات:²

1. سندات عادية: هي التي يتقاضى حاملها فائدة بمعدل معين يحتسب على قيمة السند، وذلك بغض النظر عن مقدار الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة للسندات، وسواء أحققت الشركة أرباحا أم خسائر.

2. سندات الأرباح: تختلف عن السندات العادية في أن دفع الفائدة يكون في أي فترة تتوقف على تحقيق الشركة المصدرة للسندات للأرباح.

3. سندات مشاركة في الأرباح: هي السندات التي تكفل لحاملها حق الحصول على فائدة ثابتة بمعدل فائدة معينة كحد أدنى بالإضافة إلى مشاركة معينة في الأرباح، التي تحققها الشركة مصدرة السندات، وقد تكون هذه المشاركة محدودة أو غير محدودة.

رابعا: من حيث طريقة سداد الفوائد: ونميز بين نوعين منها:³

1. السندات الاسمية: وهي السندات التي تسجل باسم مالكيها وتنتقل حيازتها من طرف لآخر من خلال عمليات التداول في أسواق الأوراق المالية، ويتم إثبات اسم المتنازل إليه على الصك بمعرفة الجهة المصدرة لتلك الصكوك.

2. السندات لحامله: ويقصد بها السندات التي تكون ملكا لحائزها شأنها في ذلك شأن المنقولات المادية، التي ينطبق عليها قاعدة (الحيازة في المنقول سند الملكية)، ويستطيع حامل السند التصرف فيه بأي طريقة يراها كالبيع أو التنازل أو غيرها.

خامسا: من حيث الأجل: وتنقسم إلى:⁴

1. سندات قصيرة الأجل: هي السندات التي تتجاوز مدتها سنة واحدة أو خمس سنوات فأقل بحسب المصدر، وتتمتع بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة، لذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا، ومن أمثلتها سندات الخزينة.

¹ - محمد سمير الصبان، أحمد بسيوني شحاتة، الأصول العلمية والعملية للمحاسبة المالية في شركات الأموال "شركات القطاعين الخاص والأعمال العام"، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 177.

² - نفس المرجع السابق، ص 177.

³ - عبد العظيم حمدي، مرجع سابق، ص 53، 54.

⁴ - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 89، 90.

2. **السندات متوسطة الأجل:** هي السندات التي يزيد أجلها عن عام ولا يتجاوز سبعة أعوام، أو ما بين خمس إلى عشر سنوات بحسب المصدر، وتكون معدلات الفائدة فيها أعلى من السندات قصيرة الأجل.

3. **السندات طويلة الأجل:** هي السندات التي يزيد أجلها عن سبعة أعوام، وقد تمتد إلى عشرين عاما، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات قصيرة أو متوسطة الأجل، ومن أمثلتها السندات العقارية.

سادسا: من حيث الاسترداد: السندات بهذه الأهمية ثلاثة أنواع:¹

1. **سندات لا يتم استهلاكها بانقضاء مدة معينة:** هذه السندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد، ولهذا فإن الفائدة يجري سدادها أبديا.

2. **سندات لها صفة الاستمرارية:** ويكون لحاملها حق تقديمها للاستهلاك في تاريخ الاستحقاق أو أي تاريخ لاحق، مستفيدا من عوائدها.

3. **سندات تخول لحاملها الحق في استرداد قيمتها بإرادته المطلقة:** ليس لهذه السندات تاريخ محدد للاستهلاك، والأمر هنا يكون رهنا بمشيئة المقرض، فيسترد قيمة السند وقت ما يشاء.

الفرع الثالث: اتجاهات جديدة في السندات

بالإضافة إلى الأنواع السابقة الذكر، نجد اتجاهات جديدة للسندات نذكر منها:²

أولا: سندات لا تحمل معدل كوبون

تباع هذه السندات بخصم القيمة الاسمية على أن يسترد صاحب السند القيمة الاسمية له عند تاريخ الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد، ولذا يرغب حاملها التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

ثانيا: سندات ذات معدل فائدة متحركة

ظهر هذا النوع من السندات في بداية الثمانينيات لمواجهة موجة التضخم، التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات، وعادة ما يحدد مبدئيا سعر الفائدة فيها، ويتم إعادة النظر فيه كل ستة أشهر، بهدف تعديله ليتلائم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

1- أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص 89.

2- تم الاعتماد على:

- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص 21، 22.

- عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 74.

ثالثا: السندات ذات الدخل

لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحا، ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود أن يحصل حامل السند على فوائد ستة أشهر لم تتحقق فيها أرباح من سنة لاحقة.

رابعا: السندات الرديئة (متواضعة الجودة)

أستحدث هذا النوع من السندات في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لنسبة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها، وتصدر هذه السندات الشركات الصغيرة والشركات التي لا تستطيع أن تستوفي متطلبات الإصدار ودرجة الجدارة الائتمانية المطلوبة للإصدارات العادية، ويتم إصدار هذه السندات بعائد أعلى من عائد السندات السائد بهدف جذب المستثمرين وتعويضهم عن المخاطر المصاحبة للاستثمار في هذه السندات، وتدخل هذه السندات في تصنيف المضاربة (أقل من BBB)، وتنتشر هذه السندات في السوق الأمريكية.

خامسا: سندات المشاركة

لم تعطِ سندات المشاركة للمستثمر الحق في الفوائد الدورية فحسب، بل في جزء من الأرباح المنظمة. الفرع الرابع: الفروقات الأساسية بين الأسهم والسندات:

على الرغم من أن كل من الأسهم والسندات يعدان مصدرا من مصادر التمويل المتاحة للشركات، فإن الأموال التي يتم الحصول عليها عن طريق إصدار الأسهم تعد من حقوق الملكية، بينما تعدّ الأموال التي يتم الحصول عليها عن طريق إصدار السندات من الالتزامات طويلة الأجل، ويمكن إبراز نواحي الاختلاف بين السندات والأسهم على النحو الآتي:

جدول رقم: (4.1): أوجه الاختلاف الرئيسية بين الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي

عامل الورقة/الورقة المالية	السندات	الأسهم
1- طبيعة الأداة	- دين على الشركة التي أصدرتها.	- حملتها شركاء في الشركة التي أصدرتها.
2- طبيعة العلاقة مع الشركة	- دائن وليس له الحق في إدارة الشركة.	- مالك بقدر مساهمته فيها وله الحق في إدارتها.
3- الدخل المحقق	- عبارة عن فائدة ثابتة ومحددة في موعد معين ومعروف.	- يحصل حاملها على أرباح، وقد تكون هناك خسارة.
4- مسؤول الإصدار	- قد تصدر عن الشركة أو الدولة، بل يجوز للأفراد إصدارها.	- الأسهم تصدر عن الشركة.
5- كيفية الإصدار	- يجوز إصدارها بعلاوة إصدار أو بخصم إصدارها.	- لا يجوز إصدارها بخصم إصدارها، وإن الجائز إصدارها بعلاوة.
6- طبيعة الإصدارات	- تصدر دائما بعد التأسيس لتوسيع الأعمال، ويكون إصدارها بناء على قرار الجمعية العامة للمساهمين، ويشترط فيها أن لا تزيد قيمتها	- تصدر قبل التأسيس غالبا وكل شركة مساهمة لها أسهم، وليس من الضروري أن يكون لها سندات.

	على رأس مال الشركة المدفوع.	
7- الحق في الحصول على دخل: - من حيث الاسبقية. - من حيث الدخل أو العائد.	- الدرجة الأولى. - محدد وثابت.	- المرتبة الأخيرة بعد أصحاب الأسهم الممتازة. - المتبقي وغير محدد.
8- الحق في الأصول عند التصفية: - الاسبقية. - المبلغ.	- المرتبة الأولى. - محدد.	- المرتبة الأخيرة بعد أصحاب الأسهم الممتازة. - غير محدد.
9- الحق في استرداد القيمة: - تاريخ الاستحقاق	- إجباري. - محدد مسبقا وله تاريخ استحقاق.	- المتبقي (غير إلزامي). - ليس له تاريخ استحقاق إلا في حالتين: • التنازل عنها ببيعها في البورصة. • تصفية الشركة وإعلان إفلاسها.
10- حق الأولوية في الاكتتاب	- ليس لحملة السندات أي حق أفضلية أو أولوية في الاكتتاب في زيادة رأس المال.	- لهم حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال.
11- الحق في إقامة دعوى جنائية	- يحق للدائنين إقامة تكتل للدفاع عن مصالحهم المشتركة.	- من حق كل مساهم إقامة دعوى جنائية ضد أعضاء الإدارة، وذلك بوصفه مساهما في الشركة إذا ما أصابه ضرر فيها.

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

- محمد سمير الصبان، أحمد بسيوني شحاتة، الأصول العلمية والعملية للمحاسبة المالية في شركات الأموال (شركات القطاعين الخاص والأعمال العام)، الدار الجامعية، مصر، ص 180.
- أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وإحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2003، ص ص 101، 102.
- عبد الغفار حنفي، إدارة المصارف، الدار الجامعية، مصر، 2007، 2008، ص ص 557، 558.
- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003، 2004، ص 39.
- محمد أحمد حلمي الطوابي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص ص 57، 58.
- محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، مقدمة في الأعمال والمال، الدار الجامعية، مصر، 2003، 2002، ص 335.

المطلب الثالث: المشتقات المالية والأوراق المهجنة

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين بمختلف أنواعها، يوجد أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية لا يمكن اعتبارها أسهما ولا سندات، حيث كان الغرض الأساسي من انتشارها خاصة في العقود الأخيرة هو جلب الادخار من جميع شرائح المجتمع وحماية المستثمر ضد مخاطر التغير في السعر، ولقد أخذت هذه الأدوات أشكالاً متعددة، وهو ما سيتم توضيحه في هذا المطلب من خلال العنصرين الآتيين: المشتقات المالية، والأوراق المالية المهجنة.

الفرع الأول: المشتقات المالية

تزايدت أهمية صناعة المشتقات المالية في العقدين الأخيرين من القرن الماضي سواء من ناحية حجم التعامل بهذه الأدوات الجديدة، أم من ناحية اتساع عدد المشاركين في أسواق المشتقات.

أولاً: مفهوم المشتقات المالية

تعرف المشتقات المالية بأنها "أدوات مالية مشتقة، بمعنى أنه ليس لها قيمة في ذاتها، وإنما تستمد قيمتها من الأصول محل العقد، ترتب لحاملها التزاماً أو اختياراً لشراء أو بيع أصل مالي، وتشتق قيمة تلك الأدوات من أصول حقيقية مثل (المنتجات الزراعية، المعادن،... الخ) كما قد تتضمن أصولاً مالية مثل: (الأسهم، السندات، العملات، مؤشرات الأسواق...)"¹.

كما تعرف بأنها: "عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، وتلزم الطرف الآخر بالتزام مماثل، وقد يتعلق بأصل مالي أو مبلغ من العملات، أو كمية من المواد الأولية، كما قد يتعلق بمؤشر من المؤشرات، والعقد قد يربط الطرفين بطريقة ملزمة أو يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذها أو عدم تنفيذها، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد"².

نستنتج مما سبق أن المشتقات المالية، عقود تعمل على تجزئة ونقل المخاطر، تشتق قيمتها من أصل معين حقيقي أو مالي؛ وهذا معناه أنها ليست أوراق مالية إنما عقود تابعة منها.

ثانياً: أنواع المشتقات المالية: يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات المالية:

1. الخيارات المالية: تمثل عقود الخيار إحدى الأدوات الاستثمارية الحديثة التي تعطي المستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، وعلى وجه الخصوص مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزعم شراؤها أو بيعها في المستقبل.

¹ - تم الاعتماد على:

- مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، إثناء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص 27.

- Frank j.fabozzi, fraco.modigliani, capital Market, institution and instruments, newjersy, prentic, hall international, Inc, 1992, p 05.

² - محمود سحنون، سميرة محسن، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، ملتقى علمي دولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية: السياسات الاستراتيجية البديلة لعلاج الأزمات المالية والاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي: 20، 21 أكتوبر 2009، ص 3.

أ- **تعريف عقود الخيار:** هي ورقة مالية تعطي الحق في شراء أو بيع أصل ما، وفق شروط معينة، وخلال فترة محددة¹، فعقد الخيار يمثل عقدا بين طرفين، يعطي للمشتري الحق في أن يشتري من المحرر أو أن يبيعه عددا من وحدات أصل حقيقي أو مالي، بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق، وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كان التنفيذ في غير صالحه، وذلك في مقابل تعويض يدفعه المحرر يطلق عليه مكافأة، ويدفع هذه التعويض عند التعاقد، وغير قابل للرد وليس جزءا من قيمة الصفقة².

ب- **أركان عقد الخيار:** وتتضمن مايلي:

- **مشتري الحق:** هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الاختيار، ويكون له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد مقابل دفع مكافأة لمحرر الاختيار.
- **محرر الاختيار:** هو الشخص الذي يحرر عقد الخيار مقابل مكافأة يتحصل عليها مقابل ذلك من مشتري الاختيار³.
- **سعر التنفيذ:** وهو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد، وعادة ما يكون هو السعر الجاري للورقة في السوق.
- **السعر السوقي:** وهو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق⁴.
- **الموجودات الأصلية:** لا بد لعقود الخيارات أن تكون لها علاقة بالموجودات المحددة، ومثال على ذلك (أسهم معينة، مؤشرات عملة أجنبية، سلع...) ⁵.
- **تاريخ التنفيذ:** وفقا لهذا التصنيف نجد ثلاثة أنواع حسب تاريخ الاتفاق:
- **الخيارات الأمريكية:** وهي عقد خيار يمكن أن ينفذه المشتري في أية لحظة شاء، وإن كانت قبل تاريخ الاستحقاق للخيار.
- **الخيارات الأوروبية:** وتمثل عقدا يعطي لمشتري الخيار الحق في بيع أو شراء عدد من الأصول المالية من بائع الخيار، وذلك لقاء سعر متفق عليه مسبقا، على أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء الحق، والمتفق عليه بين الطرفين⁶.

¹- f.Black, mscholes, the pricing of option and corporate liabilities, the journal of political Économie, v 81, 13, May-Jun 1973, p 673.

²- منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات، توزيع منشأة المعارف، جلال حزي وشركاه، مصر، 2007، ص ص 6، 5.

³- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق، ص 261.

⁴- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، مصر، 2004، 2005، ص ص 311، 312.

⁵- جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 339.

⁶- لخضر مرغاد، الخيارات المالية من منظور اقتصاد المشاركة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، العدد 17، نوفمبر 2009، ص 16.

- الخيارات الآسيوية: يختلف عقد الخيار الآسيوي عن الأمريكي والأوروبي في تحديده لسعر التنفيذ، إذ يتم تحديد سعر التنفيذ في عقد الخيار الآسيوي بناء على متوسط أسعار الأصل المضمن في العقد منذ إبرام العقد، وحتى تاريخ إنتهاء العقد أو ما يسمى بالمتوسط السعري¹.
 - العلاوة: وهو المبلغ المتفق عليه في مقابل الحق الذي يدفعه حامل الحق إلى محده، نظير منحه المشتري حق الخيار، وتسمى ثمن الخيار أو مكافأة الخيار².
- ج- أنواع عقود الخيارات: نميز بين ثلاثة أنواع أساسية لعقود الخيارات هي:
- جدول رقم: (5.1): أنواع عقود الخيار

البيان	خيار الشراء	خيار البيع
الخيار المريح	سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر التنفيذ
الخيار غير مريح	سعر السوق < سعر التنفيذ	سعر السوق > سعر التنفيذ
الخيار المتكافئ	سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ

المصدر: لخضر مرغاد، الخيارات المالية من منظور اقتصاد المشاركة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، العدد 17، نوفمبر 2009، ص 16.

تحليل الجدول أعلاه:

بالنظر إلى المعادلات السابقة ولتقريب الصورة أكثر نستعين بمثال عددي لشرح الجدول، ففي حالة الشراء نفترض قيام السيد "س" بالاتفاق مع السيد "ع" على شراء أوراق مالية بسعر تنفيذ 100 دج للورقة خلال مدة قدرها 3 أشهر.

وبعد انقضاء المدة يرتفع سعر الأوراق المالية إلى ما يعادل 130 دج للورقة في السوق، ففي هذه الحالة إن السيد "س" سيقوم بتنفيذ الصفقة؛ لأنه سيقوم بالشراء بـ 100 دج بدلا من 130 دج في السوق؛ لأن سعر السوق < سعر التنفيذ، والخيار في هذه الحالة مريح؛ لأن السيد "س" المشتري سيربح الفرق بين سعري التنفيذ والسوق وهو: $130 - 100 = 30$ دج، أما إذا انخفض سعر الورقة إلى أقل من سعر التنفيذ (100) سيكون الخيار غير مريح بالنسبة للمشتري، وبطبيعة الحال يكون هذا الخيار متكافئا إذا تساوى سعر السوق وسعر التنفيذ، فالمشتري هنا له كامل الحرية في التنفيذ من عدمه سواء تنفيذ الصفقة مع البائع أو إلغاؤها والتوجه إلى السوق للشراء.

وفي حالة خيار البيع، وبأخذ معطيات المثال السابق نفسه نجد أن السيد "ع" مشتري الحق لن ينفذ صفقة البيع؛ لأنه يستطيع البيع بسعر أعلى من سعر التنفيذ (100) إذا ما توجه إلى السوق، وإذا نفذ البائع الصفقة يكون خياره غير مريح؛ لأن سعر السوق < سعر التنفيذ، والعكس صحيح يكون خيار البائع مربحا إذا انخفض سعر السوق عن سعر التنفيذ، لكي يستطيع البائع تنفيذ الصفقة ويخرج رابحا منها.

¹- إبراهيم أحمد أونور، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ص 5.

²- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية "أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات"، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 408.

ويكون الخيار متكافئاً في حال تساوي السعرين وكما هو الحال عند المشتري، فمن حق البائع تنفيذ الصفقة أو التخلي عنها نظراً لتساوي السعرين (السوقي وسعر التنفيذ).

2. العقود الآجلة والعقود المستقبلية: أدى تطور التعامل بالعقود الآجلة وتوسيعها إلى إيجاد تقنيات قيام العقود المستقبلية، التي أصبحت واسعة في البورصات المنظمة وغير المنظمة على حد سواء، لذلك فالصورة الأولى للعقود المستقبلية كانت العقود الآجلة.

1.2- العقود الآجلة: وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل مالي أو عيني في وقت لاحق وبسعر يحدد مسبقاً، حيث تتعاقد مؤسستان أو مؤسسة مالية وشركة أعمال على إتمام الصفقة بسعر معين وبكمية محددة في موعد لاحق¹؛ أي أن العقود الآجلة يلتزم بشراء أو بيع أصل معين في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر متفق عليه، وفي ظل هذا العقد فإن المشتري يلتزم بشراء أصل معين، كما أن البائع يلتزم ببيعه بذلك السعر، مع وجود مرونة في التفاوض في تكوين شروط العقد.²

2.2- العقود المستقبلية:

أ. تعريف العقود المستقبلية: العقود المستقبلية هي عقود قانونية ملزمة تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية نمطية محددة من إحدى الأدوات المالية المعينة بذاتها، وبسعر محدد في وقت إبرام العقد، على أن يتم التسليم في وقت لاحق في المستقبل.³

ب. خصائص العقود المستقبلية: تتميز العقود المستقبلية بخصائص أهمها⁴:

- يتم فيها الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد، وبذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها، إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ، والذي قد يكون مرتفعاً.

- يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة توكل لها عادة تنظيم التسويات، التي تتم يومياً بين طرفي العقد.

- لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي يلزم كل منهما عادة بأن يسلم للوسيط في تاريخ نشوء العقد هامشاً معيناً يسمى margin تتراوح قيمته عادة بين 5-15% من القيمة الإجمالية للعقد، ولا يتم استرداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد، ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد، ومن ثمة، أثر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته، ومما هو جدير بالذكر أنه لا سبيل للتعامل في سوق العقود المستقبلية إلا من خلال بيوت السمسرة.

¹ -aimé xannavino, les marchés financiers internationaux, dunod, France, 1999, p p 62,64.

² -b.Jaquellot. And b. solinc, marchés financiers: gestion de portefeuille et de risque, 3^{ème} édition, dunod, 1997, p267.

³ -مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب، مصر، 1997، ص 178.

⁴ -سمير بوعافية، مصطفى قريد، التعامل بالمشنقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية الحالية، ملتقى علمي دولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية: السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 20، 21 أكتوبر 2009، ص12.

- إذا كان من الممكن تحرير عقود مستقبلية على أي سلعة، فإن قليلا من السلع تتوافر فيها الشروط التي تناسب الأسواق المنظمة للعقود المستقبلية، ومن أهمها: أن تكون السلعة قابلة للتخزين، قابلة للتميط من حيث الكمية والجودة، أن تكون ذات قيمة مقارنة بحجمها، وأن يكون هناك طلب نشط على هذه السلعة بما يحقق السيولة لسوقها.

ج. أنواع العقود المستقبلية: من أهم تلك العقود نجد:

1- **العقود المستقبلية على الأسهم:** وهي اتفاقية شراء أو بيع السهم بسعر ثابت في تاريخ مستقبلي، فعلى عكس عملية شراء الأسهم التقليدية، فصاحب العقد لا يملك الأوراق المالية، ولذلك لا تحقق له أرباح الأسهم محل العقد ولا يحق دعوته لاجتماعات المساهمين، ففي السوق الفورية يمكنه كسب الأرباح عندما يرتفع سعر السهم، أما في سوق العقود المستقبلية للأسهم، يمكنه كسب المال عندما ينخفض السعر.

2- **العقود المستقبلية على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت:** يطلق عليها أيضا لقب العقود المستقبلية على أسعار الفائدة، وهي عقد إلزامي بين المشتري والبائع على التسليم المستقبلي لأصول مالية مدرة للفوائد تستخدمها الشركات التي قد تعاني من الخسائر الناجمة عن تقلبات أسعار الفائدة (مثل: البنوك، شركات السمسرة، وشركات التأمين)، كما يمكنها استخدام هذه العقود للحماية والتقليل من المخاطر، أما المضاربون فيستخدمون هذه العقود للمراهنة على انخفاض أو ارتفاع أسعار الفائدة في السوق مستقبلا.¹

3- **العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:** المؤشر رقم يشير إلى حركة الأسعار الخاصة بالأسهم في السوق، ويتم استخلاصه من أسعار مجموعة من الأسهم التي يعتقد أنها عينة تمثل الأسهم المتداولة فيه. والتعاقد على مؤشرات الأسهم هو التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للطرف الآخر مبلغا من النقود يسمى سعر الشراء (يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر والمبلغ المتفق عليه في التاريخ المتفق عليه) يدفعه البائع إن كانت قيمة المؤشر أعلى من سعر الشراء، ويدفعه المشتري إذا حدث العكس، وعادة ما يضرب هذا المبلغ (الفرق بين قيمة المؤشر وسعر الشراء) في قيمة ثابتة يطلق عليها المضاعف، ويختلف قدرها من مؤشر إلى آخر، وتبلغ في معظم المؤشرات إلى 500.

ويمكن لأحد الطرفين أن يغلق مركزه في السوق في أي يوم قبل التاريخ المتفق عليه للتسليم، وذلك بإبرام صفقة عكسية؛ أي عقد بيع إن سبق له إبرام عقد شراء، أو عقد شراء إن سبق له إبرام عقد بيع. وكما هو واضح فليس هناك معقود عليه في الحقيقة؛ أي ليس هناك شيء مباع في العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم، ولذا فإنه يتم تسوية العقد بين الطرفين تسوية نقدية، وذلك بالمحاسبة على الفرق بين سعر الشراء وقيمة المؤشر في تاريخ التسليم.²

¹ - سهام عيساوي، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال " دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015، ص 77.

² - مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص ص 955، 957.

4-العقود المستقبلية على أسعار الصرف: تتعرض أسعار صرف العملات للتقلب من وقت لآخر، ولذلك فمن يملك عملة أجنبية، أو يتوقع الحصول عليها في تاريخ لاحق ثمننا لسلم قام بتصديرها مثلا، يكون عرضة لانخفاض سعر العملة عندما يريد تحويلها إلى عملته المحلية أو عملة أخرى، كما أن من ينوي شراء عملة أجنبية في تاريخ لاحق، للقيام بتسديد مستحقات عليه تحل في هذا التاريخ بهذه العملة مثلا، يكون عرضة لمخاطر ارتفاع سعرها، ومن هنا، فقد ابتكرت عدة أساليب للحماية من مخاطر ارتفاع أو انخفاض أسعار العملات الأجنبية، ومن هذه الأساليب إبرام العقود المستقبلية لشراء أو بيع تلك العملات، وبخاصة العملات الأجنبية الرئيسية المرتبطة بالنشاط التجاري العالمي، كالدولار، اليورو، الين الياباني، والدولار الاسترالي¹.

تم وضع العقود المستقبلية على سعر الصرف في أوائل السبعينات في الولايات المتحدة، وتم تداولها في سوق النقد الدولي في بورصة شيكاغو التجارية، وكانت العقود المستقبلية لسعر الصرف واحدة من أنجح العقود في وقت مبكر، أما الآن فهناك عديد البورصات الخاصة بالعقود المستقبلية في جميع أنحاء العالم يتداول بها هذا النوع من العقود، والتي يتم تسعيرها على أساس العملات الأجنبية إلى العملة المحلية²، وكغيرها من أنواع العقود المستقبلية، فإنه يُتوقع أن تُسفر تلك العقود عن تسليم وتسلم للعملات المتعاقد عليها، وإنما يقوم المتعاقدون بالخروج من السوق عن طريق إبرام صفقات عكسية، يبيعون فيها ما سبق أن اشتروه، أو يشترون ما سبق أن باعوه، ويتولى بيت التسوية تلك العقود نيابة عنهم³.

د. بين عقود الخيارات وعقود المستقبلية

1. أوجه الشبه: بعد التطرق لكل من عقود الخيار والعقود المستقبلية، تأكد لنا وجود سمات مشتركة بينها، والتي يمكن توضيحها في الجدول الآتي:

جدول رقم: (6.1): أوجه التشابه بين الخيارات والمستقبلية

عقود المستقبلية	عقود الخيارات
- يغطي العقد المستقبلي فترة مستقبلية.	- يغطي عقد الخيار فترة مستقبلية.
- إن قيمة المستقبلية لا يخول حاملها أي حق على الأصل محل التعاقد في أي لحظة قبل حلول ذلك التاريخ.	- إن قيمة عقد الخيار ذاته لا تظهر إلا في تاريخ التنفيذ.
- إن عقود المستقبلية تعطي حاملها الحق في شراء وبيع الأصل في تاريخ لاحق بسعر يحدد عند التعاقد.	- إن عقود الخيارات تعطي حاملها الحق في شراء وبيع الأصل في تاريخ لاحق بسعر يحدد عند التعاقد.
- إن التعامل في سوق المستقبلية أيضا ينطوي على درجة عالية من الرفع.	- إن التعامل في سوق الخيارات ينطوي على درجة عالية من الرفع.

المصدر: -هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، دار الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 99.

¹ - هشام السعداني خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية: دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص 261.

² - purcell wayne, koontz stephen, agricultural futures and options principles and startegies, prentice hall, edition, etat-unic, 1998, p 257.

³ - هشام السعداني خليفة بدوي، مرجع سابق، ص 261.

2. أوجه الاختلاف: بعد التعرض لأهم أوجه التشابه بين عقود الخيارات المالية وعقود المستقبلية، لا بدّ من التعرف على أبرز الاختلافات بينهما، والتي يمكن أن تتضح في الجدول الآتي:

جدول رقم (7.1): الاختلافات بين عقود الخيارات والمستقبلية

عقود الخيارات	عقود المستقبلية
- يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه. - تقتصر خسارة المشتري في عقود الخيار على قيمة المكافأة المدفوعة. - لا يحق لمشتري الخيار استرداد قيمة المكافأة المدفوعة للمحرر عند التعاقد.	- العقود المستقبلية هي عقود واجبة التنفيذ لشراء أصل (سلعة أو ورقة مالية) محل التعاقد بالسعر المحدد، على أن يتم تسليم ودفع القيمة في تاريخ لاحق. - إن الخسارة في حالة العقود المستقبلية قد تمتد لتشمل ولو نظريا القيمة الكلية للعقد. - يتعين على طرفي عقود المستقبلية إيداع هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة يمكن استرداده في حالة تنفيذ العقد، أو لم يتعرض المستثمر للخسارة.

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على: - هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الورقة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 100.

- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات للتحويل الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها، دار الفكر الجامعي، مصر، 2015، ص 82.

هـ. الفروق الجوهرية بين العقدين المستقبلي والأجل: في ضوء ما تقدم يتضح أن هناك اختلافا بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية في كثير الصفات كما يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم (8.1): مقارنة بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقود	- شخصية: ويتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد.	- نمطية التداول في سوق منظمة هي البورصة.
ثبات السعر المحدد في العقد	- يظل السعر ثابتا خلال فترة العقد، ويتم دفع المبلغ الإجمالي في نهاية مدة العقد.	- تتم مراقبة الأسعار بصفة توصية، وهذا ما يعني تعديل سعر العقد بصفة مستمرة حسب تغيرات سعر الأصل محل العقد.
تسليم الأصل محل التعاقد	- يتم إنهاء العقد بالتسليم عادة.	- لا يتم عادة إنهاء العقد بتسليم الأصل أو الشيء موضوع العقد، وفي حقيقة الأمر فإن نسبة 2% من العقود المتداولة يتم إنهاؤها بالتسليم.
ضمانات تنفيذ الالتزامات الواردة في العقد	- نوايا أطراف العقد والملاءة التي يتمتعون بها. - عادة ما تبرم هذه العقود بين مؤسستين ماليتين أو مؤسسة مالية وأحد عملائها.	- غرفة المقاصة أو التسوية تكون هي الطرف الآخر في أي عقد مستقبلي، فكل مشتري في أي عقد مستقبلي تكون غرفة المقاصة هي البائع له، وكل بائع تكون هي المشتري منه.
نظام الهوامش	- يحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد.	- يتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار.
الربح والخسارة	- يتحقق الربح والخسارة في تاريخ التسليم.	- يتحقق الربح والخسارة يوميا عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار.
سوق العقد	- يتم تداول العقود الآجلة في أسواق غير منظمة.	- يتم تداول العقود المستقبلية في الأسواق المنظمة.
المزايا	- مرونة في التفاوض على أي شروط مرغوبة من	- تنطوي على مخاطر ائتمان قليلة مقارنة مع العقود الآجلة.

طرفي العقد. - سهولة الاستخدام.	- تكون أكثر سهولة من العقود الآجلة فأى طرف إذا رغب في تصفية موقفه يستطيع أن يدخل في مركز معاكس لمركزه الأول.
العيوب	- التعرض لمخاطر الائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة أحد أطراف العقد على الوفاء بالتزاماته. - لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد كونها عقود نمطية ومحددة الشرط بواسطة البورصة.
أسلوب التعامل	- يتم التعامل بالتلفون والتلكس بين العميل والبنك الذي يتعامل معه. - يتم عقد الصفقات في سوق العقود المستقبلية من خلال جلسة مفتوحة بالمزاد العلني open outcry.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

1- مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب، مصر، 1997، ص 188.

2- جليل كاظم العارضي، أحمد ميري أحمد، استعمال عقود المستقبلات لأغراض المضاربة: مدخل استراتيجي (دراسة استشرافية لعينة من القطاع المصرفي الخاص)، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية دورية فصلية علمية محكمة تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد 9، العدد 04، 2007، ص 76.

3- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية "المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص ص 112، 114.

4- حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان، علي أحمد فارس، المشتقات المالية، دار اليازودي، الأردن، 2011، ص 363.

3. عقود المبادلة: إن أهم ما توصلت إليه علوم الهندسة المالية³ من طرق التحوط؛ عقود المبادلات التي تعد من أهم الأركان الأساسية للمشتقات المالية، مع الخيارات والمستقبلات.

أ. مفهوم عقود المبادلة: تدعى عقود المبادلة أيضا عقود المقايضات، وهي: "التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين، مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط تنفيذ شروط معينة يتفق عليها عند التعاقد"¹.

ب. دواعي قيامها: تُمارس عمليات المبادلة في الأحوال الآتية²:

- تحويل عملة ما إلى عملة أخرى بشكل مؤقت وبدون الاحتفاظ بمركز العملة الأجنبية، ويستخدم هذا الأسلوب في عمليات الترويج المغطى بأسعار الفوائد.
- تُستخدم عمليات المبادلة لخلق وضع آجل مقابل وضع آجل، كأن يبيع إسترليني مقابل دولار تسليم آجل لمدة ثلاثة شهور، ثم شراء إسترليني مقابل دولار تسليم شهر واحد، وذلك لتوقع تغير مقدار العلاوة أو الخصم، الذي يعكس فروق أسعار الفائدة على العمليتين لصالح المتعامل.
- تستخدم عمليات المبادلة في خلق وضع مضاد للوضع المشار إليه في النقطة السابقة بعد جني الأرباح، التي تحققت نتيجة تغير أسعار الفائدة لصالح المتعامل.

ج. أنواع عقود المبادلات: تتضمن عقود المبادلات عدة أنواع، تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد، ويمكن توضيح أهم أنواعها في الآتي:

*-الهندسة المالية: هي عملية تطبيق للقواعد العلمية والنماذج الرياضية في شكل قرارات حول: التوفير، الاستثمار، الاقتراض، الاقراض وإدارة المخاطر.

1- محمد خميسي بن رجم، تغطية مخاطر الصرف على مستوى المؤسسة الاقتصادية باستخدام المشتقات المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، العدد 19، جوان 2010، ص 83.

2- مدحت صادق، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2001، ص 111.

1. **مبادلة العملات:** ويتضمن هذا العقد مبادلة بين عملتين بشراء أحدهما وبيع الأخرى على أساس السعر الفوري، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر مبادلة يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والاقتراض لكل من العملتين، وخلال سريان العقد يدفع كل طرف للآخر فائدة للعملات التي استلمها والتي تحتسب بإحدى الطرق التالية:¹

– على أساس سعر ثابت لكلا العملتين.

– على أساس سعر متغير لكلا العملتين.

– على أساس سعر ثابت لعملة مقابل سعر متغير للعملة الأخرى.

2. **مبادلة أسعار الفائدة:** هي عقود يدفع فيها كل طرف مدفوعات الفائدة على قرض الطرف الآخر بدلا من قرضه هو، وتهدف إلى التحوط من مخاطر ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة، ويوجد نوعان لعقود مبادلة أسعار الفائدة، هما:²

1.2 **عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغيرة:** وفيها يهدف مشتر عقد المبادلة (المقترض) إلى التحوط ضد مخاطر أسعار الفائدة، ويحصل على الفرق بين السعيرين، إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أعلى.

2.2 **عقود مبادلة معدل الفائدة المتغيرة بمعدل الفائدة الثابتة:** يهدف مشتري العقد (المستثمر) إلى التحوط من مخاطر انخفاض أسعار الفائدة.

3. **مبادلات الخيار:** وهي خيار الدخول في مبادلة معينة في تاريخ مستقبلي، وبالتالي، تجمع بين خصائص كل من عقدي المبادلة والخيار.³

4. **المبادلات الآجلة:** وهي عقد مبادلة لأسعار الصرف أو الفائدة، ويتم الاتفاق فيها على التنفيذ مستقبلا في تاريخ محدد.⁴

الفرع الثاني: الأوراق المهجنة

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات المديونية بمختلف أنواعها، توجد منتجات مالية لا يمكن اعتبارها لا أسهما ولا سندات لأنها تجمع بين صفاتها وخصائصهما، وهذا ما سيوضحه الفرع الثاني من مفهوما وأشكالها.

¹ - هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 88، 89.

² - محمد خميسي بن رجم، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، ملتقى علمي دولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية (الدولية والحكمة العالمية: السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عباس فرحات سطيف، يومي 20، 21 أكتوبر 2009، ص 09.

³ - عبد الله سامح محمد سليمان أبو مسامح، المشتقات المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الحلقة "2"، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، مجلة شهرية فصلية تصدر عن المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع مركز الأبحاث فقه المعاملات الإسلامية، العدد 11، أبريل 2013، ص 27.

⁴ - نفس المرجع السابق، ص 27.

أولاً: مفهوم الأوراق المهجنة

تعرف الأوراق المالية المهجنة بأنها أوراق مالية جديدة، لم تُعد تميز وبشكل قاطع بين الصفات التي تتمتع بها أدوات المديونية؛ أي السندات وأدوات حقوق الملكية؛ أي الأسهم، بل مزجت بين خصائص وسمات كل منهما، وعليه، فإن للأوراق المهجنة بعض صفات ومميزات الأسهم بمختلف أنواعها، كما تحمل في الوقت نفسه بعض مميزات وصفات السندات، وبالتالي، لا يمكن عدّها أسهماً أو سندات، حيث إنها خليط بينهما¹.

ثانياً: أنواع الأوراق المهجنة: يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من الأوراق المهجنة

أ. الأسهم الممتازة:

1- تعريف الأسهم الممتازة: السهم الممتاز مصدر مهم من مصادر التمويل طويلة الأجل للشركات المساهمة العامة، وتمتاز بجمعها بين صفات أموال الملكية والاقتراض²، فالسهم الممتاز له نصيب محدد من الأرباح بحد أعلى أو أدنى، وهو بذلك يشبه السند، كما أنه يمثل جزءاً من الملكية يحق لحامله المشاركة في الأرباح المتحققة مُشابهاً السهم في ذلك، فالسهم الممتاز يمثل وثيقة تحمل قيمة اسمية تصدرها المنشأة، ويحق لحامله بما يعادل قيمة أسهمه ملكية جزء من المشروع³.

2- حقوق حملة الأسهم الممتازة: تعطي الأسهم الممتازة لأصحابها مزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية، وتعطي لهم حقوقاً إضافية على الحقوق الأساسية لحاملي الأسهم، ومن بين هذه المزايا نجد:⁴

- لأصحاب الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة المصدرة توزيعها.
- غالباً ما يضع نظام الشركة المصدرة حداً أقصى لمقدار ما يوزع من الأرباح على أصحاب الأسهم الممتازة.

- لا يتمتع أصحاب الأسهم الممتازة بحق التصويت بشكل دائم.
- تتمتع الأسهم الممتازة بأولوية استرداد القيمة (أو جزء منها) في حالة تصفية الشركة المصدرة.
- قد تكون الأسهم الممتازة من نوع "المجمعة للأرباح"؛ وهذا يعني أنه عند تحقيق الشركة المصدرة للأرباح وعدم توزيعها، فإن حصتها في هذه الأرباح لا تسقط في العام التالي، كما أن هذه الأسهم قد تكون غير مجمعة للأرباح؛ أي أن حقها في الأرباح عند تحققها وعدم توزيعها، يسقط في الفترة القادمة.

¹- نسيم أوكيل، أحمد دبش، أحمد يحيوي، الرقابة على أسواق الأوراق المالية "مع الإشارة لحالة بعض الأسواق المالية العربية"، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، مجلة تصدر عن مخبر الإصلاحات الاقتصادية، التنمية واستراتيجيات الاندماج في الاقتصاد العالمي، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، العدد 15، 2013، ص 110.

²- مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 113.

³- عبد المعطي أرشيد، حسني علي خريوش، أساسيات الإدارة المالية، دار زهران للنشر، الأردن، 2013، ص 199.

⁴- مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الأول: أدوات وآليات لنشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2003، ص 85.

3- أوجه الشبه والاختلاف بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية: بحكم جمع الأسهم الممتازة بين صفات الأسهم العادية والدين، فإنها تتشابه مع الأسهم العادية في بعض الجوانب، وتختلف معها في جوانب أخرى.

✓ التشابه مع الأسهم العادية: تتشابه الأسهم الممتازة مع الأسهم العادية في النواحي الآتية:¹

1. كلاهما يمثل أموال الملكية في الشركة المساهمة.
2. لا يوجد تاريخ محدد لردها للمالكين.
3. الشركة ليست ملزمة بدفع عائد ثابت على هذين النوعين من الأوراق المالية.
4. إن عدم دفع العوائد لحملتها لا يؤدي إلى الإفلاس.
5. يستحقان العائد فقط بعد الدفع، أو الأخذ في الحسبان جميع التكاليف والنفقات اللازمة لقيام الشركة بأعمالها.
6. العوائد المدفوعة لحملتها لا تخصم من الدخل الخاضع للضريبة.

✓ الاختلاف مع الأسهم العادية: تختلف الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية في نواحٍ ثلاثة:²

1. يتمتع حملة الأسهم الممتازة بالأولوية في الحصول على الأرباح على حملة الأسهم العادية.
2. هناك حد أقصى لما يمكن أن يحصل عليه حملة الأسهم الممتازة، في حين لا يوجد مثل هذا الحد بالنسبة لحملة الأسهم العادية.
3. غالباً لا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت، في حين يكون هذا حق لحملة الأسهم العادية.

4- أنواع الأسهم الممتازة: للأسهم الممتازة أنواع وذلك حسب الميزة المقدمة لها، حيث نجد:

✓ الأسهم الممتازة العادية: يستحق حامل السهم الممتاز التوزيعات النقدية الثابتة من الأرباح في حالة موافقة الجمعية العمومية للمساهمين على التوزيع، وفي حالة تحقق الأرباح خلال العام المالي ولم يتم توزيع أرباح نقدية لحملة الأسهم الممتازة العادية في إحدى السنوات، فلا يحق لهم المطالبة مستقبلاً بهذه التوزيعات بأثر رجعي عن سنوات مالية ماضية.

✓ الأسهم الممتازة المجمعة: تعطي هذه الأسهم لحامل السهم حق المطالبة بالتوزيعات النقدية للأرباح

التي لم توزع في حالة تحقيق أرباح في سنوات سابقة بأثر رجعي في أي سنة مالية.³

5- اتجاهات جديدة في الأسهم الممتازة: إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية، هناك الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة، والأسهم الممتازة التي لها حق التصويت.

¹- تم الاعتماد على:

- محمد صالح الحناوي، محمد فريد الصحن، مرجع سابق، ص 329.

- مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 113.

²- مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 113، 114.

³- أسامة عبد الخالق الأنصاري، مرجع سابق، ص 23.

✓ **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** لا يحصل حامل السهم الممتاز على توزيعات أرباح ثابتة أو على أساس نسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم، بل تكون التوزيعات متغيرة كل فترة زمنية معينة بناء على معدل التغير الذي يحدث في عائد الأوراق الحكومية وهي سندات الخزينة، ويطبق ذلك في الولايات المتحدة الأمريكية منذ سنة 1982، حيث تم ربط توزيعات أرباح الأسهم الممتازة بمعدل العائد على سندات الخزينة الأمريكية على أن يتم تعديل نصيب الأسهم الممتازة من الأرباح مرة كل ثلاثة شهور في ضوء التغير الذي يحدث في معدل العائد على هذه السندات.¹

✓ **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** هي الأسهم التي تُعطى تعويضا لحملة الأسهم العادية من انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي²، أو تعويضهم بأسهم ممتازة لها حق الأولوية في توزيعات الأرباح والحق في التصويت في الجمعية العمومية للشركة، حيث يمكن إصدار أسهم ممتازة ذات أصوات متعددة إذا ما خولت لحاملها الحق في أكثر من صوت في الجمعية العمومية للشركة.³

ب. شهادات الاستثمار: عبارة عن شهادات تمثل جزءا من رأس مال الشركة المصدرة، تُعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائدها مثلها مثل الأسهم العادية، وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة، حيث تلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأس مالها الخاص، وبالتالي، فالشركة تحصل على أموال خاصة، وذلك دون فقدانها للمراقبة⁴، وهي ثلاث فئات:⁵

النوع 1: ذات الفائدة السنوية معلومة النسبة، تزيد قيمتها كل ستة أشهر، وقد تزداد ليصل إجمالي الزيادة في نهاية 10 سنوات إلى 65% من المبالغ المودعة.

النوع 2: وهي ذات العائد الجاري، وهذا النوع يعطي لصاحب المال 5% سنويا، يصرف كل 6 أشهر باستمرار مع الاحتفاظ بالشهادة لمدة 10 سنوات.

النوع 3: ذات الحوافز؛ وهي شهادات ليست لها فائدة، وإنما لها جائزة يجري عليها السحب خمس مرات كل شهر، وتوزع الجوائز فيه على أرقام الشهادات الفائزة.

ج. الأوراق المالية التي تصدرها هيئات التوظيف الاجتماعي: تشمل هذه الأوراق المالية، الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات ذات رأس المال المتغير، والحصص التي تصدرها صناديق التوظيف الجماعي.⁶

¹ - عبد العظيم حمدي، مرجع سابق، ص 46، 47.

² - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، مرجع سابق، ص 21.

³ - أسامة عبد الخالق أنصاري، مرجع سابق، ص 47.

⁴ - Y.Simon, *encyclopedie de marches financières, economica, france, 1997, p 03.*

⁵ - رمضان حافظ عبد الرحيم، موقف الشريعة الإسلامية من البنوك، المعاملات المصرفية، التأمين، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، مصر، 2005، ص 30.

⁶ - نسيم أوكيل وآخرون، مرجع سابق، ص 110.

المبحث الرابع: التحليل في سوق الأوراق المالية

تعد نظرية كفاءة السوق إحدى أهم الموضوعات التي تناولتها أدبيات السوق المالية، وضمنه فإن للمستثمرين أهداف مختلفة فبعضهم يتبنى موقفا قصير الأجل، والبعض الآخر موقفا طويل الأجل، وقد يبني فريق آخر التحفظ في الاستثمار في الأوراق المالية، بينما يكون فريقا آخر مضاربا عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، فيأتي كل من التحليلين الفني والأساسي متباينين في أدواتهما المستعملة للوصول إلى هذا القرار.

المطلب الأول: فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية

تثير فرضية السوق الكفاء كثير الجدل، فيرى البعض أن كفاءة سوق الأوراق المالية لا تتحقق إلا إذا وجد فيه عدد من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق كفاء، فيتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على المعلومات الإضافية، وتحليلها للاستفادة في تحقيق أرباح غير عادية.

الفرع الأول: مفهوم ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

سنتعرض في هذا الفرع إلى تعريف مصطلح الكفاءة السوقية، كما يستدعي الوضع تفريقها عن مصطلح الفعالية، ومن ثمة، التعرف على متطلبات السوق الكفاءة.

أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

تعرف كفاءة سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تستجيب فيها كافة أسعار الأوراق المالية على وجه السرعة لكل المعلومات والبيانات المحاسبية وغير المحاسبية فور الإفصاح عنها، ويكون من شأنها صياغة المتعاملين لقراراتهم الاستثمارية، غاية تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للورقة المالية.¹

ويعد السوق كفوًا عندما تكون أسعار الأسهم قريبة أو تساوي القيمة الحقيقية، فبهذا يضمن السعر العادل للسهم، ويحسب هذا السعر بناء على العوائد التي يحققها السهم؛ أي أن السهم يولد عوائد تعوض المستثمر عن المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها نتيجة استثماره في السهم.

$$\text{Prixajuste} = \frac{D_1}{(1+t)^1} + \frac{D_2}{(1+t)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+t)^n} \quad \text{حيث:}$$

P: السعر العادل للسهم، D: التدفقات النقدية للسهم (خلال الفترات من I إلى N)،

N: معدل الخصم لهذه التدفقات النقدية.

يتضح من خلال التعريف السابق لنظرية الكفاءة أنه في ظل السوق الكفاء لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق، وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة العادلة للورقة المالية،

¹- Waltes R, Zimmerman J, Positive accenting Theory, N.J, Englewood, cliffs, Prentice Hall, 1986, p p15- 18.
- C.Jones, investment analysis and management, A, Jhon Wiley and sons, New York, 1998, P270.

وهو ما يضمن تغييرا فوريا في السعر، وبالتالي، لن تتاح لأي مستثمر معلومات خاصة من شأنها أن تمنحه فرصة لتحقيق أرباح غير اعتيادية على حساب المستثمرين الآخرين.¹

ولكي تتحقق كفاءة السوق لابد من توافر الشروط الآتية:²

- اتصاف المستثمرين بالرشد في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثرواتهم.

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع، وفي الوقت نفسه دون تكاليف.

- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.

- وجود عدد كبير من المتعاملين؛ وهذا ما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.

- في مثل هذا السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون؛ لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فحسب.

ويتداخل مفهوم الكفاءة مع مصطلح الفعالية، ففعالية السوق تعني قدرة السوق المالية على القيام

بدورها الإيجابي في الاقتصاد، ولتحقيق فعالية السوق لابد من توفر الشروط الآتية:³

-وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين، مع العلم أن هذا المكان قد يكون افتراضيا، وغير مادي.

-سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة أو عن طريق وسطاء.

-تعدد الأوراق المالية المطروحة والمتداولة.

-وجود مؤسسات متخصصة في أمور البورصة، والتعامل فيها من شركات ومؤسسات مالية وسيطة.

-أن تكون المؤسسات المصدرة للأوراق المالية ذات سمعة جيدة.

-وجود إطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات التي تجري في البورصة.

وتقاس فاعلية أي سوق مالية بالمقاييس الآتية:⁴

-مقياس السرعة الفائقة التي تتم بها المعاملات.

-مقياس الدقة والصحة، وعدم حدوث خطأ أو السماح لاحتمالاته أن تظهر.

-مقياس الفاعلية في رصد وتسجيل ونشر البيانات والمعلومات بشكل فوري وسريع.

1- عبد القادر دبون، محمد الهاشمي حجاج، أهمية المعلومات المالية والمحاسبية وأثرها على كفاءة بورصة الجزائر في ظل الإصلاح المحاسبي، ورقة مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول: الإصلاح المحاسبي في الجزائر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، يومي 29، 30 نوفمبر 2011، ص 334.

2- صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لوقائع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة- الجزائر، العدد 07، 2009، ص 182.

3- سليمة بوعونية، أسماء جدي، المصارف الالكترونية ودورها في تنشيط أداء الأسواق المالية، دفاتر البحوث العلمية، مجلة علمية محكمة يصدرها المركز الجامعي لتبليغ- الجزائر، العدد الثالث، ديسمبر 2013، ص 142.

4- نفس المرجع السابق، ص 142.

ثانيا: متطلبات الكفاءة السوقية

حتى تحقق سوق الأوراق المالية التخصيص الكفاء والتوجيه الفعال للموارد المالية المتاحة، فإن الأمر يتطلب توفر سمتين أساسيتين:

- 1- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):** يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وألا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهضة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، وبذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة، فالجميع لديهم الفرصة نفسها لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادية على حساب الآخرين.¹
- وإذا كان تحقيق الأرباح غير العادية أمرا صعبا في هذا السوق، فهو غير مستحيل للأسباب الآتية:²
- قد يكون المستثمر عديم الخبرة، وهذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق، بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته.

- قد يستطيع بعض الأفراد استخدام وسائل خاصة للحصول على المعلومات قبل غيرهم، بغية تحقيق أرباح غير عادية، لكن هذا يحدث لمرات معدودة؛ وهذا السبب غير صحيح دوما في ظل السوق الكفاءة، فلا يمكن لعدد كبير من المتعاملين معها أن يحصلوا دائما على المعلومات، ويحققوا أرباحا طائلة على حساب الآخرين؛ لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لمعظم المتعاملين.

2- كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية): تعني هذه الكفاءة مدى قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكاليف عالية للسمرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه؛ وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل³، فحتى تعكس الورقة المالية قيمة المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، وهذا ما يستعجلهم إلى بذل جهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة، وبالطبع لو كانت التكلفة مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا، ولا يكفي لتغطيتها.⁴

الفرع الثاني: الصيغ المختلفة للكفاءة

يمكن التمييز بين ثلاثة أشكال مختلفة لكفاءة السوق، تتمثل في:

¹- عبد الله بن محمد رزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الخامس حول اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، الأردن، 16-18 مارس 2005، ص 09.

²- مريم زايد، مداخلة بعنوان: متطلبات كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودي، بورصة تونس، بورصة مصر، بورصة الجزائر، ملتقى دولي حول صناعة المالية الإسلامية بعنوان: إشكالية ادماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 12، 13 أبريل 2016، ص 7.

³- بلقاسم بوفاتح، دور حكومة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية، مجلة دراسات، مجلة دولية محكمة تصدر عن جامعة عمار ثلجي الأغواط، العدد 38، جانفي 2016، ص 190.

⁴- مريم زايد، مرجع سابق، ص 07.

1- فرض الصيغة الضعيفة: تقوم فرضية الصيغة الضعيفة على أساس أن كل المعلومات السابقة (التاريخية) الخاصة بالأسعار انعكست بالكامل على الأسعار الحالية للأسهم.¹

وفي ظل هذا الغرض فإن أي محاولة للتنبؤ بأسعار أي سهم من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية لن تنجح؛ لأن التغيرات في الأسعار تأخذ شكلا عشوائيا يرتبط بـ ورود معلومات جديدة وليس بوجود معلومات تاريخية؛ ولأن الأسعار في المستقبل تكون مستقلة عن الأسعار التاريخية، فإنه لا يمكن للمستثمرين أن يحققوا أرباحاً غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار؛ وتكون الوسيلة الوحيدة لتحقيق أرباح غير عادية هي الوصول إلى معلومات عامة أو خاصة من داخل الشركة، وفي ظل هذا الغرض تكون الاختلافات بين السعر السوقي للسهم، وقيمه الحقيقية واسعة.²

وبعني هذا، أن حركة الأسعار في المستقبل تكون مستقلة تماما عن التغيرات التي حدثت في الماضي، وتُعرف هذه الظاهرة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار عن بعضها، وبالتالي، لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات، وهذا ما يجعل الأسعار تتحرك بصورة عشوائية بين لحظة وأخرى، ولدينا طريقتين لتقييم حركة الأسعار العشوائية وفقا للصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق لعل من أهمها:

- **اختبار الأنماط:** يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار، والذي يهدف إلى معرفة عدد المرات التي يحدث فيها التغير في اتجاه الأسعار ومدى الفترة في كل مرة، وذلك بوضع إشارة لكل نوع من التغيرات، وتظهر كما يلي: +: تعني حركة سعرية بالزيادة، -: تعني حركة سعرية بالانخفاض، 0: تعني عدم وجود حركة.

- **اختبار سلسلة الارتباط:** يعتمد هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل، ففي المدى الطويل يمكن أن يكشف عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار ويرجع هذا الاختبار إلى FAMA عندما قام باختبار 30 سهما مكون لمؤشر دواجونز، وذلك من خلال دراسة معامل الارتباط لسلسلة من العوائد المتتالية لفترة من يوم إلى أيام، وقد بين فاما أن نسبة من السهم يتغير سعرها بالارتباط مع التغيرات السابقة، وتصبح هذه النتيجة بمثابة تأكيد واقعي لفرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة، ونظرية الحركة العشوائية للأسعار.³

2- فرض الصيغة المتوسطة: تفترض هذه الصيغة بأن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات العامة (تقارير سنوية، إعلانات عن الأرباح، توزيعات الأسهم المجانية... الخ).⁴

ونشير أنه في ظل هذه الصيغة يتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية لما يتاح من هذه المعلومات، إلا أنه بمضي وقت قصير سوف يتوافر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس أثره على

¹- نبيل مهدي الجنابي، السيد فوزي حسين صاحب الطرفي، آثار السياسية النقدية على عوائد الأسهم: سوق العراق للأوراق المالية أمودجا للمدة (2004-2010)، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة القادسية- العراق،-، المجلد 14، العدد 3، سنة 2012، ص 252.

²- عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 157.

³- بن امر بن حاسين، لحسن جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرياح ورقلة- الجزائر، العدد 02، 2013، ص 252.

⁴-Abdelfattah Bouri, *Gestion Financier, Reliur d'art*, Tunisia, 2007, P 254.

الأسعار، وفي حدود ذلك المستوى من المعلومات لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق عوائد غير عادية، ذلك أن الوقت المتاح للمستثمر لتحليل المعلومات ليس كافياً، إذ قد ترد إلى السوق معلومات جديدة من شأنها أن تحدث تغييراً على سعر الورقة المالية قبل أن يصل المستثمر إلى نتيجة تحليله للمعلومات التي وصلت من قبل.

ومن ثمة، يبدو من خلال الصيغة المتوسطة القوة لكفاءة السوق أنها تجعل من عملية التحليل الأساسي للمعلومات عملية لا جدوى منها، وأن بذل الجهد من طرف المستثمر وتحمله مزيد التكاليف بغية المعلومات الجديدة ليجد ما يبرره؛ لأن العائد المتواضع الذي يحصل عليه قد لا يغطي تلك المبالغ التي أنفقت على تحليل هذا النوع من المعلومات؛ غير أنه يمكن للمستثمر تحقيق أرباح غير عادية إذا أمكنه الحصول على معلومات خاصة من داخل الشركة، كما هو الحال لكبار المساهمين وأعضاء مجلس الإدارة، الذين يستخدمون ما لديهم من معلومات داخل الشركة للحصول على أرباح غير عادية¹.

3- فرضية الصيغة القوية: إن أسعار الأصول المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة والمميزة أو السرية، التي تقتضيها هذه الصيغة، وبالتالي يستحيل لأي مستثمر في هذه الحالة أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين².

ويتم اختبار كفاءة السوق تحت المستوى القوي من خلال مقارنة أداء المطلعين مع أداء مشتركري السوق، فإذا كان أداء المطلعين أفضل من أداء المشتركين، فهذا يدل على عدم كفاءة السوق بالمستوى القوي؛ لأن المشتركين امتلكوا معلومات خاصة لم تنعكس في الأسعار وغير متوفرة للآخرين، وعليه، فهم حققوا عوائد لم يحصل عليها الآخرون، أما إذا أداء كان المشتركين مساوياً أو أقل من أداء السوق ككل، فإن ذلك يشير إلى كفاءة السوق تحت المستوى القوي؛ وقد ذكر الباحثون أن الاختبارات الإحصائية التي تختبر هذا المستوى من الكفاءة تنقسم إلى نوعين هما:

أ- اختبارات تتعلق بمعرفة هل العوائد غير العادية متأتية مباشرة من المعلومات الخاصة؟
ب- تفحص الأداء الاستثماري للمشاركين الرئيسيين في السوق المالية، ففيها توضح إذا ما كان هؤلاء المشاركون يمتلكون معلومات سرية غير معلنة، ومن خلالها يتمكنون من تحقيق التفوق في السوق، وتحقيق العوائد العالية على حساب الآخرين³.

من خلال دراسة الصيغ الثلاث للكفاءة، نجد أن صيغة الفرض الضعيف تحظى بتأييد يكاد يكون جماعياً، أما صيغة الفرض متوسط القوة وصيغة الفرض القوي فتحيط بهما ظلال من الشك، وبغض النظر عن الصيغة التي تنطبق عليها كفاءة السوق، فإن من المنطق عليه، أن حركة أسعار الأسهم في

¹ - أمينة محمد دريال، محمد عبد القادر بوزيان، اختبار الكفاءة الضعيفة للأسواق المالية الخليجية بطريقة التكامل المتزامن، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، المجلد 26، العدد 01، 2012، ص 321.

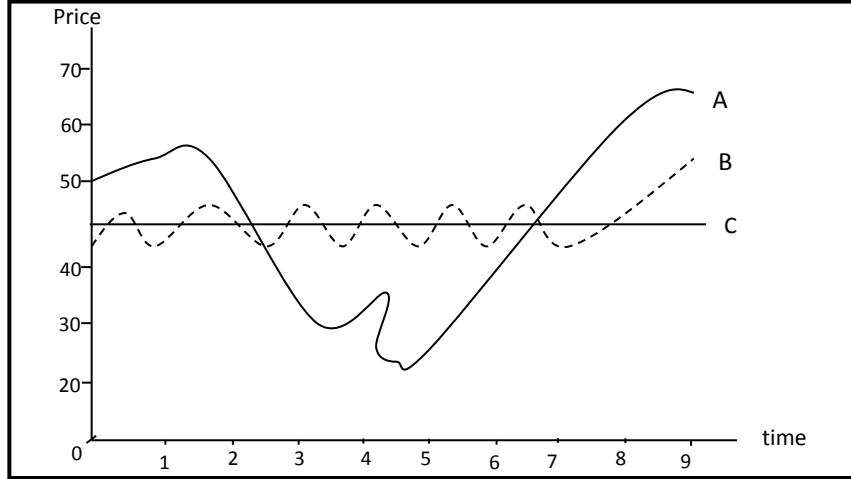
² - Richard Brealey, Stewart Myers, Franklin Allen, *principles de Gestion financière*, france, 2006, p375.

³ - عبد الحسين جليل الغالي، حسن شاكر الشمري، التحليل الاقتصادي لكفاءة الأسواق المالية دليل تجريبي لبعض الأسواق العربية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة العراق، المجلد التاسع، العدد الثاني وثلاثون، 2015، ص 07.

السوق حركة عشوائية؛ هذا لأن المعلومات ترد إلى السوق في نمط عشوائي وغير منتظم، وأن المعلومة الواردة قد تكون سارة، كما قد تكون خلافاً لذلك.¹

رابعاً: **العلاقة بين الصيغ الثلاث للكفاءة:** إن تداخل مجاميع المعلومات من المجموعة الأضيق للمعلومات والخاصة بالكفاءة الضعيفة إلى المجموعة الأوسع والأشمل للمعلومات، والخاصة بالشكل القوي بكل شكل من أشكال الكفاءة يقودنا إلى الشكل الآتي:

شكل رقم: (2.1): العلاقة بين أشكال كفاءة السوق المالي



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، الأردن، 2010، ص 49.

يتضح من الشكل أعلاه أن سعر السهم ما هو إلا انعكاس لمجاميع ثلاثة من المعلومات، وهي معلومات الكفاءة الضعيفة، شبه القوية والقوية، فإذا كان السوق كفوفاً بشكل قوي، فلا بد أن يكون كفاء بالشكل الضعيف أولاً، وكذلك لكي يكون كفوفاً بالشكل القوي لا بد أن يمر السوق بمرحلة الكفاءة الضعيفة وشبه القوية، ففي ظل سوق تتسم بالكفاءة الضعيفة وكما يمثلها المنحنى A يكون هناك اختلاف كبير بين سعر الورقة في السوق وقيمتها العادلة "القيمة التي تعكس حقائق مالية واقتصادية"، أما المنحنى B يوضح الفجوة بين سعر السوق والقيمة العادلة، وتكاد تكون الفروقات بينهما في بعض الفترات الزمنية قريبة من الصفر لتعكس الكفاءة القوية المتمثلة في الخط المستقيم C.²

الفرع الثالث: أسباب عدم الكفاءة السوق المالي: نلخصها في النقاط الآتية³:

- 1- إن التأخير في نشر المعلومات والبيانات وعدم دقتها، يقلل من فوائدها للمستثمرين.
- 2- عدم كفاءة المعلومات والبيانات لأغراض التحليل الفني والاقتصادي، وإخفاء بعض المتغيرات الأساسية التي تحصل داخل الشركة، وعدم الإفصاح عنها، والتي تؤثر في اتخاذ القرارات الصائبة،

¹ عماد صالح سلام، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، بدون دار نشر، أبوظبي، 2002، ص 240.

² أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2010، ص 49، ص 50.

³ دريد آل شبيب، عبد الرحمان الجبوري، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي، المؤتمر العلمي الرابع الريادة والإبداع: استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، كلية الأعمال، جامعة البلقاء التطبيقية، الأردن، يومي 15، 16 مارس 2005، ص 08.

وتفسح المجال لنشوء ظاهرة المبادلات الداخلية؛ أي تداول الأسهم من قبل المدراء ومسؤولي الشركات مستفيدين من مزايا السبق في الحصول على المعلومات والبيانات، وهذا لتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية، خاصة إذا تم التنسيق بين أكثر من جهة لتحقيق أرباح غير مشروعة.

3- قيام الوسطاء بتقديم النصح والمشورة إلى العملاء، بغرض إبرام صفقات بيع وشراء أوراق مالية لشركات محددة دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى، وحدث مضاربات على الأسعار نتيجة التقديرات المتباينة، وهذا ما أثر على طبيعة التداول داخل السوق، كما يترتب عليه آثار اقتصادية واجتماعية كبيرة.

4- انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في الأسواق المالية بيعا وشراء، وتنفيذ بعض الصفقات الوهمية، والتي تنجم عنها تعاملات صورية مكثفة ونشطة بهدف التأثير على أسعار الأوراق المالية وتحقيق أرباح غير حقيقية.

المطلب الثاني: ماهية مؤشرات سوق الأوراق المالية

تمثل مؤشرات سوق الأوراق المالية مقياسا شاملا لاتجاه السوق، تعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية، لذلك يمثل المؤشر البورصي مستوى مرجعي للمستثمر المهتم بالأسواق المالية، وللحصول على مؤشر ذو كفاءة عالية يقيس بشكل موضوعي أداء السوق، ويجب الأخذ بعين الاهتمام عدة أسس ومعايير عند حسابه أو بنائه.

الفرع الأول: مفهوم ونشأة مؤشرات سوق الأوراق المالية

للمؤشرات تعريف عديدة، نتطرق إلى أهمها، مع بيان الجذور التاريخية لها.

أولاً: مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية

يعرف مؤشر السوق على أنه: "رقم يشير إلى درجة ما لمقارنتها بقيمتها السابقة، ما يمكن معرفة مقدار الزيادة أو النقصان، ويتم احتسابه بطريقة إحصائية اعتمادا على القيمة السوقية لمجموعة من الأوراق المالية المتداولة؛ فنجد مؤشرات مثل: داوجونز (الولايات المتحدة الأمريكية)، نيكاي (اليابان)، كاك (فرنسا)، داكس (ألمانيا) ومازي (المغرب)"¹.

كما يمكن تعريف مؤشر السوق على أنه: "أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق، أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات"².
فمؤشرات حالة السوق قد تعكس لنا:³

- حالة سوق الأسهم بأجمعها: مثل مؤشر داوجونز.

¹- عبد الباري الخليلي، مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية بين الواقع والمأمول، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، مجلة تصدر عن المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، العدد 48، ماي 2016، ص 92.

²- حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، العدد 2011، 11، ص 94.

³- محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص 298.

- حالة سوق الأسهم لصناعة قطاع معين مثل: مؤشر داوجونز لصناعة النقل.
- حالة سوق الأسهم لتكنولوجيا المعينة، مثل: مؤشر ناسداك الذي يعكس حالة سوق شركات التكنولوجيا.
- حالة سوق الأسهم لإقليم معين، مثل: مؤشر صندوق النقد العربي.

وبذلك فمؤشرات السوق هي: قيمة عددية يقاس بها التغير في أسعار الأوراق المالية، وتصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، قصد التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين مع مقارنتها بتمثيلتها في السوق نفسه أو مؤشرات أسواق أخرى.

ثانيا: نشأة مؤشرات السوق

ظهرت المؤشرات لأول مرة في نهاية القرن التاسع عشر على يد Dow Charle وشريكه Jones المتعاملين في بورصة نيويورك، حيث قاما بإنشاء مؤشر Dow Jones، والهدف الرئيس من إنشاء هذا المؤشر هو إعطاء صورة عامة عن حركة الأسعار في السوق، ومع تقدم الزمن وزيادة متطلبات المستثمرين تطورت هذه المؤشرات المتخصصة؛ وحاليا تقوم كافة الأسواق المالية باحتساب على الأقل مؤشر واحد لأسعار الأسهم فيها، وظهرت كذلك مؤسسات دولية متخصصة في احتساب المؤشرات، مثل: ¹.ftse, stxxx. S&P, morgane stanley

الفرع الثاني: أهمية المؤشرات واستخداماتها المختلفة

تؤدي المؤشرات دورا فعالا في عمليات تداول الأوراق المالية في الأسواق المالية كونها تعكس الأسعار وحركاتها، إضافة إلى إمكانية الاستفادة منها في مجالات يمكن توضيحها في الفرع الآتي.

أولا: أهمية مؤشرات سوق الأوراق المالية

تبرز أهمية المؤشرات من خلال المزايا التي تحققها للسوق، ومنها:²

1. يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، إذ يتكون من أسهم الشركات في مختلف القطاعات الاقتصادية، لذا فهو يمثل أسلوبا سهلا لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية؛ إذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، وبالتالي، فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين.

2. تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، إذ يمكن للمراجحين في السوق تحديد المشكلات التي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تصويب اتجاه السوق، الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.

¹- منصف مزار، سهير بن حميد، تقييم أداء مؤشرات الأسهم الإسلامية: دراسة إحصائية مقارنة بين مؤشر داوجونز الإسلامي والتقليدي، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية بعنوان: إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 12، 13 أفريل 2016، ص 3.

²- عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص175.

3. إن واحدا من اتجاهات تحديد سعر السهم في السوق يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن سعر هذه التدفقات زيادة أو نقصانا فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين المستثمرين.

4. يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق الأسهم بمؤشرات أسواق الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق مقارنة بالأسواق الأخرى، وهذا ما ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية وبخاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الصاعدة.

ثانيا: استخدامات مؤشرات أسواق الأوراق المالية: تعد المؤشرات تارمومتر لقياس درجة تطور الاقتصاد بصفة عامة، والسوق بصفة خاصة والقطاعات المختلفة المكونة له بصفة أخص، ونظرا لاختلاف المؤشرات من سوق إلى آخر، ومن قطاع لآخر، فإن كل ذلك سيؤدي لاختلاف اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات، وهذا نظير الدور الذي تؤديه، ومن بين تلك الاستخدامات نذكر¹:

- **متابعة أداء المحافظ الاستثمارية:** تقدم هذه المؤشرات خدمة كبيرة للمتعاملين في البورصات ومديري المحافظ الاستثمارية، فهي من ناحية تمكن المعنيين من متابعة أوضاع السوق أولا بأول، ومن ناحية أخرى توفر أساسا مقبولا لتقييم المحافظ الاستثمارية.

- **التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصة:** بفضل البيانات التاريخية لمؤشرات البورصة، وباستخدام مختلف الأساليب الإحصائية، وطرق القياس الاقتصادي، يمكن التنبؤ بحركة السوق المالي، التي تفيد متخذي القرار في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

- يمكن اعتماد مؤشرات الأسهم في عديد البورصات العالمية كأساس لبعض المشتقات المالية، حيث إنها وفرت فرصا جيدة للمستثمرين لعملية التحوط، التي تفيد في التقليل من المخاطر، التي يتعرض للمستثمرون لها.

- يمكن المؤشر المستثمرين من مقارنة أداء مؤشر سوق المال بمؤشرات أسواق المال في العالم، وهذا سيؤدي إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بالأسواق الأخرى، مما ينجم عليه زيادة في حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة خاصة إذا كانت السوق من الأسواق الصاعدة.

- يستخدم المؤشر لقياس المخاطر النظامية لأية أداة مالية، وذلك باستعمال المؤشر في حساب معامل بيتا (B).

الفرع الثالث: كيفية بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية

بغض النظر عن الطريقة المنتهجة في إنشاء وإعداد المؤشرات، فإنه على العموم عادة ما يمر المؤشر في بنائه بالمرحل الآتية:

أولا: اختيار العينة

¹ - منصف مصار، سهير بن حميد، مرجع سابق، ص 04.

العينة مجموعة من الأوراق المالية التي تدخل في تكوين المؤشر، حيث ينتظر منها أن تمثل تمثيلاً جيداً وصادقاً للمجتمع ككل، وفي هذه الحالة تمثل السوق المالية.

جرت العادة أن يتم اختيار العينة التي تكون المؤشر من مختلف القطاعات مثل: الصناعة، المالي، الخدمات، النقل، التأمين... الخ، وذلك حتى يمثل المؤشر السوق ويعكس تطورها بصدق، ولكي يكون هذا التمثيل جيداً يحدد العدد الأمثل لأفراد العينة يجب ألا يكون مرتفعاً جداً ولا منخفضاً، وذلك مقارنة بالعدد الكلي للأوراق المالية المتداولة في السوق¹، وهذا راجع بالدرجة الأولى لسببين أساسيين²:

- عندما يكون حجم العينة مرتفعاً جداً، فإنه لا يسمح باتباع استراتيجيات المراجعة والتغطية على الأوراق المالية المكونة لأفراد العينة.

- عندما يكون حجم العينة منخفضاً جداً، فإن ذلك يؤدي إلى تعرض المؤشر لعمليات المضاربة على الأوراق المالية التي تكون العينة.

وينبغي أن تكون العينة ملائمة من ناحية ثلاثة عناصر أساسية³:

أ- **الحجم**: من الطبيعي أن كلما زاد عدد أسهم العينة، كلما كان التمثيل أقرب إلى الدقة، وهو مبدأ إحصائي معروف.

ب- **الاتساع**: يقصد به مقدار تغطية أسهم العينة المختارة للسوق الذي تعكسه، وهذا يعني عدم تحيز أسهم العينة، فالأسهم داخل العينة لا بد أن تستجيب لمتطلبات القدرة على عكس حالة السوق أو الصناعة التي تمثلها.

ج- **المصدر**: يقصد به مصدر الحصول على المعلومات الخاصة بأسعار الأسهم أو عددها، والتي يتكون منها المؤشر، إذ يعد الرجوع إلى المصدر الأصلي، الذي يجري تداول الأسهم فيه، الأفضل في إدراج معلومات السهم داخل العينة.

ثانياً: الأوزان النسبية لأفراد العينة:

يقصد بها القيمة النسبية المعطاة لكل سهم من أسهم العينة المكونة للمؤشر، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهذه المداخل هي:

1- **مدخل الوزن على أساس السعر**: يتحدد وزن كل سهم داخل المؤشر أولاً على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم التي يقوم عليها هذا المؤشر، ويطلق عليها القيمة المطلقة للمؤشر.

ويؤخذ على هذا المدخل، أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، والذي قد لا يكون مؤشراً على أهمية الشركة أو حجمها، بل يرجع إلى تفاوت في عدد الأسهم العادية المكونة لرأسماله، إضافة إلى أن قيمة المؤشر تتأثر بعمليات تجزئة الأسهم⁴.

¹- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص ص 252، 253.

²-Aqil mohamed.Hadi hacen, construction of stoch indices for the newly formed UAE stock market, journal of the gulf and Arabian peninsula studies, N° 107, P 42.

³- حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 27، مارس 2003.

⁴-P.Topxalian, les indices boursieres sur action, economica, France, 1996, p 09.

2- **مدخل الأوزان المتساوية:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.¹ وما يؤخذ على هذه الطريقة أنها لا تأخذ بعين الاعتبار حجم وأهمية المؤسسة، ويضاف إلى ذلك، أنه إذا كان الوزن متساويا في السنة الأولى، فإن هذا التساوي دائما ما يختفي مع التغير في الأسعار.²

3- **مدخل الوزن على أساس القيمة:** أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر، إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر عند سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، وهذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.³

ثالثا: حساب قيمة المؤشر: يمكن حساب قيم المؤشرات إما عن طريق أسلوب المتوسطات سواء أكانت بسيطة أو مرجحة (حسابية أو هندسية)، أم عن طريق الأرقام القياسية.

ومن أمثلة المؤشرات التي تعتمد في حسابها أسلوب المتوسطات الحسابية: مؤشر داوجونز الصناعي، حيث يتم حساب المتوسط الحسابي لعينة من بعض الأسهم المتداولة عن طريق جمع الأسعار السوقية لهذه الأسهم على عددها.

وفيما يتعلق بالمؤشرات التي تعتمد على الأرقام القياسية في حسابها، فإن ذلك يتطلب تحديد قيمة المؤشر بسنة أساس، وهو عبارة عن مجموعة نواتج حاصل ضرب عدد الأسهم في أسعارها خلال فترة الأساس (رأس المال السوقية)، ثم يتم تحديد رقم افتراضي عند بدء احتساب قيمة المؤشر، ويتم احتساب المؤشر المبني على أساس الأرقام القياسية وفق المعادلة الآتية:

القيمة السوقية الحالية لأسهم المؤشر / القيمة السوقية لأسهم المؤشر في فترة الأساس x (100 أو 1000)

وتجدر الإشارة إلى أن هذه النوعية من المؤشرات التي تعتمد الترجيح بالقيمة، لا تحتاج أية تعديلات في المقام أو المقسوم عليه، وذلك لاستيعاب آثار تجزئة الأسهم أو إجراء توزيعات، ويرجع السبب وراء ذلك إلى أن استخدام مفهوم القيمة في حساب قيمة المؤشر، يستوعب التغيرات الناشئة عند إجراء توزيعات أو تجزئة الأسهم.

هذا ويمكن الاعتماد على أسلوب الترجيح بالقيمة، وذلك عن طريق إيجاد المتوسط الحسابي للسعر المرجح بالقيمة، الذي يعد قيمة الأساس، كما يتم تقدير المتوسط المالي للأسعار مرجحا بالقيمة، ثم إيجاد قيمة المؤشر عند طريق المعادلة السابقة.

¹- حسين قبيلان، مرجع سابق، ص96.

²- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، توزيع منشأة المعارف، مصر، 2003، ص254.

³- حسين قبيلان، مرجع سابق، ص96.

وفيما يتعلق بالمؤشرات ذات الأوزان النسبية المتساوية، التي تعتمد في حسابها على المتوسطات الهندسية، فهي تقوم على حساب المتوسط الهندسي لمعدلات التغير اليومية في أسعار الأسهم، وضرب الناتج في قيمة محددة مسبقاً (100، 1000).¹

الفرع الرابع: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية

لقياس أداء سوق الأوراق هناك عدد من المؤشرات تعكس درجة تطور السوق وتقدمه، ومن أهمها:

أولاً: المؤشر العام لأسعار الأسهم

هو مؤشر إحصائي يقيس الأداء الكلي للسوق، ويتكون هذا المؤشر من معدل أسعار مجموعة من الأسهم تستخدم مقياساً للحركة العامة للسوق، مع وجود عدد من الأسهم في كل سوق مالي، وهو ما يمثل متوسط أسعار الأسهم - للشركات المدرجة في السوق لحساب المؤشر - يومياً، ويتم الاستناد إليه في عمليات التداول اليومية، ولذا يلاحظ أن لكل سوق مالي مؤشر خاص به.²

ثانياً: مؤشر حجم السوق

يعد اتساع حجم السوق من أهم المؤشرات الإيجابية الدالة على نمو حجم الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، فكلما اتسع حجمها كان ذلك دليل على تطورها ونضجها، ويقاس حجم السوق بمؤشرين متكاملين هما؛ معدل رسملة السوق، وعدد الشركات المدرجة فيه.³

1- مؤشر القيمة السوقية (رسملة السوق): يقاس معدل رسملة السوق لبورصة ما في بلد معين بنسبة رأسمالها السوقي - والذي يمثل القيمة الإجمالية للأوراق المالية (الأسهم) المقيدة في البورصة - إلى الناتج المحلي الإجمالي لهذا البلد في سنة محددة، كما توضحه المعادلة الآتية:

معدل رسملة البورصة (%): (القيمة السوقية للأسهم المدرجة / الناتج المحلي الإجمالي) x 100.

ويعكس ارتفاع قيمة هذا المؤشر مساهمة سوق الأوراق المالية في تعبئة المدخرات اللازمة للاستثمار، وتوسيع القاعدة الاستثمارية بما يسمح بتنويع المخاطر، وتحسين معدلات النمو الإقتصادي.

2- عدد الشركات المدرجة: يقصد بالشركات المدرجة حسب تعريف الاتحاد الدولي للبورصات جميع الشركات التي لها أسهم مسجلة في بورصة ما، سواء أكانت شركة محلية أم أجنبية، كما تتضمن قائمة الشركات المدرجة مجموع صناديق الاستثمار في الأوراق المالية المسجلة، وشركات السمسرة، والوساطة المرخصة.⁴

¹ - عبد المنعم أحمد التهامي، مرجع سابق، ص: 214-216.

² - حيدر بونس كاظم الموسوي، أثر الأداء المالي للمصاريف في مؤشرات سوق الأوراق المالية الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة (1990-2007)، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في الإقتصاد، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2009، ص 71.

³ - Rose levime, asli demirguc-kunt, stock market development and financial intermediary: a prearch agenda, word bank rearch working papet, N°1159, 1993, p :06.

⁴ - word federation of exchanges, statistical definitions, annual report and statistics, France, 2003, p70.

ثالثا: مؤشر سيولة السوق

قدّم الاقتصاديون عديد التعاريف للسيولة، إلا أن المحللين إتفقوا على مدلول واحد لهذا المؤشر؛ وهو أن السيولة تدل على إمكانية بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة وبدون تكاليف كبيرة¹، وتقاس سيولة سوق الأوراق المالية بمؤشرين هما:

1- مؤشر حجم التداول: هو قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات، وبمختلف الأسعار خلال مدة زمنية معينة، ويقاس هذا المؤشر من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي²، ويعبر عن حجم التداول بالعلاقة الموالية:

حجم التداول = عدد الأسهم المتداولة / الناتج المحلي الإجمالي.

2- مؤشر معدل الدوران: ويشير هذا المؤشر إلى النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو أسهم مجموعة من الشركات داخل قطاع واحد، بغية التعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة، ولاستخراج هذا المؤشر نتبع الصيغة الآتية:³

$$\text{معدل دوران السهم (\%)} = \frac{\text{إجمالي الأسهم المتداولة}}{\text{القيمة السوقية}} \times 100$$

رابعا: مؤشر درجة التمركز

يقصد بمؤشر درجة التمركز مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، ويقاس هذا المؤشر بنسبة حصة أكبر عشر شركات من رسملة السوق أو من إجمالي قيمة التداول⁴.

وكلما انخفضت درجة التمركز كان ذلك مؤشرا إيجابيا على تطور كفاءة السوق، ويولي أصحاب المحفظة المالية الدولية أهمية كبيرة لانخفاض درجة التمركز، لما يمكن أن يوفره ذلك من فرص لتنويع المخاطر وإحلال الأصول على غرار البورصات المتطورة، حيث تتصف بدرجة تمركز محدودة⁵.

خامسا: مؤشر درجة التذبذب

يعد التذبذب في عوائد الأوراق المالية أحد أهم المؤشرات التي لقيت اهتماما كبيرا في الدراسات النظرية لكفاءة السوق المالية، ويعرف التذبذب على أنه التغير في عائد الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة، ويقاس بتقدير درجة الانحراف المعياري للعائد عن قيمته المتوقعة خلال فترة عادة ما تكون سنة،

¹ - سامية زيطاري، ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع: القياس الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004، ص 70.

² - Ross Levine, Sara Zervos, capital control liberalization and stock market development, the W.B. Ploicyr search, working paper, Washington, 1996, p 04.

³ - حيدر كاظم يونس الموسوي، مرجع سابق، ص 70.

⁴ - World federation of exchanges, opcit, p 71.

⁵ - رفيق مزاهدية، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسعار في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الاستثماري، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2014-2015، ص 24.

كما يمكن أن تقاس تقلبات العوائد بمقياس آخر يدعى مقياس "شوارت"، ويمثل مقياساً للانحراف المعياري المشروط للعوائد الأسبوعية¹.

وفي هذا الصدد، تتباين آراء الباحثين حول مدلولية هذا المؤشر، فبينما يرى البعض أن ارتفاع درجة التذبذب يعد علامة على تطور كفاءة السوق، انطلاقاً من أن التذبذب في حد ذاته يشير إلى أن السعر يعكس فعلاً المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، ويشدد البعض الآخر على أن انخفاض درجة التذبذب هو أحد المقومات الأساسية لتطور كفاءة السوق، وتأسيساً على هذه الفكرة يُتوقع أن يؤدي انخفاض درجة التذبذب في السوق إلى دعم ثقة المستثمرين في هذا السوق، مما يسهم في زيادة الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة فيها².

سادساً: مؤشر كفاءة تسعير الأصول الرأسمالية

يقصد بكفاءة تسعير الأصول الرأسمالية استجابة سعر الورقة المالية أو مؤشر السوق لكافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية بسرعة وبدقة، وهذا لا يترك لبعض المستثمرين فرصة تحقيق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين، ولا شك أن تطور البنية التنظيمية الحاكمة لنظام المعلومات في السوق، كالصحف المالية والمجلات والتقارير الدورية الصادرة عن الشركات وتقارير مستشاري الاستثمار ذا دور مهم في تطوير كفاءة التسعير³.

ولاختبار هذا المؤشر يمكن الاعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، الذي يسمح بمقارنة العائد الفعلي R بالعائد المتوقع من الاستثمار $E(R)$ ، فإذا كان العائد المتوقع على الاستثمار أعلى من العائد الفعلي، فذلك يعني أن الورقة المالية تباع بسعر يقل عن القيمة الحقيقية، وهذا ما يتيح لحاملها فرصة جني المكاسب لاحتمال ارتفاع السعر مستقبلاً⁴، وتقتضي الصيغة القوية لكفاءة التسعير انعدام الفرق بين المعدلين السابقين $(E(R)-R=0)$ تعبيراً عن الاستيعاب التام لسعر الورقة المالية للمعلومات الواردة إلى السوق⁵.

سابعاً: مؤشر تطور البنية المؤسسية والتشريعية

تؤدي البنية المؤسسية والتشريعات دوراً مهماً في أداء السوق، حيث إن الإفصاح عن المعلومات الموثوق فيها، وفي الوقت المناسب من شأنه أن يعزز ثقة المستثمرين في السوق، وإلى جانب ذلك تؤثر إجراءات المقاصة والتسوية على قرارات المستثمر في الاستمرار في سوق الأوراق المالية⁶، فالتباطؤ في تنفيذ وتسوية الصفقات قد لا يشجع المستثمر على التوسع في استثماراته، وفي المقابل فإن وجود القوانين

¹ - Riad dahel, volatility in arab Markets, working paper presented at the workshop on arab stock markets: recent trends and performamce organized at the arab plaming instituue, march 1999, pp 12,23.

² - سامية زيطاري، مرجع سابق، ص 72.

³ - رفيق مزاهدية، مرجع سابق، ص ص 25، 26.

⁴ - إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، بدون سنة نشر، ص 40.

⁵ - Engene Fama, Efficient Capital Markets: Areview Of Theory And Empirical Work, journal of finance, Vol 25, Issue 2, May 1970, PP 384, 385.

⁶ - سامية زيطاري، مرجع سابق، ص 73.

الكفيلة بحماية المستثمرين من تلاعبات بعض الأطراف المشاركة في السوق، كقوانين حظر ومعاينة كل من يسيء استغلال المعلومات المتاحة للأغراض الخاصة، إضافة إلى وجود هيئة تسهر على تطبيق القوانين، التي تحفز عملية الاستثمار بدل المضاربة العشوائية لنظام التداول والتسعير الكفؤ¹.

وقد أشار كل من: Levine and demiguc-kunt في دراستهما لتطور سوق الأوراق المالية والوساطة المالية إلى ثلاثة مؤشرات لقياس مدى تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي لأسواق الأوراق المالية، وهي:²

- مؤشر مدى نشر الشركات المدرجة في السوق للمعلومات المتعلقة بالسعر والعوائد والمخاطر، وتقييم الدول وفقا لهذا المؤشر بالدرجة "1" في حالة نشرها للمعلومات، وبالدرجة "0" في حالة عدم إفصاحها عن المعلومات الضرورية للاستثمار في سوق الأوراق المالية.

- مؤشر مدى تطبيق معايير المحاسبة الدولية، إضافة إلى مؤشر مدى توافر القوانين التي تحمي المستثمرين، وتقيم الدول وفق هذين المؤشرين بقيمة تتراوح بين درجتين "0" و "2".

- مؤشر مدى توفر العوائق على الاستثمار الأجنبي وتحويل رؤوس الأموال، الذي يعمل على دراسة التشريعات الخاصة بإعادة توطين الأرباح ورؤوس الأموال، والسماح للأجانب بالاستثمار في الأسواق المحلية، وتصنف الدول حسب هذا المؤشر إلى دول ذات الحرية التامة في دخول وخروج رؤوس الأموال، ودول مقيدة لحركة رؤوس الأموال، ودول مقبولة في حالة تقييدها الجزئي للتدفقات الرأسمالية منها وإليها.

المطلب الثالث: التحليل الأساسي في سوق الأوراق المالية

إن مجرد توافر المعلومات ليس هو ما يهم المستثمر في سوق الأوراق المالية، ولا يكفي وجودها لاتخاذ القرارات الاستثمارية، وإنما يعتمد هذا القرار على تحليل المعلومات من أجل التوصل إلى اتخاذ القرار الأمثل في هذا السوق، وفي مجال تحليل المعلومات المتعلقة بكل من العوائد والمخاطرة يمكن التمييز بين نوعين أساسيين من التحليل أحدهما تحليل أساسي، وهو ما سنتعرض له في هذا المطلب، وتحليل آخر يدعى بالفني سيتم تناوله في المطلب الموالي.

الفرع الأول: مفاهيم عامة حول التحليل الأساسي

- **تعريف التحليل الأساسي:** هو ذلك التحليل الذي يقوم به رجال متخصصون يطلق عليهم اسم المحللين الأساسيين، يعملون على تحليل البيانات والمعلومات الخاصة بالظروف الاقتصادية، الصناعية والمالية، وهذا بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركة، لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومقارنتها مع القيمة السوقية لاتخاذ القرار الاستثماري السليم³.

- **فرضيات التحليل الأساسي:** يقوم التحليل الأساسي على افتراض أن⁴:

¹ -Reena Aggarwal, Stock Market Development: Role of Securities firms and New Products, working Paper Perared for the world Nank, work shop on Non Bank financial Institutions: Development and regulation, washington DC, January 1993, p18.

² - Rose Livine, Asli Demirguc- Kunt, Opcit, pp 8, 9.

³ - عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 215.

⁴ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 248، 249.

1- السوق المالية كفاءة في شكلها الضعيف، حيث إنه لا يمكن تحقيق عوائد غير عادية من خلال تحليل العوامل التاريخية ودراساتها، ذلك أن الأسعار في الماضي لا تحدد الأسعار الحالية والمستقبلية، بل تتغير بوجود معلومات جديدة، وهذا غير متوفر في السوق ضعيفة الكفاءة.

2- إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بالاعتماد على تحليل المعلومات الواردة المتدفقة باستمرار، وذلك لتحديد القيمة الحقيقية لأوراق المالية ومقارنتها بالسعر السوقي، واكتشاف الخلل السعري لاتخاذ القرار المناسب.

- أهداف التحليل الأساسي: يهدف هذا النوع من التحليل إلى تحقيق الآتي¹:

- البحث والوصول للقيمة الحقيقية للورقة المالية محل المتابعة بالاعتماد على طرق التقييم.

- تحديد القدرة الإيرادية للشركة، ومعرفة العائد على الاستثمار فيها.

- تقييم هيكل رأس مال الشركة.

- تقييم مديونية الشركة في المدى القصير والطويل.

- تقييم الفرص المستقبلية للاستثمار في الشركة، ومعدلات النمو المتوقعة لأنشطتها.

- تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والتنبؤ بالعسر المالي للشركة أو تعثرها في المستقبل.

الفرع الثاني: إطار عمل التحليل الأساسي

يعتمد التحليل الأساسي للأسواق على دراسة الظروف المحيطة بالشركة سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو ظروف الشركة ذاتها، وهذا بهدف التعرف على المعلومات التي تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح المستقبلية للشركة، والتي تعد محورا أساسيا للقيمة السوقية للسهم الذي تصدره، كما يستند هذا التحليل على مدخلين لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، وهذا ما سيتم بيانه في هذا الفرع.

أولاً: منهج التحليل الأساسي: هناك مدخلان لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، هما:²

1- الأول: يسمى بالتحليل من الأعلى إلى الأسفل (التحليل الكلي فالجزئي): ويتم فيه تحليل الظروف الاقتصادية ثم تحليل ظروف القطاع الاقتصادي الذي تنتسب إليه الشركة، ثم في مرحلة أخيرة تحليل عوامل الشركة، ويستخدم هذا المدخل عادة في البحث عن أفضل ورقة مالية يتم الاستثمار فيها.

2- الثاني: يسمى بالتحليل من الأسفل إلى الأعلى (التحليل الجزئي فالكلي): يستخدم هذا المدخل عندما تكون هناك ورقة مالية معينة يراد اتخاذ قرار الاستثمار فيها، حيث يبدأ بتحليل ظروف الشركة ثم ظروف القطاع، وصولاً إلى تحليل الظروف الاقتصادية.

¹- تم الاعتماد على:

- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 235.

- هواري سويسبي، أهمية تقييم المؤسسة في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مبراح ورقلة- الجزائر، العدد 05،

2007، ص 109.

²- عديلة مريم، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظ المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نفود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة، 2009-2010، ص 61، 62.

ويعد المدخلين مكملين، ذلك أن التحليل من أعلى إلى أسفل قد يهمل شركات جيدة في تحليل ظروف الصناعة، وبالمثل في التحليل من أسفل إلى أعلى، يمكن أن تكون الشركات التي تم تحليلها ليست أفضل الشركات المتاحة للاستثمار، أو قد تكون الشركة المختارة جيدة غير أن ظروف القطاع الذي تنتمي إليه غير ملائمة¹.

وعموماً، يمكن أن يضع المحلل المالي نصب عينيه اختيار أحد الأسلوبين أو الجمع بينهما في نقطتين أساسيتين²:

- أن يراعي قيد تكاليف العملية، حيث إنه يحاول استعمال الأسلوب الذي يتيح له الوصول إلى اكتشاف الاستثمارات ذات الجاذبية وبأقل التكاليف الممكنة، كون زيادة هذه الأخيرة سيقبل من هامش الأرباح المتوقعة.
- لا بد أن يدرك المحلل المالي بأن اختياره لأسلوب الوصول إلى القيمة المعطاة للسهم، ما هو إلا رأي يحمل صفة الموضوعية، إذا كان محل إجماع وقبول عامين لدى المتعاملين في السوق، سواء أكانوا مستثمرين أم محللين ماليين؛ لأنه إن لم يدرك السوق - فيما بعد - بأن القيمة الحقيقية هي تلك القيمة المتوصل إليها في تحليله فإنه لا يمكنه تحقيق أرباح إضافية.

ويمكن تلخيص منهج التحليل الأساسي في الشكل الموالي:

شكل رقم (3.1): منهج التحليل الأساسي



المصدر: عديلة مريم، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظة المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة، 2009-2010، ص 62.

¹- نفس المرجع السابق، ص 62.

²- هواري سويبي، مرجع سابق، ص 110.

ثانيا: مراحل التحليل الأساسي اعتمادا على التحليل الكلي فالجزئي

يمكن أن نستعرض العوامل الأساسية التي يتم تحليلها بشكل موجز على النحو الآتي:

1- **تحليل العوامل الكلية للاقتصاد:** في هذا الإطار يقوم المحلل بالبحث واكتشاف حالة الظرف الاقتصادي (رواج أو انكماش)، بالإضافة إلى تتبع نتائج السياسة الاقتصادية من خلال السياستين المالية والنقدية، ومدى تأثيرها على المجمعات الكبرى والحسابات الوطنية، كحجم الإنفاق، ومعدلات البطالة، والكتلة النقدية، ومعدلات التضخم، والضرائب، وأسعار الفائدة، وأسعار الصرف، ومعدل النمو... الخ.

وبعد ذلك يحاول المحلل معرفة تأثير التغيرات الحاصلة على وضعية ومؤشرات الاقتصاد الكلي على توقعات الأرباح ومعدلات المردودية والمخاطرة للمؤسسات؛ لأن وضعية الاقتصاد الكلي تؤثر على حالة الأعوان الاقتصاديين بما فيهم المؤسسات، كما يفيد تحليل العوامل الاقتصادية الكلية في تحديد توقعات واتجاهات بورصة الأوراق المالية، فمثلا في فترات الرواج الاقتصادي، والتي تتزايد من خلالها معدلات التجارة نجد أن أسعار الأسهم ترتفع كمؤشر لمدى الثقة في الاقتصاد عكس فترات الكساد، إذ إن ذلك سيتيح للمستثمر المالي أخذ صورة عامة عن الاستثمار في ذلك البلد، ومن ثمة، يستطيع أن يتخذ القرارات المناسبة المتطابقة مع حالة الانكماش أو حالة الرواج، أو يحاول في حالة الانكماش أن يتوجه لأمكنة مالية في بلدان أخرى أو أنه يبحث عن استثمارات أخرى كالمعادن النفيسة والعقارات.

2- **تحليل وضعية القطاع: "وضعية الصناعة":** ينطوي تحليل وضعية الصناعة على تعريفها وتصنيفاتها والجوانب الأساسية في تحليل ظروفها، وكذا مختلف الأدوات المستعملة في تحليلها، ومن أجل الوقوف على انعكاساتها على قيم الأوراق المالية في السوق، سوف يتم تناول النقاط الآتية:

- الإطار الأساسي لتحليل ظروف الصناعة.

- أدوات تحليل ظروف الصناعة.

***الإطار الأساسي لتحليل ظروف الصناعة:** ينطوي التحليل الأساسي لظروف الصناعة عما يلي:

✓ **تعريف الصناعة:** يمكن تعريف الصناعة بأنها مجموعة شركات تقدم سلعا أو خدمات تعد بديلا

لبعضها البعض، ويعد تحليل الصناعة التي تعمل فيها الشركات من العوامل الأساسية التي تزيد من

احتمالات جودتها، التي يقرر المستثمر توجيه جزء من استثماراته في الأوراق المالية التي تصدرها.¹

✓ **تصنيفات الصناعة:** يمكن تصنيف الصناعة إلى عدة مجموعات، وفقا لما يلي:²

- **الصناعات المتنامية:** وهي الصناعات التي تتميز بالنمو المضطرد، وبمعدل يفوق معدل النمو

الاقتصادي الوطني ككل، ويرتبط وجودها غالبا بمرحلة تحول تكنولوجي.

- **الصناعات المرتبطة بالدورات:** ويقصد بها تلك الصناعات التي تتأثر تأثرا شديدا بالظروف الاقتصادية

السائدة، فهي تزدهر مع ازدهار الاقتصاد، وتركد بركوده.

¹ - محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص 101.

² - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص 320، 321.

- **الصناعات الدفاعية:** ويقصد بها الصناعات التي تزدهر إذ ازدهر الاقتصاد، وتنكمش بمعدل أقل من معدل الانكماش الذي قد يصيب الاقتصاد.

- **الصناعات المتنامية والمرتبطة بالدورات:** ويقصد بها الصناعات التي تجمع بين سمات الصناعات المتنامية والصناعات المرتبطة بالدورات، ففي الظروف العادية يسير معدل نموها مع معدل نمو الاقتصاد الوطني، أما في الظروف غير العادية يفوق معدل نموها نمو الاقتصاد الوطني.

* **أدوات تحليل ظروف الصناعة:** هناك عديد الأدوات، يمكن ذكر أهمها في:

✓ **دورة حياة الصناعة:** ويقصد بها دورة حياة المنتج الرئيس الذي تقدمه الصناعة، وتمر دورة حياة الصناعة بمراحل هي:

1- **مرحلة الظهور:** وهي مرحلة انطلاق المنتج الجديد، وتتميز هذه المرحلة بمبيعات منخفضة بسبب عدم معرفة السوق لهذا المنتج، وكذلك بسبب ارتفاع تكاليف البحث والتطوير لتحسينه والدعاية حوله، ويؤكد كل من هيونج ورنالد بأنه من الضروري في هذه المرحلة توخي الحذر في اتخاذ قرار الاستثمار، بل ومن الأفضل توزيع الاستثمار على أكبر عدد ممكن من الشركات في هذه الصناعة للتقليل من المخاطر¹.

2- **مرحلة النمو:** تتميز هذه المرحلة بزيادة نمو المبيعات وتزداد معها الأرباح المتولدة، غير أن الجانب الأكبر من تلك الأرباح يحتجز للمساهمة في تمويل المزيد من المعدات الجديدة، كما أن ارتفاع حجم المبيعات والأرباح يزيد من جاذبية هذه الصناعة ويشجع منافسين جدد على الدخول إليها، وهذا ما يؤدي إلى زيادة حدة المنافسة، وبالتالي، تنسحب بعض الشركات من الصناعة لتبقى الشركات الكبرى والقوية القادرة على الاستمرار².

3- **مرحلة النضوج:** تنتهي المرحلة السابقة باستقرار حجم المبيعات والأرباح، حيث يكون السوق قد تشبع تماما وتكون معدلات الأرباح أقل من المرحلة السابقة، لكن معدل نمو الصناعة يبقى مرتفعا مقارنة بمعدل نمو الاقتصاد، وتستمر الوضعية على هذه الحال حتى يحدث تغيير في أذواق المستهلكين، وتتمكن الصناعة من فتح أسواق جديدة، وإلا فإن الصناعة ستدخل في المرحلة الآتي ذكرها.

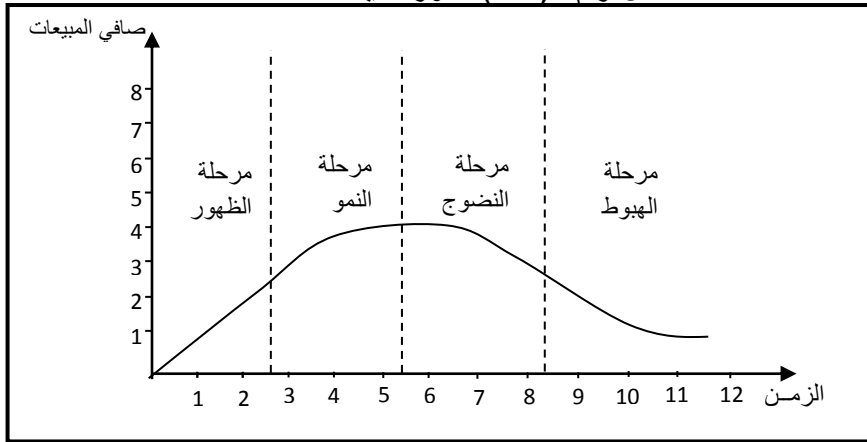
4- **مرحلة تراجع النمو (الهبوط):** في هذه المرحلة تتخفف المبيعات بسبب التغير في الطلب أو البدائل وزيادة المنافسة، وتستمر الضغوط على هوامش الربح، وتحقق بعض الشركات أرباحا منخفضة، كما يحقق بعضها الآخر خسائر³، كل هذا وأكثر يتضح من خلال الشكل الموالي.

¹- S. hung M, Rondall, Investment analysis management, Allyn and Bacon, Boston, 1990, P 187.

²- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 68.

³- نفس المرجع السابق، ص 68.

شكل رقم: (4.1): دورة حياة الصناعة.



المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 67.

✓ **التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة:** يقوم التنبؤ في هذا الصدد على تحليل الطلب الفعلي على المنتجات الصناعية بهدف معرفة العوامل المؤثرة في ذلك الطلب (المتغيرات المستقلة)، والتي تعد الأساس الذي يعتمد عليه في التنبؤ بمبيعات الصناعة، ومن الأساليب الشائعة في التنبؤ: تحليل الانحدار المتعدد، والذي يقضي بإيجاد العلاقة التاريخية بين حجم مبيعات الصناعة (متغير تابع)، وبين العوامل المؤثرة (المتغيرات المستقلة).

✓ **التنبؤ بمعدل الربحية:** ينبغي توفر بيانات عن ربحية الصناعة ثم صياغتها في رسم بياني أو معالجتها من خلال تحليل الانحدار بشكل يُيسر عملية التنبؤ بما سيكون عليه معدل نمو الربحية في المستقبل.¹

3- تحليل ظروف الشركة: يقوم هذا التحليل على تشخيص شامل لوضعية الشركة ووظائفها، مما يسمح للمحلل المالي من تتبع وتوقع الأداء الاقتصادي للشركة، الذي يمكنه من فهم سلوك أسهمها من خلال تقدير التدفق النقدي والمردودية والمخاطرة المرتبطة بها، إذ إنه من المتوقع أن يكون الأداء الاقتصادي جيدا إذا كانت قيمة السهم سترتفع.

وتمر عملية التحليل والتشخيص بخطوات تشمل فحص الوضعية المالية الماضية للتمكن من التنبؤ بما ستؤول إليه في المستقبل؛ إذ يتم تحليل البيانات والمعلومات المنبثقة من القوائم المالية التي أعدتها الشركة (الميزانية وجدول حسابات النتائج بالدرجة الأولى) للتمكن من تقييم الأداء الاقتصادي والمالي للشركة خلال الفترات السابقة القريبة بواسطة فحص وتحليل السيولة، واستخدام الأصول، والهيكل المالي، والربحية والنشاط، ومن ثمة، إمكانية قياس المردودية والمخاطرة، بالإضافة إلى الوقوف على بعض المعلومات خارج القوائم المالية المنشورة، والمتمثلة في معلومات نوعية تشمل طبيعة النشاط ونوعية الإدارة والقدرة التنافسية للشركة داخل القطاع الذي تنشط فيه، ويتم ذلك بالاستعانة بتشخيص شامل يسمح

¹ - محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص 108، 109.

بفحص كامل للشركة من خلال بعدها الاستراتيجي، وتحليل مختلف وظائفها، وتوازنها المالي، وتقييم الخصائص المرتبطة بهويتها.¹

ويكمن الهدف الأساس من دراسة وتحليل الظروف المحيطة بالشركة؛ هو تحديد السعر العادل (الحقيقي) الذي ينبغي أن يباع به السهم، وهذا ما يهتم به المستثمرون في الأجل الطويل عكس المضاربين، الذين يهتمون بالأجل القصير.²

المطلب الرابع: التحليل الفني للأوراق المالية

تتحرك سوق الأوراق المالية في اتجاهات معينة، تتحدد وفق تغير مدارك ومواقف المستثمرين لمجموعة من الاعتبارات الاقتصادية والمالية والسياسية، والتحليل الفني ما هو إلا فن تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي، وإن تحديد نمط هذه الحركة يُمكن من التنبؤ باتجاهها مستقبلاً، وهذا اعتماداً على فكرة أساسية؛ هي أن التاريخ يعيد نفسه.

الفرع الأول: تعريف التحليل الفني وفرضياته الأساسية

- **تعريف التحليل الفني:** إن التحليل الفني حسب جون ميرفي هو: "دراسة حركة السوق، وليس السلع المتداولة فيه، والتحليل الفني هو علم رصد وتسجيل جميع المعلومات الخاصة بالتداول (تاريخ التداول، حجم التداول... الخ) لسهم معين أو مجموعة من الأسهم، ثم استنتاج اتجاه الأسعار مستقبلاً من هذه المعلومات التاريخية".³

- **فرضيات التحليل الفني:** تقوم نظرية التحليل الفني على أربعة أعمدة رئيسية:⁴

- تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب.
- تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب، منها: عوامل رشيدة تتضمن المعلومات المالية الخاصة بالسهم، والتي تنعكس آثارها في سلوك المستثمرين بالسوق، وأخرى غير رشيدة مثل: الآراء والأمزجة والتخمين... الخ، ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل لتحديد الأسعار الملائمة.
- تميل أسعار الأوراق المالية لأن تكون اتجاهات في حركتها تستمر لفترات طويلة نسبياً، على الرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر.
- يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى تغيير في اتجاه الأسعار، ويمكن ملاحظة التغيرات آجلاً وعاجلاً في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.

¹ - هوارى سويسى، أهمية تقييم المؤسسة في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مرجع سابق، ص 110، 111.

² - قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 235.

³ - John Murphy, *Technical Analysis of the financial Markets*, Institute of Finance, London, 1999, p 01.

⁴ - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص 94.

الفرع الثاني: أدوات التحليل الفني

تحاول أدوات التحليل الفني التنبؤ بالتغيرات التي ستطرأ على مؤشر الأسهم في السوق عن طريق دراسة سلوك هذه المؤشرات والأسعار في الماضي، ومتابعة ظروف العرض والطلب، وبهذا، يمكن تصنيف أدوات التحليل الفني إلى مجموعتين رئيسيتين:

أولاً: أدوات التحليل الفني بغرض التنبؤ بحركة السوق

يمكن استعراض أهم أدوات التحليل الفني للتنبؤ بحركة السوق في:

1- نظرية داو: تعد هذه النظرية من أقدم أدوات التحليل الفني، وتُعزى إلى العالم تشارلز داو عام 1887، والذي ساهم في تكوين اثنتين من أوسع مؤشرات السوق استخداماً، هما:

- مؤشر داوجنز الصناعي: ويرمز له اختصاراً بالرمز (DJIA)

- مؤشر داوجونز للنقل: ويرمز له اختصاراً بالرمز (DJTA)

وقد توصل داوجونز إلى نظريته (التي تعرف بنظرية داو نسبة إليه) من خلال سلسلة من البحوث (1887-1902)، والتي تمثل اليوم الأساس الذي بني عليه التحليل الفني الحديث¹، حيث تشير هذه النظرية إلى أن السوق تحدث في العادة ثلاث حركات تحصل في الوقت ذاته، الحركة الأولى هي الحركة القصيرة والتي تحدث من يوم لآخر، أما الحركة الثانية هي حركة الموجة الصغيرة -كما تحصل في البحر- تحصل لفترة بين أسبوعين إلى شهر أو أكثر، في حين أن الحركة الثالثة هي الحركة الأساسية الطويلة نسبياً، وقد تستمر لفترة تغطي على الأقل أربع سنوات.

وتمت صياغة هذه الحركات وفق حركات تشبه حركات الموجات في البحر²، وبذلك، فقد تم تحديد ثلاثة أنواع من الحركات هي:³

✓ **التغيرات الأساسية:** تسمى أيضاً بالسوق النزولي، ويطلق عليها بعض المستثمرين اسم سوق الثور، حيث تشهد أسعار الأسهم ارتفاعاً كبيراً فيها، خلال فترة محددة من الزمن، يحصل بعدها سوق الدب التي تهبط بها أسعار الأسهم إلى أدنى حد لها.

✓ **الحركات الثانوية:** وهي حركات مقاومة للتغيرات في السوق النزولي تهدف إلى إعادة أسعار الأسهم إلى مستوى القيمة السابقة.

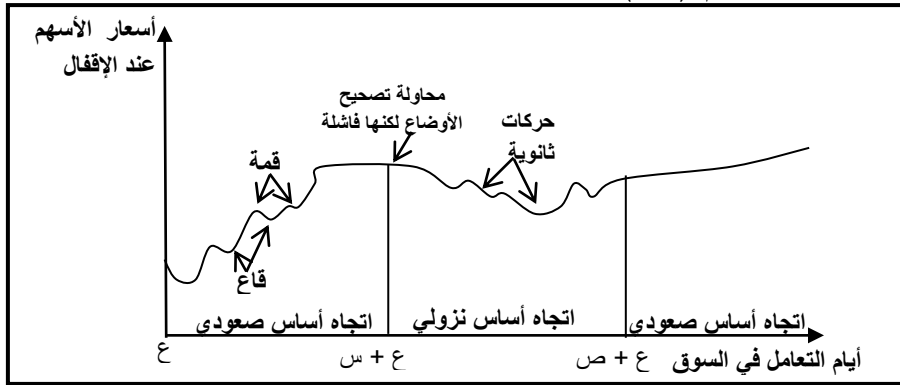
✓ **الحركات اليومية:** وهي التقلبات اليومية التي تحصل والتي تشبه حركات موجات البحر اليومية، إلا أن هذه الحركات اليومية تكون هي الأساس في حدوث التحركات الثانوية والتحركات الأساسية. والشكل التالي، يعكس لنا تصورات وحركات نظرية (داو).

¹- قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 269.

²- مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص 324.

³- نفس المرجع السابق، ص ص 324، 325.

شكل رقم: (5.1): خريطة الأسعار اليومية وفقا لنظرية داو



المصدر: مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع،

سوريا، 2014، ص 325.

يظهر الشكل أعلاه تغيرات أسعار الأسهم خلال أيام التعامل في السوق، فحركة التغير في اليوم الأول (ع) تشير إلى وجود أساس صعودي في أسعار الأسهم بين يوم الإقفال (ع) ويصل إلى أعلى سعر له قبل يوم (ع+س) رغم أنه خلال هذه الفترة فإن حركة الأسهم قد تصل إلى أعلى قمة لها، كما يمكن أن تنخفض إلى أدنى قاع لها، كما هو مؤشر في الشكل أعلاه إلا أن الاتجاه الصعودي في أسعار الأسهم هو الأساسي.

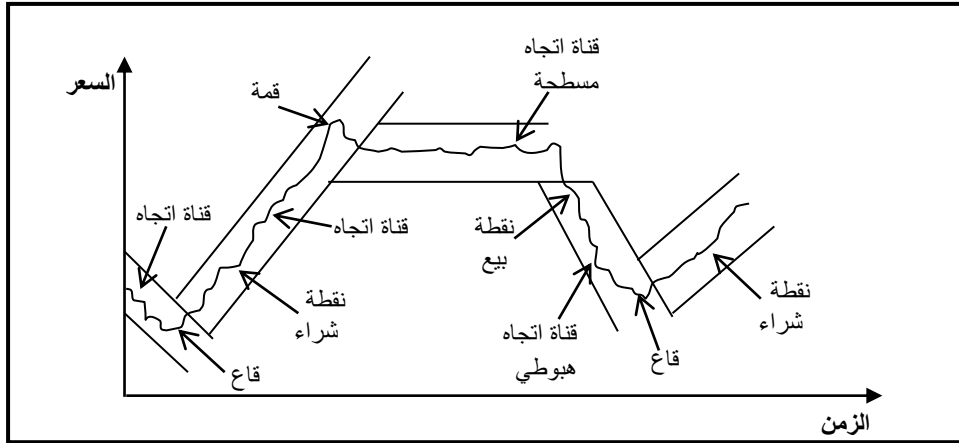
وخلال الفترة المحصورة بين أيام التعامل في السوق (ع+س) و(ع+ص) تحصل تغيرات أساسية نزولية في العادة، ولهذا نلاحظ أنه في يوم (ع+س) تحصل محاولة لتعديل الأوضاع من خلال حركات ثانوية أملا في إعادة أسعار الأسهم إلى سابق وضعها، لكن هذه المحاولة تفشل الأمر، الذي يجعل الأسعار تسير نحو الهبوط باتجاه اليوم (ع+ص)؛ وهذا يعني أن الاتجاه الأساس الصعودي لأسعار الأسهم قابله اتجاه نزولي أساسي في هذه الأسعار.

ويحدث العكس بعد يوم (ع+ص) إذ بالرغم من وصول الأسعار إلى أدنى حد لها قبل هذا اليوم إلا أن الأسعار تبدأ بالارتفاع مرة ثانية، وتحدث محاولات من خلال حركات ثانوية من أجل إعادة الأسعار إلى المستوى المنخفض إلا أنها تفشل أيضا، مما يعني اتجاه الأسعار نحو الصعود مرة ثانية؛ أي من اتجاه نزولي إلى صعودي، وهكذا يلاحظ وفقا لنظرية داو أن: الاتجاه الصعودي في الأسعار يعقبه اتجاه نزولي، ثم يلحقه اتجاه صعودي، وهكذا.¹

2- دورة حياة الأسهم: لكي يتم فهم القواعد الفنية للتعامل بهذه الطريقة، فإن الشكل الموالي لدورة أسعار الأسهم في السوق ككل أو لسهم واحد يوضح ذلك.

¹ - مصطفى يوسف كافي، المرجع السابق، ص 325، 326.

شكل رقم: (6.1): دورة أسعار الأسهم



المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 172.

من خلال هذا الشكل نجد أن: المستثمر يقوم بشراء الأسهم عندما تكون أسعارها في بداية صعودها ويحتفظ بها حتى نهاية موجة الارتفاع، وكما هو معلوم فالمستثمر يرغب في البيع عندما تكون الأسعار في القمة، إلا أنه لا يقوم بذلك أملاً في أن ترتفع الأسعار مرة أخرى، وهكذا، يحتفظ على قرار البيع على طول القناة المسطحة، وبمجرد ما يرى بأن الأسعار تتأرجح نحو الهبوط؛ أي بداية قناة الاتجاه الهبوطي، فإنه يتخذ قرار البيع¹.

3- نظرية الموجات لإليوت: توصل إليوت من دراساته لحركة أسعار الأوراق المالية لبورصة نيويورك إلى أن هناك إيقاعاً معيناً يحكم حركتها، فهي تتحرك باتجاه رئيس "موجات دافعة" في خمس موجات سواء إلى أعلى أو إلى أسفل، تليها حركة تراجعية تصحيحية في الاتجاه المعاكس مكونة من ثلاث موجات، وبهذا، فإن الدورة الكاملة لحركة الأسعار تتكون من ثماني موجات.²

* **مبادئ نظرية الموجات لإليوت:** تقوم نظرية الموجات لإليوت على عدة مبادئ أساسية أهمها ما يلي:³

- أي فعل أو تصرف يتبعه رد فعل.
- يوجد خمس موجات في الاتجاه نفسه للاتجاه الرئيس يتبعها ثلاث موجات تصويبية، ويطلق عليها: "3-5" حركة.

- الـ "3-5" يبقى ثابت خلال مدى زمني معين.

- نمط الـ "3-5" يبقى ثابت خلال مدى زمني معين.

أما النمط الأساسي يتكون من موجات (5 صاعدة و3 هابطة) والتي تأخذ الأرقام: 1، 2، 3، 4،

5 والحروف A, B, C الخريطة التي يوضحها الشكل الموالي:

¹- طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 172.

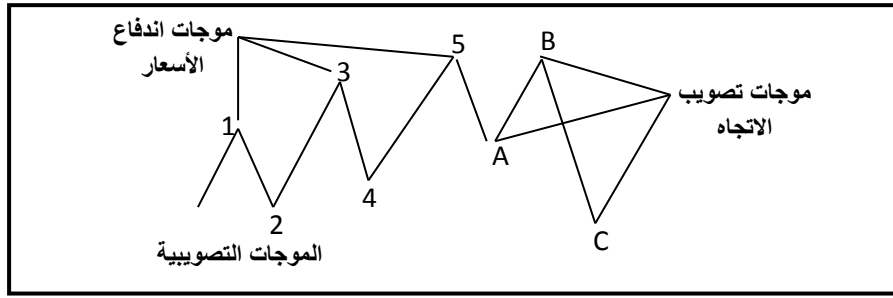
²- تم الاعتماد على:

- عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، الطبعة السادسة، 2007، ص 47.

- محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص 136.

³- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 133.

شكل رقم: (7.1): الأنماط الثمانية من الموجات



المصدر: محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007، ص 101.

توضح الخريطة السابقة أن الموجات 1، 3، 5 موجات اندفاع، أما الموجتان 2، 4 فهما موجتان تصويبتان، وأخيراً فإن الموجات A, B, C هي موجات تصويبية الاتجاه الرئيس، التي تتشكل من الموجات من 1 إلى 5، والذي يمكن أن يكون صعودياً أو هبوطياً، أما الموجات A, B, C فتتحرك عادة في اتجاه معاكس للموجات من 1 إلى 5.

4- مؤشرات التنبؤ بحركة الأسهم: يمكن تلخيص أهمها من خلال ما يلي:

✓ **مؤشر مجلة بارون للثقة:** يقيس هذا المؤشر قوة شراء وبيع السندات نتيجة حركتها في سوق الأوراق المالية، ويمكن حسابه من خلال الصيغة الرياضية الآتية:

$$\text{مؤشر بارون للثقة} = \text{فوائد السندات مرتفعة الجودة} / \text{فوائد السندات متوسطة الجودة} \times 100$$

فعندما تقترب قيمة المؤشر من 100% تزداد ثقة المستثمرين بسوق الأوراق المالية، وهذا ما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية، وكلما كانت قيمة المؤشر في ارتفاع، فإن ذلك يعطي للمتداولين ثقة أكبر في السوق المالي، ويكون التوقيت مناسباً لعملية الشراء، أما إذا كانت قيمة المؤشر في انخفاض مستمر، فإن ذلك مؤشر إلى انخفاض مستمر للأسعار؛ وهذا يعني فقدان ثقة المستثمرين بالسوق؛ لأن ذلك ينبئ بتدهور الحالة الاقتصادية.¹

✓ **مؤشر توازن الكميات الكسرية:** يختص هذا المؤشر بالصفقات التي لا تزيد كميتها عن 100 سهم، ويمكن حسابه كما يلي:

$$\text{مؤشر الكميات الكسرية} = \text{مبيعات الكميات الكسرية} / \text{مشتريات الكميات الكسرية}$$

ويمكن عن طريق هذا المؤشر معرفة حركة السوق من خلال التعرف عن الحالة التي تسيطر على صغار المستثمرين، فإذا ازدادت هذه النسبة عن الواحد، دلّ ذلك على أن المبيعات من الكميات الكسرية أكبر من المشتريات، وتسيطر حينها حالة من التشاؤم على المستثمرين الصغار، ويقوم حينها الفنيون والمحترفون بالشراء لاعتبار أنّ قيمة السوق سوف تتجه نحو الصعود لاحقاً، والعكس يمكن أن يحدث في حال ما يكون هذا المؤشر أقل من الواحد.²

¹ - قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص ص 272، 273.

² - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 197.

✓ **مؤشر اتساع السوق:** يعد هذا المؤشر من أهم المؤشرات المستخدمة من قبل المحللين الفنيين، ويكون بشكل نسبة مئوية، فقد تكون هذه النسبة سالبة أو موجبة، ويمكن حسابه وفق الصيغة الآتية:

مؤشر اتساع السوق = عدد الأسهم الصاعدة - عدد الأسهم الهابطة / إجمالي الأسهم المتداولة

ومن خلال التسجيل اليومي لحركة الأسهم الصاعدة، والمستقرة والهابطة، يمكن التنبؤ بنمط حركة الأسعار في سوق الأوراق المالية.¹

✓ **مؤشر البيع على المكشوف:** يعد هذا المؤشر مقياساً آخر لميل المستثمر، وهو نسبة الأسهم التي أبرمت عليها صفقات البيع على المكشوف، والتي تقاس بالمعادلة:

$$\text{نسبة البيع على المكشوف} = \frac{\text{المتوسط اليومي لصفقات البيع على المكشوف}}{\text{المتوسط اليومي للصفقات}}$$

ويعتقد الفنيون أن ارتفاع تلك النسبة يُعد مؤشراً على ارتفاع الأسعار في المستقبل، ومن ثمة، يتوقع أن يسعى المضاربون إلى تغطية مراكزهم لمواجهة تلك التوقعات، وذلك بشراء تلك الأسهم من السوق، مما يترتب عليه زيادة في الطلب وارتفاع الأسعار بالتبعية، أما أنصار التحليل الأساسي فيفسرون نتائج المؤشر بطريقة عكسية.²

ثانياً: أدوات التحليل الفني لغرض التنبؤ بحركة سهم معين

بعدما تم التطرق إلى أهم أدوات التحليل الفني للمعلومات لتحديد نمط التغيير في أسعار الأسهم في السوق بصفة عامة لكونها خطوة يعتمد عليها في تقييم السهم الذي ينبغي شراؤه، تأتي الآن الخطوة الثانية وهي تحليل المعلومات بغية اكتشاف نمط التغيير في سعر السهم محل الاهتمام، والتي تتم من خلال أدوات منها:

1- المتوسطات المتحركة: تقنية المتوسطات المتحركة هي تقنية تسوية السلاسل الزمنية، تعتمد على حساب المتوسط الحسابي لعدد معين من المستويات المتتالية في سلسلة زمنية، ثم حساب المتوسط الحسابي للسلسلة نفسها، مع إلغاء أقدم مستوى فيها وتعويضه بأحدث مستوى وهكذا دواليك، فبتطبيق المتوسطات المتحركة في التحليل الفني، نسوي السلسلة الزمنية لسعر السهم ونتخلص من الضوضاء المتمثلة في الأخبار التي ترد إلى المستثمرين من حين لآخر، وهذا ما يسمح بمعرفة الاتجاه العام الفعلي لسعر السهم.

2- مؤشر القوة النسبية: تم وضع هذا المؤشر من طرف "ويليس وايلدر" سنة 1978، والهدف منه هو التوقع باقتراب تغير في الاتجاه العام لسعر السهم، وذلك بتحديد ما إذا كان السهم يتعرض لإفراط في البيع أم إفراط في الشراء، فعندما يتعرض السهم لإفراط في البيع يصبح مقيماً بأقل من قيمته السوقية السائدة، فعاجلاً أم آجلاً يرجع إلى قيمته السوقية بحدوث ارتداد تقني التي تكون في هذه الحالة أعلى،

¹- قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص ص 274، 275.

²- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 202.

لذلك يجب الاستفادة من الارتفاع في سعر السهم، أما في حالة الإفراط في الشراء فإن السهم يصبح مقيماً بأكثر من قيمته السوقية المتوسطة، لذلك عاجلاً أم آجلاً سيحدث تصحيح السوق، ليتراجع سعر السهم إلى قيمة أدنى، لذلك يجب بيع السهم قبل تكبد الخسارة، ونحصل على إشارة شراء عندما يقطع منحنى مؤشر القوة النسبية مستوى 30% من الأسفل إلى الأعلى، ونحصل على إشارة بيع عندما يقطع منحنى مؤشر القوة النسبية مستوى 70% من الأعلى إلى الأسفل.¹

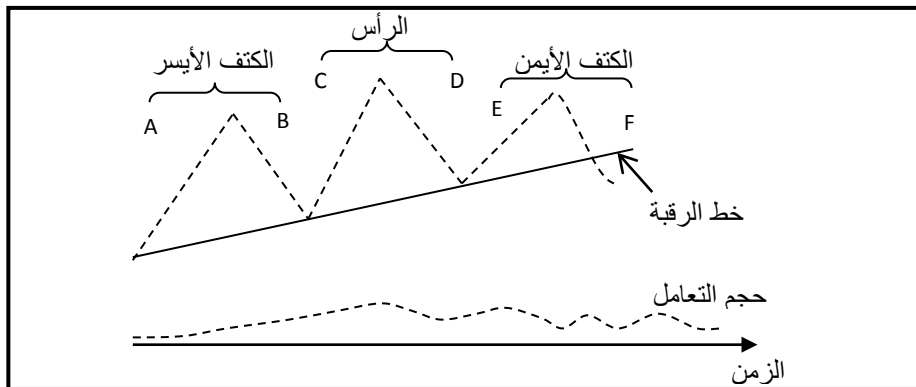
3- خرائط الأعمدة: تستخدم هذه الخرائط لتوضيح التحركات التي تحدث في أسعار الأسهم، بالاعتماد على: أعلى وأدنى سعر، سعر الإغلاق، وأحياناً سعر الفتح، وذلك خلال فترة زمنية معينة قد تكون: ساعة، يوم، أسبوع، شهر.

ويتم بناء هذه الخرائط بشكل بياني محوره العمودي سعر الورقة المالية، أما محوره الأفقي يمثل الزمن، وهذا باستخدام أربع ملاحظات للسعر في كل فترة، بوضع خط عمودي يعبر عن المدى بين الأعلى وأدنى سعر، مع وجود خط أفقي قصير يمينه، يمثل سعر الإغلاق، وخط آخر قصير يساره، يمثل سعر الفتح²، ومن الخرائط الشائعة نجد:

3-1- خريطة المستويات المساعدة والمقاومة: مستوى المساعدة هو مستوى السعر المتدني، وإن احتمال نزوله إلى أقل من ذلك ليس كبيراً، أما مستوى المقاومة فهو مستوى عالٍ للسعر، واحتمال ارتفاعه إلى أكثر من ذلك ليس كبيراً، وحتى إن هبط السعر على المستوى المتدني أو ارتفع عن السعر العالي، فإنه يلبث أن يعود إلى مستواه السابق، وبالتالي، فإن توقيت قرارات البيع يكون عندما يصل السعر إلى مستوى المقاومة، أما توقيت قرار الشراء، فيكون عندما يصل السعر إلى مستوى المساعدة.³

3-2- خريطة الرأس والأكتاف: من أنماط حركة السعر التي يبحث عنها المحلل الفني نجد نمط الرأس والأكتاف التي يوضحها الشكل الموالي.

شكل رقم: (8.1): خريطة الرأس والأكتاف



المصدر: منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 451.

¹ - عماد الدين شرابي، عبد النور موساوي، اختبار القدرة التنبؤية لمؤشرات التحليل الفني دراسة تطبيقية على أسهم 20 مؤسسة مدرجة في CAC40، مجلة الاقتصاد والمجتمع، جامعة قسنطينة 2 عبد الحميد مهري، الجزائر، العدد 06، 2010، ص 36، 38.

² - James Chen, Essentials of technical Analysis for financial Markets, Johan, wiley and Sons, Inc, 2010, PP 34, 35.

³ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مرجع سابق، ص 450، 451.

يتضح من الشكل أعلاه ما يلي:¹

- ارتفاع مضطرد في الأسعار نتيجة زيادة مضطردة في حجم الصفقات، قد يصل هذا الارتفاع إلى مستوى معين؛ أي أن خط مقاومة AB، وبعدها نلاحظ انخفاضا في حجم الصفقات، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض الأسعار، مكونا بذلك الكتف الأيسر.

- إن الارتفاع المضطرد في حجم الصفقات يترتب عليه ارتفاع مضطرد في السعر ليصل إلى قمة أعلى، مما وصل إليها الكتف الأيسر؛ أي أن خط مقاومة جديد (CD) أعلى من الأول (AB)، ويتبع ذلك انخفاض في حجم الصفقات، سيزترب عليه انخفاض في السعر يصل إلى مستوى أعلى بقليل من المستوى المتدني الذي وصل إليه في الكتف الأيسر، وهذا ما يُكوّن الرأس.

- إن الزيادة في حجم الصفقات بصفة أقل من الزيادات السابقة، يؤدي إلى زيادة مضطردة في الأسعار إلى أن تصل إلى مستوى مقاومة جديد ممثل بالخط (EF)، يكون أقل من المستوى الممثل في الرأس، ثم بعد ذلك يباشر في الهبوط بانخفاض حجم التعامل مكونا بذلك الكتف الأيمن، وهذا ما يوحى إلى أن السعر سوف يستمر في الهبوط تحت خط الرقبة؛ وهي علامة تشاؤمية وجب فيها البيع.

الفرع الثالث: أوجه الاختلاف بين التحليلين الفني والأساسي

ما يمكن ملاحظته على التحليلين الفني والأساسي اختلافهما الكبير من حيث فلسفة التحليل التي يقومان عليها، إذ أن التحليل الأساسي يهدف إلى البحث عن القيمة الحقيقية للورقة، بينما نجد أن التحليل الفني يقوم على تحليل حركة أسعار الأوراق المالية انطلاقا من بيانات السوق الماضية، وهذا لاكتشاف أنماط معينة يتم على أساسها اختيار الوقت المناسب لاتخاذ القرار المناسب، بالإضافة إلى هذه النقطة توجد فروقات أخرى يمكن من خلالها التمييز بين التحليلين الفني والأساسي، يظهرها الجدول الموالي.

جدول رقم: (9.1): الفروقات الأساسية بين التحليل الفني والتحليل الأساسي

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة، وظروف الصناعة، وكذا ظروف المنشأة.	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها).
من حيث السؤال المطروح	يطرح المحلل الأساسي السؤال الآتي: لماذا تحرك السعر في اتجاه معين؟ ليجيب على سؤال جوهرى واحد؛ هو: أية ورقة ينبغي على المستثمر العام شرائها.	يطرح المحلل الفني أسئلة عدة هي: ماذا بعد؟ إلى أين؟ إلى متى؟، كما أنه يطرح عدة أسئلة تتعلق بالتوقيت على غرار: متى يشتري؟، متى تبيع؟ متى تدخل السوق؟

¹ - نفس المرجع السابق، ص 451.

<p>كل ما يهتم التحليل الفني هو حركة الأسعار في السوق باعتبار أنها تعكس جميع المعلومات سواء أكانت معلنة أم لا من معلومات اقتصادية أساسية أو إشاعات وروايات، فدراسة الرسم البياني المتضمن المعلومات السابقة تشكل طريقا مختصرا لدراسة أساسيات السوق، ولذا يقال عادة: (every thing is in the chart)</p>	<p>يصب التحليل الأساسي اهتمامه على دراسة القوائم المالية (الميزانية، جدول حسابات النتائج) للشركة؛ أي يقوم بتشخيص وفحص شامل لوضعية الشركة ووظائفها، مما يمكن من تتبع وتوقع آدائها الاقتصادي وفهم سلوك أسهمها، ناهيك عن تقدير التدفق النقدي والمخاطرة المرتبطة بهذه الأسهم.</p>	<p>الطريقة المنتجة</p>
<p>منخفضة</p>	<p>مرتفعة لطول مراحل التحليل الأساسي</p>	<p>التكاليف</p>
<p>يفترض المحللون الفنيون أن أسعار الأسهم السوقية تتقلب بعيدا عن قيمتها الحقيقية، وأنها تمثل نماذج مكررة لما حدث في الماضي.</p>	<p>يفترض المحللون الأساسيون أن كفاءة السوق، وأسعار الأسهم الحقيقية والأسعار السوقية يتقلبان معا.</p>	<p>الكفاءة</p>
<p>يركز على السعر وبيانات الحجم لتحديد ما إذا كان يُتوقع لها الاستمرار في المستقبل.</p>	<p>يركز على النظريات المالية والاقتصادية، إضافة إلى التطورات السياسية لتحديد قوى العرض والطلب.</p>	<p>التركيز</p>
<p>دراسة آثار حركات السوق (قوى العرض والطلب) وتأثيرها على حركة الأسعار.</p>	<p>دراسة أسباب حركات السوق من خلال دراسة العوامل السياسية والاقتصادية التي يمكن أن تؤثر على حركة السوق، وبالتالي، تؤثر على حركة السهم.</p>	<p>الهدف</p>
<p>الرسم البيانية والمؤشرات الفنية، والنماذج لفهم حركة السهم المستقبلية.</p>	<p>البيانات المالية للشركة والمقارنة بينها لفترة زمنية محددة والأخبار الاقتصادية والسياسية ومؤشرات الاقتصاد الكلي وأسواق الأصول.</p>	<p>الأداة</p>
<p>مضاربة الخطف، المضاربة اليومية أو الأسبوعية.</p>	<p>المدى القصير، المتوسط والطويل.</p>	<p>الفترة</p>

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- 1- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 268.
- 2- عبد المجيد المهيملي، التحليل الفني للأسواق المالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية المصرفية، الأردن، ط6، 2007، ص 37.
- 3- هوارى سويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة - الجزائر، العدد 05، 2007، ص 110.
- 4- Y. yann stutzmaan, Etude comparative de l'analyse technique et de l'analyse fondamentale : deux outils de dissection de sociétés, Application pratique au titre du SMI, travail de diplôme, Mars 2001, P 06.
- 5- هوارى سويسي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص 172.
- 6- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساليب للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 427.

الخلاصة:

بعد تطرقنا في الفصل الأول إلى الاطار المفاهيمي لأسواق الأوراق المالية يمكننا الخروج بالنقاط الآتية:

1- السوق المالية آلية يتم بموجبها تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع الاستثمارية بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية، وذلك بواسطة أدوات مالية ونقدية، بينما تختص سوق الأوراق المالية في التعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات، والتي تقوم بإصدارها في السوق الأولي وتتداول في السوق الثانوية.

2- بصرف النظر عن المعايير المعتمدة في تصنيف وتبويب المكونات الأساسية لهيكل السوق المالية، يمكن تقسيم هذه الأخيرة إلى سوق نقد وسوق رأس مال، ويبدو أن مكنم التفرقة بين هذه وتلك نابع من الاختلاف في آجال التوظيفات والعمليات، وماهية الأدوات المتداولة في كلا السوقين.

3- يتم التداول في سوق الأوراق المالية على صورتين، عمليات عاجلة تتم فيها تصفية العملية مباشرة، وأخرى آجلة يتم عقدها مباشرة، ولكنها تؤجل تصفيتها لموعد قادم.

4- لتخصيص رأس المال السائل إلى أفضل استخداماته من أجل تحقيق أعلى ربحية ممكنة بأقل التكاليف لكل من أصحاب رؤوس الأموال ومستخدميها، يجب أن تتسم سوق الأوراق المالية بالكفاءة؛ حيث إنها يجب أن تعكس أسعار تداول كافة المعلومات المتاحة في كافة الأوقات.

5- تبين أن الهدف الأساس من بحث مؤشرات تطور كفاءة سوق الأوراق المالية؛ هو قياس أثر تطور السوق على قدرتها في تنمية الاستثمارات المالية، وتوجيه الموارد المالية المتاحة بكفاءة عالية نحو المشاريع الاستثمارية ذات المردودية على نحو يؤدي إلى تحسين إنتاجية عوامل الإنتاج في الاقتصاد الوطني، على أن تحقيق هذا الهدف قد تعترضه جملة من المعوقات، التي يمكن أن تترتب عنها آثار سلبية على الدور التوجيهي والتنموي للسوق على المدى الطويل.

6- تشير أدبيات الاستثمار المالي إلى وجود أنموذجين أساسيين للتحليل في سوق الأوراق المالية هما: التحليل الأساسي، والذي يهتم بدراسة الظروف المحيطة بالشركة، وكذا ظروف الشركة ذاتها، أما التحليل الفني فيركز على دراسة السجل المالي للتغير في السعر، الذي يتم به تداول الورقة المالية على أمل اكتشاف نمط هذا التغير، الذي يساعد على استخلاص نتائج مفيدة بما سيكون عليه ذلك السعر مستقبلاً.

الفصل الثاني:

الصناديق الاستثمارية ماهيتها،
سياساتها وطرق تقييم أدائها

تمهيد:

إن مزولة الاستثمار في الأوراق المالية يحتاج إلى تخصص دقيق ودراسة كافية بأحوال السوق لانقضاء لانقضاءها، ولتكوين محفظة متوازنة تحقق منافع مادية، كما يضمن هذا الاستثمار اقتناص الفرص المتميزة لتحقيق الأرباح.

ويتطلب هذا الاستثمار توفير موارد مادية كافية لشراء أوراق مالية عديدة ومتنوعة، تشمل: مختلف القطاعات بالمكاسب المحققة في بعضها الآخر، فاستدعت هذه الأساليب المتنوعة إنشاء شركات متخصصة (شركات استثمار، المصارف التجارية وشركات التأمين)، تعمل على تجميع مستثمرات المدخرين في مختلف فئاتهم، وتحويلها إلى وعاء مالي عرف باسم؛ صناديق الاستثمار، وإدارتها بواسطة مؤسسات مالية متخصصة لتحقيق المزايا التي لا يمكنهم تحقيقها منفردين، فإذا كانت الحكمة توجب على الشخص أن لا يضع جميع البيض في سلة واحدة، فإن صناديق الاستثمار تحقق هذه الحكمة بإعجاز؛ لأنها تسمح للشخص الذي لا يملك سوى بيضة واحدة بأن يضعها في عديد السلال معا.

وتسعى الإدارات القائمة على نشاط صناديق الاستثمار إلى تحقيق أهداف المدخرين وأصحاب الأموال على اختلاف ميولهم، مما أدى إلى زيادة إقبال أصحاب الأموال والمدخرين على استثمار أموالهم في هذه الصناديق، فنمت وازداد ظهورها وانتشارها على الساحة الاقتصادية في الوقت الحالي، واكتسبت أهمية كبيرة على المستوى العالمي.

ونظرا للتطورات والتغيرات المتلاحقة والسريعة في الأسواق المالية، وما ترتب عنها من ارتفاع مستويات المخاطر، أثارت هذه الصناديق جدلا واسع النطاق حول مدى فعاليتها في تنشيط البورصة وخاصة في الأسواق الناشئة، وتأثيرها في عملية التنمية لتلك الدول، ودورها في تجميع مدخرات صغار المدخرين، الذين يفتقرون للخبرة اللازمة لإدارة استثماراتهم منفردة.

وينطوي هذا الفصل أربعة مباحث رئيسية أمكن طرحها كما يلي:

المبحث الأول: أساسيات حول صناديق الاستثمار.

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية

المبحث الثالث: أسس إدارة صناديق الاستثمار.

المبحث الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار.

المبحث الأول: أساسيات حول صناديق الاستثمار

تعد صناديق الاستثمار من أهم صيغ تعبئة المدخرات في الوقت الحالي إذ لا يكاد يخلو أي سوق مالي من هذه الأداة الاستثمارية، ولا ريب أن ما نقرأه في كل يوم عن انتقال رؤوس الأموال الضخمة لغرض الاستثمار بين أسواق العالم إلا شاهد بأهمية هذه الصناديق، ومن خلال هذا المبحث نتعرف على مفهومها ونشأتها، أنواعها، وفي ذات السياق نبرز الفرق بينها وبين كيانات أخرى تمارس ذات النشاط، ونبيّن مزايا الاستثمار في هذه الصناديق، وكذا المخاطر المترتبة عنها.

المطلب الأول: ماهية صناديق الاستثمار

نتعرض في هذا المطلب إلى مفهوم ونشأة صناديق الاستثمار، وكذا الهيكل التنظيمي الذي ينظم عمل صناديق الاستثمار، ومما لا شك فيه أن صناديق الاستثمار وسيلة من وسائل الاستثمار الجماعي تنعم بعدد المزايا، وكما أن لصناديق الاستثمار مزايا، فإن لها كذلك عيوباً.

الفرع الأول: مفهوم ونشأة صناديق الاستثمار

أولاً: مفهوم صناديق الاستثمار

توجد تعريف عديدة لصناديق الاستثمار لعل من أهمها:

- عبارة عن وعاء مالي لتجميع وإدارة أموال المستثمرين المتعددين، الذين يقدمون أموالهم للإدارات المحترفة، والتي بدورها تعمل على استثمارها في الأوراق المالية، وهذا بغية تحقيق الكسب لجميع الأطراف.¹

- أو بعبارة أخرى: صناديق الاستثمار برنامج استثمار مشترك، يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه، بالمشاركة جماعياً في أرباح البرنامج، ويديره مدير صندوق مقابل رسوم محددة.²

- كما عرّفها منير إبراهيم هندي بأنها: تشكيلات من الأوراق المالية المختارة بدقة وعناية متناهية، ليناسب كل منها أهداف فريق معين من المستثمرين المرتقبين، أما جمهورها المستهدف فهم أساساً المستثمرون، الذين تتوفر لديهم الإمكانيات المالية الكافية، ولكن تنقصهم الخبرة والمعرفة، أو لا يتوافر لديهم الوقت الكافي لإدارة تلك التشكيلة.³

- وعرفها نزيه عبد المقصود محمد مبروك: مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين، واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية بواسطة إدارة محترفة بهدف تحقيق منفعة لمؤسسيها وللمستثمرين، وللاقتصاد الوطني ككل.⁴

¹- Carte lauranc. N, Investment Firnds in Emerging Markers, International finance Corporation, washington, 1996, P08.

²- يحي محمد جويده، سياسات الاستثمار المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2017، ص 326.

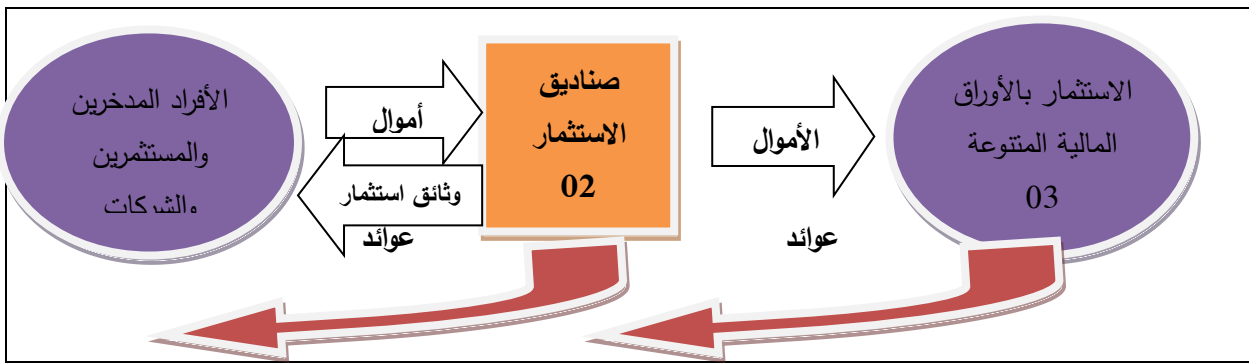
³- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر، 1999، ص 91.

⁴- نزيه عبد المقصود محمد مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص 88.

- كما يمكن تعريفها بأنها: عبارة عن محفظة استثمارية تتكون من مجموعة مختلفة من الأوراق المالية، يملك فيها المستثمر نصيباً أو حصة شائعة من الأوراق المالية المكونة للمحفظة، يطلق عليها اسم وثيقة الاستثمار، وتدار هذه المحفظة بواسطة إدارة محترفة لديها القدرة والإمكانات اللازمة لإدارة هذه الاستثمارات.¹

مما سبق يتضح: أن صناديق الاستثمار في الاقتصاد الوضعي عبارة عن وعاء مالي لتجميع مدخرات صغار المستثمرين، الذين يرغبون في استثمار أموالهم، ثم استثمار هذه المدخرات في الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، وذلك من خلال جهة لديها الخبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية بما يعود بالنفع على المؤسسين والمستثمرين والاقتصاد الوطني ككل.

شكل رقم: (1.2): آلية عمل صناديق الاستثمار.



المصدر: من إعداد الباحثة.

نلاحظ من خلال المخطط أعلاه بأن آلية عمل صناديق الاستثمار تقوم على الخطوات الموالية:

- 1- يقوم صغار المستثمرين والأفراد والمدخرين بتحديد الأموال المراد استثمارها في الصناديق ثم يقومون بالتوجه بها إلى صناديق الاستثمار لتسليم المبلغ واستلام الوثائق الاستثمارية أو الصكوك.
 - 2- تعمل صناديق الاستثمار كوعاء مالي باستلام وتجميع المدخرات الأفراد والمستثمرين والتوجه بها إلى الأسواق المالية المتنوعة من أجل استثمارها بالأسواق المالية.
 - 3- يقوم مدراء صناديق الاستثمار المحترفون والمتخصصون على درجة عالية من الخبرة العملية والعلمية باعتبارهم وكلاء نواب عن حملة الوثائق في اختيار وتحديد أفضل مجالات الاستثمار التي تحقق أعلى عائد وبأقل مخاطرة ممكنة، والقيام بعملية الاستثمار بيعة وشراء.
 - 4- عند تولد الأرباح من الاستثمارات فإنها تعود إلى الصناديق على شكل إيرادات رأسمالية.
 - 5- يقوم مدراء الصناديق باستقطاع جزء من الأرباح لإدارة الصندوق والجزء الآخر يتم توزيعه إلى المستثمرين والمدخرين الصغار حسب ما تم تحقيقه من أرباح.
- ومن أهم الأفكار التي قامت عليها صناديق الاستثمار، نجد:²

¹ جمال جويدان الجميل، مرجع سابق، ص 205.

² عمر مصطفى الشريف، الصناديق الاستثمارية الإسلامية في الأردن التقنين والرقابة، ورقة عمل مقدمة للمؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، يومي 6-7/8/2014، ص 03.

- 1- قيام جهة معينة (بنك وشركات استثمار) بإعداد دراسة اقتصادية لنشاط أو مشروع معين، بحيث تبين جدوى الاستثمار في ذلك المجال.
- 2- قيام تلك الجهة بتكوين صندوق استثماري، وتحديد أغراضه، وإعداد نشرة الاكتتاب في الصندوق أو لائحة العمل للصندوق، بحيث تتضمن كامل التفاصيل عن نشاط الصندوق، وشروط الاكتتاب فيه، وحقوق والتزامات مختلف الأطراف.
- 3- تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص أو أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية، بحيث يكون اقتناؤها عبارة عن المشاركة في ملكية حصة من رأس مال الصندوق.
- 4- بعد تلقي الجهة المصدرة لصندوق أموال المكتتبين، تقوم باستثمار الأموال المجمعة لديها في المجالات المحددة في نشرة الاكتتاب، وتوزيع الأرباح في الفترات وبالكيفية المتفق عليها، كما تتولى تصفية الصندوق في الموعد المحدد لذلك.

ثانياً: النشأة التاريخية لصناديق الاستثمار وتطورها

تشير معظم الدراسات والأبحاث إلى أن نشأة صناديق الاستثمار تعود إلى النصف الثاني من القرن التاسع عشر نتيجة ظهور شركات الاستثمار، إذ تعد هولندا أول بلد ظهر فيه أول صندوق استثماري في العالم سنة 1822¹، ورغم ذلك فهناك دراسة حديثة أشارت أن أول صندوق استثماري ظهر في هولندا سنة 1774 على يد السمسار الهولندي ابراهام فان كتوش وكان اسم الصندوق Eendragt Maakt Magt، والعبارة الأخيرة عبارة عن حكمة هولندية تعني "الوحدة تصنع القوة"، وذلك عقب الأزمة المالية العالمية التي تعرضت لها البنوك البريطانية وشركة الهند الغربية البريطانية في عامي 1772-1773²، تلتها اسكتلندا التي قامت بابتكار الصناديق المغلقة أو شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت عام 1870م. ويرجع البعض نشأة صناديق الاستثمار إلى إنجلترا عام 1868، وكان اسم أول صندوق هو ترست

للاستثمار Ferignand colonial government Investment trust³.

غير أن البداية الحقيقية بالمفاهيم القائمة الآن، تحققت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924، أين قام أساتذة جامعة هارفارد الأمريكية بإنشاء أول صندوق استثماري في بوسطن باسم: Massachusetts investment trust لم تتجاوز 392 ألف دولار يمتلكها 200 مساهم في ذلك الوقت⁴.

وابتكر الأمريكيون عام 1929 الصناديق المفتوحة التي تقوم بإصدار حصص جديدة بطريقة مستمرة، وإعادة شراء (استرداد) الأنصبة القديمة دون المرور بالبورصة، وقد تمكنت الصناديق المفتوحة

¹ عمر عبو، صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية- تجارب بعض الدول العربية-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسنية بوعلي الشلف، 2009، 2010، ص 52.

² قصي أحمد الشيخ، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي- دراسة مقارنة مع صناديق الاستثمار التقليدية-، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2015، ص 12.

³ عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية- مدخل مقارنة-، دار التعليم الجامعي للنشر والطباعة والتوزيع، مصر، 2010، ص 95، 97.

⁴ عمر عبو، مرجع سابق، ص 52.

من الصمود رغم انهيار أسواق رأس المال عام 1929، بينما لم تصمد الصناديق المغلقة بسبب توجهها نحو المضاربة رغم ضعفها وقلة خبرتها وسوء إدارتها، وقد شهدت الولايات المتحدة الأمريكية عام 1940 ميلاد قانون شركات الاستثمار الذي عمل على تكوينها وإنشائها وإدارتها، مما فتح المجال أمام صناديق الاستثمار المفتوحة لتأخذ مكانتها وعُرفت باسم الصناديق المشتركة¹، وبلغ عددها في يونيو عام 1947: 352 صندوقاً بأصول صافية بلغت 4 مليارات دولار، وفي مدة تقل عن 20 سنة زاد عددها أكثر من 50% (550 صندوقاً) بصافي أصول 50 مليار دولار.²

كما شهدت الفترة ما بعد الحرب العالمية الثانية انتشار صناديق الاستثمار على المستوى الدولي، ففي عام 1966 ظهرت في إنجلترا شركة استثمار مفتوحة Liyods First، كما ظهرت صناديق الاستثمار في ألمانيا تحت اسم Fond عام 1950 ثم سرعان ما انتشرت هذه الصناديق في سويسرا، بلجيكا، هولندا، واليابان، والتي ظهر فيها نوعان من صناديق الاستثمار المفتوحة؛ أولهما: Unit Investment trust مدتها خمس سنوات ويمكن للمستثمرين استرداد أنصبتهم في أي وقت، والنوع الثاني: صناديق استثمار مفتوحة غير محددة المدة.

أما تجربة فرنسا في صناديق الاستثمار كانت فريدة ومتميزة، فرغم أنها كانت آخر الدول المتقدمة التي دخلتها صناديق الاستثمار، إلا أنها احتلت المرتبة الأولى ليس على مستوى أوروبا فحسب، بل على مستوى العالم في الإدارة الجماعية لمحافظ الاستثمار، فحتى عام 1945 لم يكن لفرنسا أي صندوق استثمار، حتى تم تأسيس شركة الاستثمار ذات رأس المال الثابت في السنة نفسها، وكانت مهمة هذه الشركة القيام بإدارة محافظ أوراق مالية مسعرة بالبورصة الفرنسية.³

وبالنسبة للدول العربية، فقد خاضت التجربة نفسها بنسب متفاوتة من النجاح والإقبال، واتسمت أغلب تلك التجارب بأسبقية صدور الصناديق الاستثمارية عن الأنظمة والتشريعات التي تنظمها، وبدأ أول صندوق استثمار عربي في عام 1979 في السعودية، والذي أنشأه بنك الأهلي التجاري السعودي، ثم جاءت الكويت ثاني دولة عربية بعد السعودية، حيث بدأت تجربتها مع صناديق الاستثمار سنة 1985، ثم تبعتها بعض الدول العربية بعد نحو عقد من الزمن، والتي تمثلت في مصر والبحرين وعمان في عام 1994، ثم المغرب في عام 1995، ثم لبنان في عام 1996، وأخيراً الأردن في عام 1997.⁴

¹ - فريدة بن يوسف زيني، صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات - تجربة جمهورية مصر العربية وإمكانية تطبيقها في سورية -

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2005، 2006، ص 19.

² - هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول حول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، يومي 8 و 9 ماي 2005، ص 3.

³ - تم الاعتماد على:

- فريدة بن يوسف زيني، مرجع سابق، ص 20.

- عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص 98.

⁴ - هيئة سوق الأوراق المالية الليبي، دليل صناديق الاستثمار، شركة الانطلاق للخدمات الإعلامية والتقنية، طرابلس-ليبيا، ص 05.

ومن خلال العرض السابق، يمكن القول بأنه يوجد اختلاف حول نشأة صناديق الاستثمار، فالبعض يُرجع نشأتها إلى الاسكتلنديين، والبعض الآخر يرجعها إلى الانجليز، إلا أنه أياً كانت نشأتها، فإن الباعث الحقيقي على نموها وتزايد الموارد الموجهة لها، هو قدرتها على تحقيق عائد مناسب في ظل درجات مقبولة من الخطر، وتنوعها بما يخدم الأهداف والرغبات المختلفة للمتعاملين معها.¹

الفرع الثاني: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار

تتمثل المهمة أو المسؤولية الأساسية لصناديق الاستثمار في تحقيق الاستثمار الجيد للأموال، ومن أجل تنفيذ هذه المهمة يجب توفر الصندوق على هيكل تنظيمي وإداري فعال.

أولاً: مكونات الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار: تقوم صناديق الاستثمار على ثلاثة عناصر:

- 1- **مؤسس الصندوق:** يعرف في بعض الدول بمؤسس الترس، ويعرف في دول أخرى باسم شركة الإدارة، وهي مؤسسات مالية أو شركات استثمار، تؤسس صندوق الاستثمار وتتولى طرحه، وبهذا يؤدي صندوق الاستثمار دور الوسيط بين أصحاب الأموال وأصحاب الشركات الصناعية والتجارية، وينتهي دور مؤسس الصندوق بانتهاء التأسيس، وقد يتولى المؤسس إدارة الصندوق بوصفه مديراً للاستثمار.²
- 2- **مدير الاستثمار:** هو الجهة ذات الخبرة في إدارة صناديق الاستثمار سواء أكانت شركة مساهمة، أم جهة متخصصة كالبنوك، إذ يعهد إلى تلك الجهة بكل ما يخص نشاط الصندوق³ مقابل عمولة أو أتعاب يحددها عادة النظام الداخلي للصندوق في صورة نسبة مئوية معينة من القيمة البيعية أو العادلة لصافي أصول الصندوق، ويصدر مدير الصندوق للمستثمرين فيه مقابل حصصهم وحدات استثمارية أو شهادات استثمار.⁴

ويحظر على مدير الاستثمار القيام بالأعمال الآتية:⁵

- استخدام أموال الصندوق في تأسيس شركات جديدة أو شراء أوراق مالية لشركات تحت التصفية أو في حالة إفلاس.
- أن لا تكون له مصلحة من أي نوع مع الشركات، التي يتعامل مع أوراقها المالية لحساب الصندوق الذي يديره.
- أن يشتري المدير أو العاملون لديه وثائق استثمار للصناديق التي يدير نشاطها.
- الاقتراض من الغير ما لم يسمح له عقد الإدارة بذلك، وفي الحدود المقررة بالعقد.
- استثمار أموال الصندوق في وثائق صندوق آخر يقوم على إدارته.
- إيداع أو نشر بيانات أو معلومات غير صحيحة أو غير كاملة أو حسب معلومات أو بيانات هامة.

¹ - عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص 100.

² - فتحة كحلي، تقييم أداء صناديق الاستثمار السلمية دراسة تجارب بعض الدول العربية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2010، 2011، ص 18.

³ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 222.

⁴ - عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص 148.

⁵ - أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 221.

-إجراء أو اختراق عمليات بهدف زيادة عمولة السمسرة أو غيرها من المصاريف والأتعاب.
3- المدخرون: وهم الذين يقدمون مدخراتهم إلى الصندوق، ويرغبون في الاستفادة منه، وزيادة رأسمالهم المستثمر أو تحقيق عائد دوري.¹

كما يمكن أن يشمل الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار عناصر أخرى تتمثل في:²

1- أمين الصندوق "الاستثمار": هو مؤسسة مالية مهمتها مراقبة المؤسسة مدير الصندوق مقابل عمولة أو أتعاب تكون في صورة نسبة مئوية من القيمة العادلة لصافي أصول الصندوق*.

2- وكيل البيع: هو وسيط أو مجموعة من الوسطاء يتولون توزيع شهادات الاستثمار، التي يصدرها الصندوق، ويمكن لهذا الوكيل أن يكون بنكا أو شركة استثمار.

3- الهيئة الاستشارية: وتضم مجموعة من الخبراء المتخصصين في الاستثمار والتحليل، يعينهم مدير الصندوق بقصد تقديم النصح والمشورة له في إدارة الصندوق، وتوجيه استثماراته للمجالات المناسبة، ويمكن أن تتكون هذه الهيئة من أفراد أو هيئات متخصصة.

ثانيا: عدم ثبات رأس مال الصندوق: تعد الخاصية الأساسية التي تميز معظم الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية هي ثبات رأس المال أي عدم تغييره باعتباره أساس عمل الشركة، وإذا كانت هذه الخاصية تميز معظم الشركات إلا أن صناديق الاستثمار خرجت عن هذه القاعدة؛ أي: أنها لا تنقيد بفكرة ثبات رأس المال، الأمر الذي يستوجب على المديرين الحصول على موافقة الشركاء مقدما على تغيير رأس المال زيادة أو انخفاضا، ومتى كان صندوق الاستثمار غير مقيد بهذه الفكرة جاز له في كل وقت تلقي مدخرات جديدة من المدخرين الراغبين في الانضمام إليه واستخدامها في تكوين محافظ جديدة نموذجية، في مقابل إعطاء كل مدخر جديد شهادة أو وثيقة تمثل نصيبه في المحفظة التي استخدم ادخاره في تكوينها، وهو ما يسمح لصندوق الاستثمار بعدم الاقتصار على تكوين وإدارة محفظة أو أكثر من هذه المحافظ، وكما يجوز له أيضا خفض هذا العدد في كل وقت، وهو ما يحصل في حالة رغبة المستفيدين في الانسحاب من الصندوق عن طريق استرداد حصصهم في المحافظ التي اشتركوا فيها.³

مما تقدم، يمكن القول إن الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار يختلف من دولة لأخرى حسب الأحكام والقوانين المنظمة لعمل هذه الصناديق.

1- فتحة كحلي، مرجع سابق، ص 18.

2- تم الاعتماد على:

- جمال الدين برقوق، مصطفى كافي، ميريام محمود، يوسف كافي، إدارة الاستثمار، دار حامد، الأردن، 2016، ص 124.

- فتحة كحلي، مرجع سابق، ص 19.

*القيمة العادلة لصافي أصول الصندوق (القيمة البيعية): هي القيمة الصافية (Met Asset value (nav = القيمة السوقية لتشكيلة الأوراق المالية- القيمة الدفترية للالتزامات/ عدد وثائق أو وحدات الاستثمار المصدرة.

1- عصام أحمد البهجي، النظام القانوني لشركات القيد والإيداع والحفظ المركزي والسمسرة وصناديق الاستثمار، دار الفكر الجامعي، مصر، 2014، ص 453.

ثالثاً: علاقة صناديق الاستثمار بالمؤسسات المالية الأخرى: تتشابه صناديق الاستثمار مع بعض المؤسسات المالية، سواء من حيث الشكل، طبيعة النشاط، أو من حيث الهدف، ويمكن التمييز بين العلاقات المتداخلة بين صناديق الاستثمار وأهم المؤسسات المالية الأخرى فيما يلي:¹

1-المصاريف التجارية ومؤسسات الادخار والقروض:

-تستثمر صناديق سوق النقد في شهادات الإيداع الصادرة عن المصارف ومؤسسات الادخار، وفي الأوراق التجارية الصادرة عن الشركات القابضة المصرفية.

-تدير المصارف التجارية فروعاً تعمل كشركات استثمار تتيح للمستثمرين مجموعة من صناديق الاستثمار.

-تستثمر الصناديق في بعض صناديق الأسهم والسندات، وفي الأوراق المالية الصادرة عن المصارف ومؤسسات

الادخار والقروض.

2-شركات التمويل:

-تستثمر بعض صناديق سوق النقد في الأوراق التجارية الصادرة عن شركات التمويل.

-تستثمر بعض صناديق الأسهم والسندات في الأسهم والسندات الصادرة عن شركات التمويل.

3-شركات الأوراق المالية:

-تلجأ صناديق الاستثمار إلى خدمات شركات الأوراق المالية لتنفيذ صفقاتها المتعلقة بالأوراق المالية.

-تمتلك بعض صناديق الاستثمار فروعاً تعمل كسماسرة خصم وتتنافس مع غيرها من شركات الأوراق المالية على تقديم خدمات للسمسرة.

4-شركات التأمين:

-تستثمر صناديق الاستثمار في الأسهم الصادرة عن شركات التأمين والعكس صحيح.

-تقوم شركات التأمين بتسويق أوراق مالية لصناديق الاستثمار.

5-صناديق التقاعد:

-يستثمر مديرو محافظ صناديق التقاعد في الأوراق المالية الخاصة بصناديق الاستثمار.

المطلب الثاني: خصائص ومميزات الصناديق الاستثمارية

تتسم صناديق الاستثمار عموماً بخصائص ومميزات تميزها عن غيرها من أساليب الاستثمار

المباشر في الأوراق المالية -أسهم وسندات-، وهي:

1-التنوع والتركيز: ليس بمقدور المستثمر الفرد تخصيص أمواله في استثمارات متنوعة بطريقة تؤدي إلى تحقيق التوازن بين المخاطرة والعائد إذا كانت تلك الأموال صغيرة الحجم، ولذلك توفر له صناديق

¹- تم الاعتماد على:

- عمر عيو، مرجع سابق، ص 55، 56

- فريد النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية ومحوار التمويل الإستراتيجي، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص 168.

الاستثمار-التي تجتمع فيها الأموال الكثيرة- الفرصة في الاستفادة من محاسن التنويع، حتى في حالة المستوى المتدني من المدخرات الفردية، وتؤدي عملية التنويع المذكورة إلى قدر كبير من الاستقرار في العائد والحماية لرأس المال؛ لأن تنويع الأموال على استثمارات ذات مدد مختلفة ودرجات متنوعة من المخاطر من حيث نوعية الاستثمار، والموقع الجغرافي... الخ، يحقق هذه النتيجة.

ومن جهة ثانية، فإن من المستثمرين من لا يرغب في التنويع، وإنما يفضل تركيز استثماراته في مجال فقط، ومعلوم أن الودائع المصرفية لا تحقق الغرض، إذ إنها تمثل أيضا محفظة استثمارية متنوعة، ولذلك نجد صناديق الاستثمار المتخصصة التي تستثمر في المعادن الثمينة مثلا تحقق له هذا التركيز.

2- الإدارة المتخصصة: يمكن للصندوق الاستثماري توظيف المهارات العالية من المتخصصين ذوي الخبرات الطويلة والقدرات المتميزة في مجال إدارة الأموال نظرا للحجم الكبير للصندوق، وهذا المستوى من الإدارة ليس بمقدور صغار المدخرين الحصول عليه، إلا من خلال الصناديق الاستثمارية التي تعبئ مدخراتهم الصغيرة، حتى تصبح ذات حجم كبير يمكن من الإنفاق على مثل ذلك المستوى من الخبرات.

3- السيولة: تدل دراسات كثيرة على أن السيولة تعد من أكثر العناصر أهمية بالنسبة لصغار المدخرين، ولا ريب أن الاستثمارات المباشرة، وكذلك الفرص التي توفرها البنوك التجارية في الحسابات الآجلة هي أقل سيولة من الصناديق الاستثمارية المفتوحة، وفي كثير الأحيان أقل منها عائدا، ومن جهة أخرى، فإن السيولة بالنسبة للحجم الصغير من الاستثمار ربما تكون عالية التكاليف حتى عند التوظيف في الأسهم، وما شابهها من الأوراق المالية، ويعود ذلك للرسوم التي تتضمنها عمليات البيع والشراء من رسوم التسجيل وأجور السمسرة، ولذلك يمكن القول، إن صناديق الاستثمار توفر سيولة عالية بتكاليف متدنية للمستثمرين لا يمكن لهم الحصول عليها من خلال الاستثمار المباشر.¹

4- الاقتراض (الرافعة): من الميزات التي تستفيد منها الصناديق الاستثمارية ولا تتوفر للأفراد ذوي المدخرات القليلة؛ مسألة اقتراض الصندوق للأموال لرفع قدرته على الاستثمار؛ وهو ما يسمى بالرافعة. فيمكن لصندوق استثمار الأسهم مثلا أن يقترض من البنوك بضمان تلك الأسهم، ثم يشتري بها أسهما أخرى، ولما كان سعر الفائدة على القرض أقل في أغلب الأحوال من العائد على الاستثمار في الأسهم استطاع الصندوق تحقيق أرباح إضافية للمستثمرين، فالمستثمر الذي ساهم بمبلغ 1000 دولار على سبيل المثال، سوف يحصل على عائد استثماري كما لو أنه استثمر مبلغ 1500 دولار مثلا، وهذه من الميزات التي تتحقق من خلال صيغة الصندوق الاستثماري.²

¹ - زهير عدلي، نور الدين زحوني، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية وتحقيق التنمية الاقتصادية، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الثالث حول إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2016، ص ص 4،5.

² - عائشة شلبية، صناديق الاستثمار الإسلامية وحاجة السوق إليها، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، يومي 08 و09 ديسمبر 2013، ص 06.

5-التنظيم والإفصاح: تتولى جهة حكومية أو شبه حكومية مهام الإشراف والرقابة على صناديق الاستثمار والتأكد من وفائها بمسؤولياتها اتجاه الإفصاح الكافي لكافة الأطراف المهمة.¹

المطلب الثالث: أنواع صناديق الاستثمار

هناك أنواع عدة لصناديق الاستثمار تشكلت نتيجة نموها، واختلاف وتعدد حاجات وأهداف المستثمرين ورغباتهم، وتختلف أنواع الصناديق وأهدافها أيضا باختلاف الأسواق التي تُدار بها، ولكنها مهما تنوعت وتعددت، تشترك في كونها تخاطب أسواق الاستثمار بدرجة عالية من الاحترافية، وتتجاوز في الغالب الإمكانيات الذاتية للمستثمر الفرد، وهي تتدرج من حيث عوائدها ومخاطرها على نحو يلائم جميع فئات المتعاملين مهما كانت أهدافهم، ويستطيع كل مستثمر أن يهتدي إلى أكثرها لأهدافه الاستثمارية، في حالة إذا ما تحقق من احتياجاته، وأجرى مقارنة مدروسة بين مختلف الصناديق، وعموما يمكن تصنيف صناديق الاستثمار حسب المعايير الآتية:

- 1- هيكلها التمويلي.
- 2- مكونات التشكيلة.
- 3- الأهداف المقررة.
- 4- تكلفة البيع.
- 5- الضمان.
- 6- أجل الاستثمار.
- 7- العائد.
- 8- أساليب إدارة محافظها.
- 9- نطاقها الجغرافي.

وستتناول هذه المعايير بالتفصيل كالآتي:

أولاً: معيار الهيكل التمويلي: تصنف صناديق الاستثمار من حيث هيكلها التمويلي إلى نوعين رئيسيين؛ هما: صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة، وصناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، وفيما يلي توضيح لهذين النوعين وخصائصهما:

1- صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة: تعرف صناديق الاستثمار المغلقة بأنها شركة استثمار ذات نهاية مغلقة، حيث إن عدد الوثائق لهذه الصناديق ثابت ومحدد، وأن هذه الوثائق تباع وتشتري من خلال الأسواق الثانوية لسوق الأوراق المالية²، وطبقاً لنظام هذه الصناديق لا يجوز لمالكي هذه الوثائق استرداد قيمتها من الصندوق المصدر لها، كما أن إدارة هذه الصناديق لا تقوم عادة بشرائها منهم، وإذا رغب أحد

¹ - دلال بن سمينه، جهاد بوضياف، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية "دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2005-2014)"، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، جامعة زيان عاشور الجلفة، العدد السادس، ص 220.

² - Bassam I. Azeb, the Performance the Egyptian Stock Market, Master of Business Administration thesis, the University of Bumingham the Birmingham Business school, 2002, P 78.

مالكي هذه الوثائق في التخلص منها، فالطريق الوحيد المتاح له هو أن يبيعها في البورصة التي يتم فيها تداول هذه الوثائق، أو في السوق غير المنظمة (السوق غير الرسمية)، وذلك من خلال التجار وبيوت السمسرة، ولذلك يطلق البعض على هذه الصناديق "الصناديق ذات التداول العام"، وتقوم إدارة هذه الصناديق بتوزيع عوائد استثماراتها إضافة إلى الأرباح الرأسمالية، التي تحققها على حَمَلَة وثائقها وفقا للشروط المبينة في نشرة الإصدار.¹

وعادة ما تتحدد القيمة الصافية للأصول (NAV) في هذه الصناديق بناء على أسعار الأوراق المالية المكونة للمحفظة التي قام الصندوق بتكوينها، وتحسب يوميا، وعند شراء أو بيع حصة في الصناديق تقوم بدفع أو استلام الثمن بناء على أسعار السوق بعد إضافة أو خصم عمولة التداول الخاصة.

إنّ شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة تشكل صناديق استثمار يطلق عليها الصناديق ذات النهاية المغلقة التي يُخول لها الشرع الحق في إصدار أسهم تباع للجمهور، ولقد جاء مسمى هذا النوع من الشركات من أن عدد الأسهم التي تصدرها ثابت لا يتغير، يستثنى من ذلك حالتين نادرتا الحدوث:²

- الحالة الأولى: حالة قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها من السوق.

- الحالة الثانية: حالة إصدار الشركة لأسهم جديدة.

ويرجع قيام الشركة بشراء أسهمها من السوق (المنظمة أو غير المنظمة) إلى هبوط القيمة السوقية للسهم إلى مستوى أقل من القيمة الصافية للسهم، وعادة ما تستخدم هذه الصناديق الفائضة في إعادة شراء أسهمها إلا أنه غالبا ما تحجم إدارة الصندوق عن شراء (استرداد) أسهمها بهذا الأسلوب، حتى لو كان في ذلك التصرف مصلحة لحملة الأسهم؛ لأن شراء الأسهم التي سبق إصدارها يعني انخفاض قيمة الأصول الكلية، ورغم أن مكافأة الإدارة تحسب على أساس نسبة (حوالي 0.5%) من القيمة الكلية للأصول التي تديرها، فإن تصرفها المشار إليه يحمل في طياته انخفاض قيمة المكافأة المستحقة لها، وعادة ما يتم حساب قيمة الأصل الصافية للشركات المغلقة وفقا للمعادلة الآتية:

$$\text{قيمة الأصل الصافية} = (\text{ص} - \text{خ}) / \text{ن}$$

حيث:

ص: القيمة السوقية للأوراق المالية، التي استثمرت فيها الشركة مواردها.

خ: القيمة الدفترية للخصوم، والتي قد تتمثل في قروض أو سندات.

ن: عدد الأسهم العادية المصدرة.

وفي حالة قيام الشركة بإصدار أسهم ممتازة، تحسب قيمة الأصل الصافية في هذه الحالة وفق

$$\text{المعادلة: قيمة الأصل الصافية: (ص-خ-م)/ن.}$$

¹- أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999، ص 08.

²- عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص 60.

حيث إن: م: تمثل القيمة السوقية للأسهم الممتازة.¹

ونرى أنه يمكن من خلال ما سبق، يمكن حصر السمات العامة المميزة للصناديق المغلقة وإيجازها على النحو الآتي:²

- ثبات عدد الوحدات المصدرة نتيجة ثبات رأس مالها.
 - لا يتم تداول أسهم هذه الصناديق إلا من خلال سوق الأوراق المالية، وفقا لقانون العرض والطلب.
 - لا يقبل الصندوق استرداد قيمة وثائق الاستثمار، ولكن يسمح بتداولها في الأسواق المالية الثانوية.
 - يتم توزيع الأرباح على المستثمرين بانتهاء مدة الصندوق.
 - انخفاض تكاليف هذه الصناديق بسبب طبيعة، ونمط الأدوات الثابتة.
 - إمكانية تحولها إلى صناديق مفتوحة بعد فترة زمنية معينة.
 - إعفاء الأرباح من الضريبة بسبب توزيعها بالكامل على المستثمرين.
 - تمتاز بالإدارة الثابتة.
 - يتحدد عددها بناء على قيمة الأصل الصافية لكل وثيقة، وليس على قيمتها الاسمية.
 - إن القيمة السوقية لأسهم هذه الصناديق، والقيمة الصافية لها يتم نشرها عادة في صحف المال.
- 2- صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:** يغلب اصطلاح الصندوق المشترك على هذا الصندوق، وكما هو واضح من التسمية فإن حجم رأس مال الصندوق المفتوح أو الأموال المستثمرة فيه لا يكون ثابتاً كما هو الشأن في الصندوق المغلق، إذ يجوز لإدارة الصندوق إصدار وبيع المزيد من الوثائق المالية منها لتلبية لحاجات المستثمرين، بالإضافة إلى الالتزام التام من قبل إدارة الصندوق بتلبية طلبات الاسترداد التي يمكن أن يتقدم بها ملاك الحصص أو الوحدات الاستثمارية في أي وقت يشاؤون، وذلك حسب الترتيبات المنصوص عليها في وثيقة الطرح (الاكتتاب، الإصدار)، وعلى أساس صافي الأصول المتضمنة في الصندوق، وخلافاً لما هو عليه في الصندوق المغلق، فإن الصناديق المفتوحة (المشتركة) لا يجري إدراجها بنشر أسعار الشراء والبيع الخاصة بها في الصحافة المالية، حيث تكون إدارة الصندوق ملزمة بهذه الأسعار لغايات الشراء والبيع من قبل جمهور المتعاملين أو المالكين.³
- ومن هنا، فإن حملة الوثائق ليسوا في حاجة إلى اللجوء لبورصة الأوراق المالية والحصول على سيولة، ولذلك تحرص إدارة هذا النوع من الصناديق دائماً على توفير نسبة ملائمة من السيولة، تمكنها

1- عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص ص 60، 61.

2- تم الاعتماد على:

- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة تجرية جمهورية مصر العربية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2011-2012، ص 190.

- علاء فرحان طالب، إدارة المؤسسات المالية مدخل فكري معاصر، دار الأيام، الأردن، 2013، ص 225.

3- تم الاعتماد على:

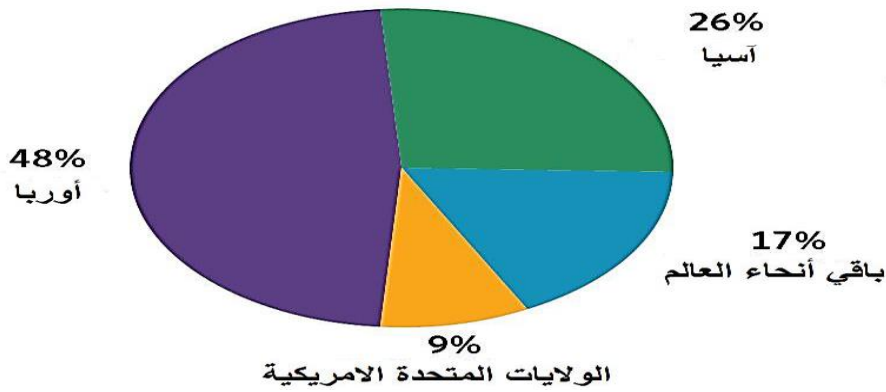
- أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، مرجع سابق، ص 09.

- فريدة بن يوسف زيني، مرجع سابق، ص ص 29، 30.

من دفع قيمة الوثائق المطلوب استردادها في أية لحظة يطلب المستثمر ذلك، وهذه الميزة جعلت صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة أكثر جاذبية لدى الجمهور مقارنة بالوثائق غير قابلة الاسترداد، كما هو الحال في الصناديق ذات النهاية المغلقة.¹

وعالميا فان هناك توجه كبير نحو انشاء صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، نظير ما توفره من مزايا مثل السيولة والعائد وانخفاض تكاليف الاستثمار، فضلا عن خصوصية المعلومات والضرائب، ويمكن بيان نسب انشاء هذا النوع من الصناديق في جميع أنحاء العالم من خلال الشكل الآتي:

شكل رقم: (2.2): نسب إنشاء الصناديق ذات النهاية المفتوحة في جميع أنحاء العالم خلال الفترة (2008-2017).



Source: Investment Company Fact Book, 58th, 2018, <http://www.icifactbook.org>

نلاحظ من الشكل أعلاه، أن الدول الأوروبية مجتمعة تبوأ المرتبة الأولى من حيث انشاء صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة بنسبة (48%)، تليها الدول الآسيوية بنسبة (26%) ، ثم باقي دول العالم كروسيا وغيرها من الدول بنسبة (17%)، في حين حققت الولايات المتحدة الأمريكية بمفردها نسبة (9%)، وهذا دليل على أهمية هذا النوع من الصناديق عالميا.

وهناك بعض الاختلافات بين الصناديق المفتوحة والمغلقة، حيث نرى أن صناديق الاستثمار المفتوحة لا تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية، ولذلك فالمستثمر يشتري السهم ويبيعه إلى شركة الاستثمار مباشرة دون حاجة إلى اللجوء لسوق الأوراق المالية، ولذلك لا بد من توافر سيولة كافية لشركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة لمواجهة طلبات الاسترداد من قبل حاملي وثائق تلك الشركات؛ لأنه إذا كان موقف السيولة لهذه الشركات ضعيف ستضطر إلى تصفية جزء من أوراقها المالية لتدبير السيولة لمواجهة حالات الاسترداد.

ويوجد اختلاف آخر، في أن المستثمر في الصناديق المغلقة قد يحصل على نوع من الربح لا يتواجد مع الصناديق المفتوحة، ويتمثل ذلك في الربح المحقق لو كان المستثمر اشترى أحد الأسهم بخصم (سعر السهم في السوق أقل من قيمة الأصل الصافية)، وبالقطع لا توجد هذه الحالة في الصناديق المفتوحة حيث لا تباع أسهمها مطلقا بخصم.

¹- Frederick Mishkin, *the economics of Money Banking and Financial Markets*, 2nd edit, Harper Collins publishers, 1992, P 311.

وبشير (MAYO) إلى اختلاف ثالث بينهما، يتمثل في تكلفة الاستثمار، حيث إنه يرى الصناديق المفتوحة قد تباع برسوم يتحملها المستثمر عند شرائها (LOADFUNDS)؛ أي أن هناك رسوما تضاف إلى قيمة الأصل الصافية عند الشراء، ولا شك أن ذلك يؤثر على تكلفة الاستثمار.

تتسم صناديق الاستثمار المفتوحة بأن عدد أسهمها غير محدد، فيمكنها إصدار المزيد من الأسهم واسترداد أسهم المستثمرين في أي وقت، وذلك طبقا لقيمة السهم الصافية، وقد تقوم هذه الصناديق بتسويق أسهمها بواسطة رجال بيع أو سمسارة أو بنفسها، وذلك مقابل رسوم من المستثمر "Load Funds"، وقد تصدر هذه الأسهم دون تحصيل رسوم من المستثمر، ويطلق عليها في هذه الحالة "no Load Fun".

ومن العيوب التي تتعرض لها شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة؛ ضرورة توافر مستوى ملائم من السيولة على الدوام، بما يمكن الشركة من دفع قيمة استردادات أسهمها في أية لحظة يطلب فيها المستثمر ذلك، وغني عن البيان أنه كلما ارتفع مستوى السيولة كلما ارتفعت تكلفة الفرصة الضائعة؛ أي كلما زاد العائد الضائع الذي يمكن تحقيقه لو أن تلك الأموال السائلة قد أعيد استثمارها، وبالطبع يتحمل المستثمر في النهاية عبء تلك التكاليف.¹

ومن خلال ما سبق، يمكن حصر السمات العامة المميزة للصناديق المفتوحة، وإيجازها على النحو الآتي:²

- التسويق المباشر لوثائق الاستثمار.

- ليس هناك رسوم شراء من قبل المستثمرين، بل تفرض رسوم استرداد، ويجري تطبيقها عندما يتقدم مالكو الوثائق بطلب استرداد قيمة وثائقهم بعد فترة من حيازتها.

- أسهم الصناديق المفتوحة لا تتداول في سوق الأوراق المالية.

- إدارة الصندوق ملزمة بتلبية طلبات الاسترداد التي ترد في أي وقت.

وهناك نوعين من صناديق الاستثمار المفتوحة:³

أ- **صناديق الاستثمار المحملة:** هي الصناديق التي يتحمل المستثمر فيها رسوم الشراء، بسبب قيام هذه الصناديق بتسويق إصدارتها من خلال وسطاء ماليين، ولا تقتصر مهمة الوسطاء الماليين على تسويق الإصدارات، بل تساعد المستثمر في اختيار صندوق الاستثمار الذي يناسبه.

ب- **الصناديق غير المحملة:** في هذا النوع من الصناديق لا يتحمل المستثمر أية رسوم شراء، ذلك أنها تقوم بتسويق إصداراتها من الوثائق من خلال الإعلان والترويج والدعاية لها، ولا يخصم شيئا من المبلغ المراد استثماره.

ثانيا: معيار مكونات التشكيلة: تنقسم صناديق الاستثمار وفقا لمكونات التشكيلة إلى قسمين:

أ. صناديق الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال.

¹ - عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص 65.

² - علاء فرحان طالب، مرجع سابق، ص 225.

³ - عمر عيو، مرجع سابق، ص 59.

ب. صناديق الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد.

وفيما يلي شرح تفصيلي لكل نوع على حدى.

أ. **صناديق الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال:** وتشمل عددا من الأوراق المالية التي تمتاز بأنها طويلة الأجل، ومن أهم هذه الصناديق: صناديق الأسهم العادية، صناديق السندات والصناديق المتوازنة.

1- صناديق الأسهم العادية: في هذا النوع من الصناديق ينحصر الاستثمار في الأسهم فحسب، فقد يختص صندوق الأسهم إما على أساس القطاع فيركز مثلا على أسهم صناعة معينة، مثل: أسهم الشركات الكيماوية، أو يختص الصندوق بمنطقة جغرافية معينة، وقد يكون ذلك على أساس خصائص الأوراق المالية نفسها، أو التي تتمتع بإعفاءات ضريبية كبيرة وهكذا، ويمكن التمييز في هذا الصدد بين نوعين من صناديق الأسهم العادي:¹

1-1 صناديق تدار باستمرار ويقظة: وهي تلك الصناديق التي تسعى إدارتها إلى البحث عن الأسهم التي تتداول في السوق بسعر يزيد أو يقل عن قيمتها الحقيقية، لتتخلص من تلك التي يزيد سعرها عن قيمتها الحقيقية، ولتشتري تلك التي يقل سعرها عن قيمتها الحقيقية.

1-2 صناديق لا تحظى إلا بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة: هي تلك الصناديق التي لا تبذل الإدارة مجهودا يذكر لاختيار التشكيلة، فهي تسعى لتحقيق عائد يماثل العائد على محفظة السوق، ومن ثمة، فإنها تكتفي بتشكيل مكونات الصندوق من ذات تشكيلة الأوراق المالية (الأسهم)، التي يتكون منها أحد مؤشرات السوق، لذا يطلق على هذا النوع من الصناديق صناديق المؤشر.

2- صناديق السندات: تقوم هذه النوعية من الصناديق باستثمار أموالها في السندات، وتحصل على عائد استثماراتها من توزيعات الكربونات، ومن خلال ما تحققه من أرباح رأسمالية على تعاملاتها في تلك السندات في سوق الأوراق المالية، وتناسب هذه الصناديق تلك الفئة من المستثمرين المتحفظين الذين لا يطمحون إلى تحقيق أرباح كبيرة من استثماراتهم في مقابل عدم تعرضهم لمفاجآت غير سارة، ويمكن تقسيم السندات إلى خمسة أنواع من الصناديق تتمثل في:²

2-1 صناديق سندات البلديات والسلطات المحلية: تهتم هذه الصناديق بحيازة توليفة من السندات التي تصدرها البلديات وسلطات الحكم المحلي في المناطق المختلفة لتمويل برامجها الإنمائية داخل حدود تلك البلديات، ويتمتع حاملوها بإعفاءات ضريبية فيما يتعلق بالفوائد المدفوعة عنها، وبطبيعة الحال، فإن العائد

¹ - تم الاعتماد على:

- مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، دار إيثراء ومكتبة الجامعة للنشر والتوزيع، الأردن- الشارقة-، 2010، ص 180.

- نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص ص 101، 102.

² - فريدة بن يوسف زيني، مرجع سابق، ص ص 36، 37.

المتوقع من هذه الصناديق يكون معتدلا وينسجم مع مستوى المخاطر، التي تتعرض لها هذه السندات، وذلك ما لم ترتفع أسعار الفائدة بصورة ملموسة لأسباب تضخمية، إذ إن قيمة تلك السندات تتعرض عندها (وكغيرها من السندات) لتراجع ملموس في قيمتها، ويهتم بهذه الصناديق المستثمرين المتحفظين الذين لا يمكنهم تحمل حدوث خسائر كبيرة في قيمة استثماراتهم على النحو الذي تحدثه التقلبات الكبيرة في أسعار الأسهم.

2-2- صناديق السندات الدولية: وتشكل هذه الصناديق نوعين من المحافظ.

• الأول: محافظ متنوعة بين سندات محلية ودولية.

• الثاني: محافظ مكونة من سندات دولية فقط.

2-3- صناديق سندات ذات عوائد دورية: تحقق هذه الصناديق ميزة للمستثمرين، وذلك بتمكينهم الحصول على عوائد دورية بصفة منتظمة.

2-4- صناديق سندات خاصة: تشكل هذه الصناديق نوعين من المحافظ:

- صناديق سندات الدرجة الأولى: وتتكون من سندات حكومية مضمونة من الحكومة، وعادة ما يكون دخل هذه الصناديق معفى من الضرائب.

- صناديق سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: تهدف إلى الاستفادة من المميزات التي تحققها السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، حيث ترتفع هذه السندات مع ارتفاع قيمة الأسهم.

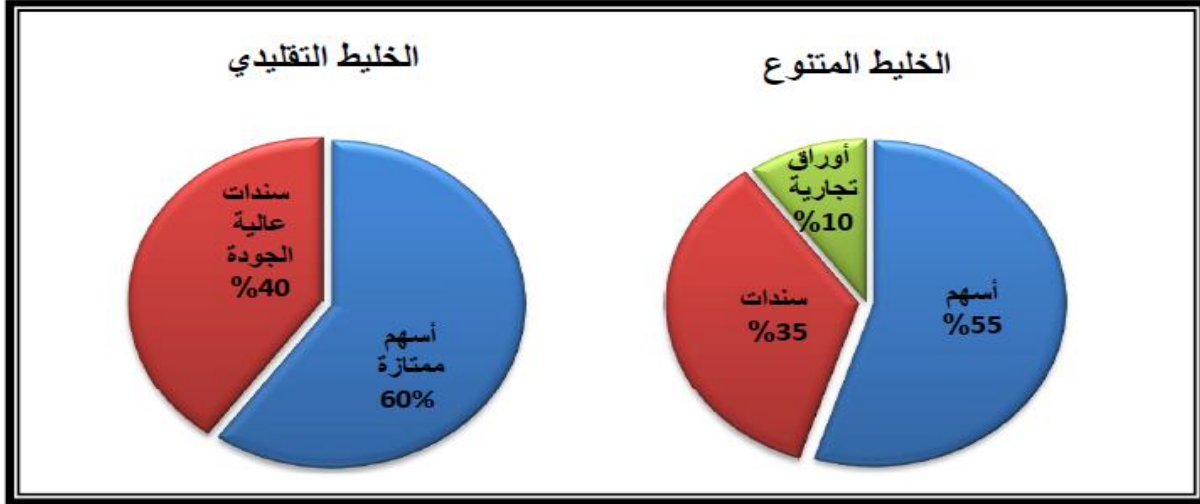
2-5- صناديق سندات محلية: وهي سندات تركيبها تقليدي، تحتوي على قرابة 85% من سندات محلية، والباقي أجنبية.

3- الصناديق المتوازنة (المختلطة): يقصد بها تلك التي الصناديق التي تشتمل على مزيج من أسهم

عادية، سندات وأسهم ممتازة، وربما مع جزء صغير من أدوات سوق المال قصير الأجل، لذا يطلق عليها اسم الصناديق المتنوعة، وتختلف نسبة الأسهم باختلاف الأهداف المقررة أو المحددة للصندوق، فعندما تكون من بين الأهداف تحقيق عائد مرتفع نسبيا مع الرغبة في تحمل مخاطر متوسطة نسبيا، يتوقع أن ترتفع إلى حد ما نسبة الأموال التي يستثمرها الصندوق في الأسهم بجميع أنواعها، والعكس إذا كان من الأهداف تقليل المخاطر، ترتفع نسبة السندات وتقل نسبة الأسهم، ويتم الاستثمار في هذا الصندوق بشكل نسب مئوية موزعة بين مجموعة من الأوراق المالية، كأن يكون 60% من إجمالي الأصول في الأسهم الممتازة و40% في السندات العالية الجودة، ويطلق على هذا الخليط الخليط التقليدي، أو قد يكون هذا الخليط متكون من (55%) بالأسهم و (35%) في السندات و (10%) في الأوراق التجارية قصيرة الأجل، ويطلق على هذا النوع من المزيج تسمية الخليط المتعدد، إذ تحدد هذه النسب من خلال نشرة اكتتاب الصندوق، وتكون هذه

الصناديق هي الخيار الأفضل للعديد من المستثمرين الذين يهدفون الى درجة أمان عالية لاستثماراتهم¹، ويمكن توضيح هذا الخليط من خلال الشكل الموالي:

شكل رقم: (2.3): الخليط التقليدي والمتنوع لمحفظه الصناديق المتوازنة (المختلطة).



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الفقرة 03.

ب- **صناديق الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد:** ظهرت صناديق سوق النقد لأول مرة عام 1973 وتتميز هذه الصناديق بأنها تستجيب لاحتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية، وعلى ذلك تتكون محفظة هذه الصناديق من أوراق مالية قصيرة الأجل لا يتجاوز تاريخ استحقاقها سنة، مثل: أذون الخزانة وشهادات الإيداع المصدرة من البنوك، الكمبيالات المصرفية والأوراق التجارية، يضاف إلى ذلك أن هذا النوع من الصناديق يعطي للمستثمرين الحق في السحب منها في أي وقت دون تعرضه لغرامة، بل ويمكن تحرير شيكات في مقابلها من خلال إبرام إدارة الصندوق اتفاقاً مع أحد المصارف في هذا الشأن، وذلك مقابل قيام المستثمر برّد عدد من الأسهم، التي يملكها والتي تُساوي في قيمتها المبلغ المسحوب، شرط ألا يقل المبلغ المسحوب عن حد معين تقرره إدارة الصندوق، وعادة ما يكون الحد الأدنى للمشاركة في أموال تلك الصناديق كبير نسبياً².

ثالثاً: معيار الأهداف المقررة: يتحدد هدف الصندوق بطريقة تمكن من جذب فئة معينة من المستثمرين، وفي هذا الصدد نميّز بين خمسة أنواع من صناديق الاستثمار وفق الأهداف الأساسية:

¹- تم الاعتماد على:

- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص 132.

-عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص ص 68، 69.

-Selim, S. Hacısalihzade, *Control Engineering and Finance*, 1st ed, Springer International Publishing, Cham, Switzerland, 2018, p 188.

-Hull, John C., *Risk Management and Financial Institutions*, 5th ed, John Wiley & Sons, Inc, New Jersey, USA, 2018, p 71.

²- تم الاعتماد على:

- حسين عطا غنيم، مرجع سابق، ص 27.

- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص 125.

- عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص 69.

- 1- صناديق الدخل:** تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق دخل جار للمستثمرين، لذا عادة ما تشتمل تشكيلة محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق على سندات تعطي معدلات ثابتة من الفائدة عن أسهم الشركات المستقرة التي توزع الجانب الأكبر من أرباحها التي تم تحقيقها¹، كما أن هناك نوعين من صناديق الدخل:²
- **الأول:** هي صناديق الدخل الثابت، تتضمن محفظة تلك الصناديق أوراقا مالية ذات دخل ثابت، مثل: السندات والأسهم الممتازة، وتعد مخاطر هذه الصناديق منخفضة جدا.
- **الثاني:** وهي صناديق الدخل، تهدف إلى توليد عائد لحملة وثائقها، وتتضمن محفظة تلك الصناديق على السندات والأسهم الممتازة والأسهم العادية، ويرتفع عائد تلك الصناديق في نظير ارتفاع مخاطرها نظرا لاحتواء المحفظة على أسهم عادية بجانب السندات والأسهم الممتازة.
- 2- صناديق النمو:** تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق نمو طويل الأجل وعائد مستقبلي كبير بدلا من العائد الجاري، وذلك من خلال العمل على تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة، التي يتكون منها الصندوق؛ أي: الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق، كما أن إدارة الصندوق تقوم بالاستثمار في أسهم شركات صغيرة متوقع لها النمو المستقبلي، لما يتم تدوير الأرباح للحصول على المزيد من المكاسب الرأسمالية³.
- ومن أهم سماته، نذكر⁴:
- إن الاستثمارات التي تقوم بها إدارة الصندوق عالية المخاطر جدا.
- إن أهداف المستثمرين تتفق مع أهداف الصندوق؛ أي أن لديهم الرغبة في ذلك.
- إنّ هذا النوع لا يتناسب مع المستثمرين، الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم لتغطية أعباء معيشتهم.
- 3- صناديق النمو والدخل:** إن الغرض من هذا النوع تحقيق الهدفين معا (النمو والدخل) بشكل متواز، فيعمل الصندوق من ناحية على نمو رأس مال المستثمر، وتحقيق دخل دوري له من ناحية أخرى، وتجدر الإشارة إلى التفرقة بين نوعين من الصناديق؛ الأول: صناديق النمو والدخل: وهي صناديق تعطي أولوية لنمو رأس المال، والثاني: صناديق الدخل والنمو؛ وهي صناديق تعطي الأولوية للدخل على نمو رأس المال⁵.
- 4- صناديق الأهداف المزدوجة:** تصدر هذه الصناديق نوعين من الوثائق لتلبي حاجة فئتين من المستثمرين، فالمستثمر الذي يرغب بعائد دوري يمكنه الاستثمار بأسهم الدخل، أما المستثمر الذي يرغب في تحقيق نمو في استثماراته فيمكنه الاستثمار في أسهم النمو، التي يتولد عنها أرباح رأسمالية من خلال ارتفاع القيمة السوقية لمكونات المحفظة، حيث تنتمي هذه الصناديق عادة إلى الصناديق ذات النهاية المغلقة⁶.

1- سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، المنصورة، 2001، ص 446.

2- عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص 73.

3- تم الاعتماد على:

- علاء فرحان طالب وآخرون، مرجع سابق، ص 225.

- نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص 98.

4- علاء فرحان طالب وآخرون، مرجع سابق، ص 225، 226.

5- حاتم غائب سعيد، إبراهيم هزاع سليم، أثر صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية، مجلة جامعة تكريت للبحوث، جامعة تكريت،

المجلد 2، العدد 03، مارس 2018، ص 326.

6- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار)، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر 1997، ص 373.

5- صناديق إدارة الضريبة: يقصد بها تلك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها، وبالطبع ليس هناك محل لدفع الضريبة طالما لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقداً، فالضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم، أما وعائها الضريبي فهو الفرق بين حصيلة البيع والمبلغ الأصلي للمستثمر، وهذا النوع من الصناديق يلائم المستثمر الذي يرغب في تأجيل دفع الضريبة إلى سنوات لاحقة، كما قد يلائم المستثمر الذي يخضع لشريحة ضريبية مرتفعة في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة المفروض على الربح الإيرادي أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي¹.

رابعاً: معيار تكلفة البيع: ينقسم حسب هذا المعيار إلى:

1- صناديق الاستثمار المحملة: وهي الصناديق التي تقوم بتسويق وثائقها من خلال بيوت السمسرة مقابل رسوم يتم تحميلها على المستثمر، وتتراوح عادة من 3-8.5%، ويمكن التمييز بين نوعين من الرسوم المحملة:

أ. الرسوم المحملة المقدمة: التي تدفع لمرة واحدة، وتكون 5.57% أو أقل، وتقدم لمستثمريها حسماً مقابل الاستثمار بقيمة معينة، أو تعهد المستثمر الصغير بإعادة استثمار عوائده.
ب. الرسوم المحملة المؤخرة: هي رسوم تدفع عند تسهيل الوثائق، وتتراوح ما بين 5-6% للسنة الأولى، وتنخفض في باقي السنوات.

2- صناديق الاستثمار غير المحملة: وهي الصناديق التي تقوم بتسويق وثائقها في وسائل الإعلان المختلفة، وبالتالي، لا يتحمل مستثمروها؛ أي رسوم شراء، وقد تواجه هذه الصناديق بعض الصعوبات في جذب المستثمرين بسبب عدم قدرتها القيام بحملات إعلانية كافية تستوجبها لتتحول إلى صناديق محملة².
خامساً: معيار عنصر الأمان "الضمان": تنقسم صناديق الاستثمار من حيث عنصر الأمان إلى قسمين³:

1- صناديق الاستثمار ذات رأس المال المضمون: هي تلك الصناديق التي توفر للمستثمرين ميزة المحافظة على رأس ماله، حيث تتحمل إدارة الصندوق وحدها الخسائر؛ وذلك مقابل حصولها على عمولة بنسبة معينة إذا تجاوزت نسبة العائد المحقق رقماً معيناً.

2- صناديق الاستثمار غير المضمونة: وهي تلك الصناديق التي تكون فيها المخاطرة بالنسبة للمستثمر كبيرة، ويكون المستثمر هنا معرضاً ليس فقط لخسارة العائد، بل حتى رأس المال أو جزء منه.

سادساً: معيار أجل الاستثمار: يمكن تصنيف صناديق الاستثمار وفق معيار الأجل إلى مجموعتين رئيسيتين⁴:

¹ منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، مصر، 1994، ص 40.

² Madura Jeff, Financial institutions and markets, Thomson south, western, USA, 2008, PP 620, 621.

³ منى محمد الحسيني عمار، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير الأسواق المالية، مجلة أماراباك، مجلة علمية تصدر عن الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، المجلد الخامس، العدد الثالث عشر، 2014، ص 94.

⁴ تم الاعتماد على:

- جمال الدين برفوق وآخرون، مرجع سابق، ص 179.

- مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سابق، ص 179، 180.

1- صناديق الاستثمار قصيرة الأجل: وفيها يتم استثمار أموال الصندوق في أدوات مالية قصيرة الأجل يتم تداولها في سوق النقد، وهي تلك الأدوات التي يكون تاريخ استحقاقها أقل من سنة من تاريخ إصدارها، مثل: شهادات الاستثمار والودائع وأذون الخزينة.

2- صناديق الاستثمار طويلة الأجل: يكون الهدف من إنشاء هذه الصناديق هو استثمار الأموال على المدى الطويل؛ أي: أن الصندوق لن يستهدف تحقيق الأرباح السريعة، وإنما يهدف تحقيق أرباح وعوائد على المدى الطويل.

تنقسم هذه الصناديق إلى صناديق أسهم، وصناديق سندات وصناديق دخل، غير أنه أصبح من الصعوبة أن تكون كل تلك الصناديق في هذه الأصناف الثلاثة بسبب سرعة نمو صناديق الاستثمار، إضافة لذلك أن لصناديق الاستثمار أهداف مختلفة، وبالتالي، يكون هدف الصندوق هو المحدد الرئيسي لنوعه.

سابعاً: معيار العائد: تصنف صناديق الاستثمار حسب هذا المعيار إلى:¹

1- الصناديق ذات العائد الدوري: تتميز هذه الصناديق بتوزيع الأرباح الصافية لحملة وثائق الاستثمار على فترات دورية؛ ربع سنوية، نصف سنوية أو سنوية، وتتضمن نشرة الاكتتاب في الوثيقة توزيع العائد، تُستثمر هذه الصناديق عادة في أسهم وسندات منشآت كبيرة ومستقرة، وتناسب هذه الصناديق المستثمرين، الذين يعتمدون عائد استثماراتهم في تغطية نفقات معيشتهم.

2- الصناديق ذات العائد المتراكم: وفيها تعمل إدارة الصندوق على إعادة استثمار العوائد المحققة، وذلك في كافة أنواع الأوراق المالية المتاحة في السوق المالي، وعند استرداد قيمة الوثيقة يتم سداد الأصل والربح معاً، وتُستثمر هذه الصناديق أموالها في أسهم عادية في منشآت تملك آفاقاً أعلى للنمو، وهي بذلك تناسب المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية نفقات معيشتهم.

3- الصناديق ذات العائد الدوري التراكمي: يستثمر هذا الصندوق الاستثماري في محفظة أوراق مالية متنوعة من الأسهم والسندات المحلية والأجنبية والأوراق الحكومية، وتدار بمعرفة متخصصين لتعظيم العائد المحقق للمستثمرين تمهيداً لتوزيعها على حملة الوثائق.

ثامناً: معيار أساليب إدارة محافظها: تنقسم صناديق الاستثمار التقليدية وفقاً لأساليب الإدارة المستخدمة في إدارة محافظها إلى نوعين:²

1- صناديق الاستثمار التقليدية: وهي الصناديق التي يقوم فيها مدير الاستثمار بإدارة محفظة الأوراق المالية بأسلوب تقليدي، حيث يقتصر دوره على اختيار الأوراق المالية التي يراها أكثر تطابقاً مع أهداف الاستثمار، وبالتالي، يقوم بتعديل أوزان الفئات المختلفة في المحفظة وفقاً لتوقعاته لكل من اتجاهات البورصة وأسعار الفائدة وأسعار الصرف، وتنقسم هذه الصناديق إلى: صناديق أسهم وصناديق سندات.

¹- تم الاعتماد على:

- عمر عيو، مرجع سابق، ص 61.

- أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص 24.

²- نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص 105.

2- **صناديق الاستثمار الكمية:** وهي الصناديق التي يقوم فيها مدير الاستثمار بإدارة محفظة الأوراق المالية بأساليب كمية تعتمد استخدام المناهج الرياضية.

تاسعا: معيار النطاق الجغرافي: تم تقسيم صناديق الاستثمار وفقا لنطاقها الجغرافي إلى نوعين رئيسيين:¹

1- **الصناديق المحلية:** هي تلك الصناديق التي تباشر نشاطها داخل الحيز والنطاق الجغرافي لدولة واحدة، وغالبا ما تكون هذه الدولة هي المؤسسة والمنشئة لهذه الصناديق، وعلى هذا يصبح المعيار في تصنيف الصندوق كونه صندوق استثمار محلي أو صندوق استثمار دولي؛ هو نشاط الصندوق ذاته، فإن كان نشاط الصندوق لا يتعدى البلد التي أسس فيها كان الصندوق محليا، أما إذا تعدى ذلك النشاط هذا البلد إلى أخرى كان الصندوق دوليا.

2- **الصناديق الدولية: (الصناديق العابرة للقارات):** ينتج عن العلاقات الاقتصادية الدولية المتبادلة بين الدول والتدفقات المالية التي تتم داخل الأسواق المالية الدولية، زيادة كفاءة الاقتصاد وتحقيق أفضل عائد للاستثمار، فيكون لصاحب رأس المال فرصة استثماره في أكثر من سوق، وبأقل قدر ممكن من المخاطر، بالإضافة إلى المساعدة على نقل الادخار من الدول ذات الادخار العالي إلى الدول ذات العائد المرتفع، وهكذا، أصبحت صناديق الاستثمار تسعى للاستثمار في الأسواق التي تحقق لها أكبر قدر من الربح والعائد، وبهذا، فقد تواجدت على ساحة الأسواق المالية الدولية صناديق استثمار دولية النشاط، تسعى لتوظيف أصولها بما يحقق لها أكبر عائد ممكن من الاستثمار.

المطلب الرابع: مزايا ومخاطر الاستثمار في الصناديق

تحظى صناديق الاستثمار بأهمية بالغة نظرا للمزايا التي تكتسبها، وتمييزها عن سائر القنوات الاستثمارية، إذ تحقق للمستثمر عديد المزايا التي لا يستطيع تحقيقها بنفسه، بل ويمتد نفعها للاقتصاد الوطني برمته، وبالرغم من هذه المزايا فإن صناديق الاستثمار لا تخلو من بعض العيوب.

الفرع الأول: مزايا صناديق الاستثمار:

تشتمل صناديق الاستثمار على مجموعة من المزايا سواء للمستثمرين أو للاقتصاد الوطني، والتي نتناولها فيما يلي:

أولا: بالنسبة للمستثمرين: وتتمثل هذه المزايا فيما يلي:

- **الاستفادة بخبرات الإدارة المحترفة:** من المعروف أن صناديق الاستثمار تستعين بمدير للاستثمار تتوافر فيه شروط الخبرة والمعرفة بأحوال السوق، وهذا ما يمكنها من الانتقاء الجيد للأوراق المالية، ناهيك عن استعانته بمستشارين استثماريين محترفين وباحثين متميزين، وهذا ما يمكنها من إدارة استثماراتها بمستوى كفاءة مرتفع، فتقوم إدارة الصندوق بكافة العمليات المتعلقة بالاستثمار، وهي: التشكيلة الملائمة من الاستثمار، الاحتفاظ بالسجلات الخاصة بكل المعاملات، ومراقبة حركة الأسعار في السوق واختيار الوقت المناسب لبيع أو شراء الأوراق المالية، كذلك متابعة مخاطر المحفظة.²

¹ - عصام أحمد البهجي، مرجع سابق، ص ص 432-434.

² - محب خلة توفيق، الهندسة المالية "الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص 297.

- **التنوع الكفاء:** يعد التنوع أحد المقومات الأساسية التي تؤخذ بعين الاعتبار عند تكوين المحفظة، فمن شأن التنوع الجيد للأصول المالية الموجودة في المحفظة تخفيض قيمة المخاطر التي تتضمنها،¹ وتتأني أهمية التنوع كون المستثمر الصغير يواجه بديلين:²

• **البديل الأول:** أن يتجاهل المستثمر الصغير المخاطر، ويستثمر القدر الضئيل من الموارد المتاحة له في ورقة مالية واحدة، إذ يُتوقع أن يتولد عنها عائد مرتفع، وهذا الاختيار يعني ضمناً أن المستثمر يضع كل ما يملكه في سلة واحدة، وهو ما يعرضه لقدر كبير من المخاطر، التي يضيع معها المبلغ المستثمر أساساً.

• **البديل الثاني:** أن يتخذ المستثمر موقفاً محافظاً، وذلك بأن يستثمر أمواله في سندات حكومية أو سندات مرتفعة الجودة، وفي هذه الحالة تتخفف المخاطر غير أن العائد يُتوقع أن يكون منخفضاً نسبياً.

- **المرونة والملائمة:** يحق للمستثمر في الصناديق المفتوحة أن يحول استثماراته من صندوق إلى آخر مقابل رسوم ضئيلة مما يحقق خدمة متميزة للمستثمرين الذين تتغير أهدافهم الاستثمارية من وقت لآخر، بل ويمكن للمستثمر أن يتفق على تصفية استثماراته دفعة واحدة، أو على دفعات شهرية أو ربع سنوية، أو نصف سنوية أو سنوية، كما يمكنه أن يبقي على رأس المال المُستثمر، ويقوم بسحب الدخل المتولد عنه، كما يمكنه إعادة استثمار ذلك الدخل إذا أراد.

- **زيادة ربحية المستثمر:** تعد صناديق الاستثمار وسيلة جذابة لتحقيق ربح للمستثمر عن طريق ما يحصل عليه من عائد على استثماراته في الصندوق، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية (الفرق بين القيمة الاسمية والسوقية للأسم)، وهذا ما يجده المستثمر في الأوعية الادخارية المصرفية، حيث لا يحصل المستثمر سوى على عائد بنكي يتمثل في العائد على الوديعة فحسب، ولا يحصل على أي أرباح رأسمالية، بل إن قيمة الوديعة تتآكل بفعل التضخم، وهذا ما يؤدي على المدى الطويل إلى رفع المستوى المعيشي لطبقة صغار المدخرين، والوصول بالمجتمع إلى حالة من الرفاهية.³

ثانياً: مزايا صناديق الاستثمار للاقتصاد الوطني: إن الاستثمار في صناديق الاستثمار يُمكن من تحقيق المزايا الآتية للاقتصاد الوطني، وهي:

- **حماية المدخرات الوطنية ومنع تسريبها للخارج:** تفتح الصناديق الاستثمارية مجالات عديدة ومتنوعة أمام المدخرين لاستثمار مدخراتهم، خاصة الذين لا تتناسب الإيداعات المصرفية كي لا تتسرب مدخراتهم من دورة النشاط للاقتصاد الوطني، إلى جانب فتح المجال أمام أصحاب المدخرات الذين يرغبون في استثمار الأوراق المالية، ولكن تفقصهم الخبرة أو المقدره المالية للقيام بذلك، ومن ثَمَّة، تساهم هذه الصناديق في حماية المدخرات من التسرب للخارج.

- **توفير السيولة اللازمة للشركات:** تمثل صناديق الاستثمار قوة شرائية في سوق الأوراق المالية بتوفيرها السيولة اللازمة للشركات، التي يساعدها لتمويل نشاطها اتجاه سوق المال، بدلاً من اللجوء إلى البنوك للاقتراض.

¹- كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 03، 2005، ص 43.

²- منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص 43.

³- نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص 116.

-تساهم صناديق الاستثمار في رفع كفاءة السوق: تتم قرارات مدراء صناديق الاستثمار بناء على دراسة حالة السوق ومصادر المعلومات، لمعرفة أثرها على الأوراق بشكل صحيح، بعيدا عن الشائعات، وهذا ما يجعل دورها قريبا من دور صانعي السوق في المحافظة على توازن الأسعار.¹

-تنشيط سوق الأوراق المالية: إن فشل المدخرين العاديين في استثمار مدخراتهم في الأوراق المالية بسبب عدم خبرتهم وتواضع مدخراتهم، يجعلهم يُحجمون عن ارتياد سوق الأوراق المالية، فإذا جاءت صناديق الاستثمار لاستقبال هذه المدخرات وحسن استثمارها وتحقيق العائد الآمن المترن والمستقر للمدخرين العاديين، فإن ذلك سيؤدي منطقيا إلى تشجيعهم على ضخ مدخراتهم في سوق الأوراق المالية، حيث تؤدي صناديق الاستثمار دور الوسيط بين هؤلاء المدخرين والشركات الصناعية والتجارية والعقارية، التي تطرح أسهمها وسندات في سوق الأوراق المالية، وهذا ما يساهم في تنشيطها واتساعها.²

وإن خاصية التنوع التي تتسم بها صناديق الاستثمار، وما يترتب عنها من انخفاض للمخاطر، من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق المال، وكذلك محدودي الموارد بأن يستثمروا مدخراتهم في شراء أسهم شركات الاستثمار، التي تقوم بدورها مستخدمة حصيلة بيع أسهمها حتى تكوّن تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال.

كما أن صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة والمغلقة تمثلان دعامتان أساسيتان ذات مقومات ما يتيح لها تنشيط سوق الأوراق المالية، وذلك لما تتمتع به هذه من قدرة على التنوع، وإدارة المخاطر، وتخفيض تكلفة العمليات، وتحقيق السيولة للأوراق المستثمرة، وتوفير الاستقرار في سوق الأوراق المالية.

إضافة إلى أن وجود الخبرات الإدارية المحترفة لصناديق الاستثمار تستطيع انتقاء أفضل الأوراق المالية، وهذا ما يساعد على ترشيد حركة النمو الاقتصادي بوجه عام، فقيام مديري محافظ الأوراق المالية بإجراء عمليات التحليل الداخلي للشركة مصدرة الورقة المالية، ومعرفة إمكانية نموها الحالية والمستقبلية وموقف تلك الورقة في السوق، يساعد على استبعاد الأوراق غير الجيدة، مما يقلل فرص تداولها، ويجعل الشركة صاحبة الورقة تتمتع من إصدارات جديدة منها، بل تفكر في تغيير نشاطها الأساسي.

ومعنى ذلك أن: مديري الصناديق يؤثرون في سوق التداول، وهذه الأخيرة تؤثر في سوق الإصدار، وهذا ما ينعكس على ترشيد أداء الشركات مُصدرة الأوراق المالية، وهو الأمر الذي يساعد في ضبط وترشيد حركة النمو الاقتصادي.³

وتعمل صناديق الاستثمار على تنشيط سوق الأوراق المالية عن طريق توزيع أرباح الأسهم وفوائد السندات، وذلك في صورة عائد للصكوك التي تصدرها هذه الصناديق للمدخرين، كما يشمل هذا العائد الأرباح التي تحققها صناديق الاستثمار من فروق أسعار بيع وشراء الأوراق المالية، التي تتكون منها حوافظها، إذ كثيرا ما تعمل هذه الصناديق على تحريك حوافظها؛ ببيع أجزاء منها أو بشراء أجزاء جديدة تضيفها إليها، ويؤدي تحريك هذه المحافظ على هذا النحو إلى تنشيط سوق الأوراق المالية وتهيئة فرص

¹ محمد علي سويلم، أدوات الاستثمار في البورصة، دار المطبوعات الجامعية، مصر، 2003، ص 203.

² نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص 117.

³ عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص ص 85-87.

جديدة جيدة لاستثمار المدخرات الجديدة في الأوراق المالية لكل من تعوزه الخبرة من المدخرين الجدد المنضمين إلى تلك الصناديق.

وهكذا، تحقق صناديق الاستثمار عديد المزايا والمنافع للمدخرين والمستثمرين وسوق الأوراق المالية، وهذا ما يؤدي إلى تحقيق أهداف الإصلاح الاقتصادي، التي لا يمكن أن يكتب له النجاح إلا من خلال سوق مال نشيطة وقوية.¹

الفرع الثاني: عيوب صناديق الاستثمار

لا تخلو صناديق الاستثمار من بعض العيوب، لعل من أهمها:²

- يفقد مستثمر الصندوق السيطرة على رأسماله؛ تاركاً ذلك لإستراتيجية مدير الاستثمار، وكفاءته في تنفيذها بنجاح.
- الانخفاض النسبي للأرباح، فرغم أن التنويع يسمح بالتحوط ضد المخاطر إلى درجة كبيرة، إلا أنه قد يؤدي إلى تراجع العائد بصورة كبيرة.
- يؤدي التحوط المبالغ فيه إلى حرمان المستثمر من ترجمة الأداء المرتفع لبعض الأوراق المالية، التي تتضمنها محفظة الصندوق إلى عوائد يتمتع بها.
- مزاحمة المدخرين الذين يرغبون في إنشاء محافظ مالية خاصة بهم، وبالتالي، القضاء على ركن أصلي في نشاط سوق الأوراق المالية.
- ارتفاع تكلفة إدارة الصناديق، وهو ما يؤثر على العائد الذي يحققه المستثمر في وثائق الصناديق، خاصة أن الاعتماد الأكبر يكون على شركات الإدارة الأجنبية.
- قيام الصناديق بشراء أوراق مالية في بورصات إقليمية أو عالمية، فتتبعه أموال المدخرين إلى الخارج دون تحقيق فائدة للاقتصاد الوطني.
- فرض معاملة ضريبية على صناديق الاستثمار، وحملة الوثائق.
- نقص المعلومات والبيانات التي تظهر في نشرة إصدار الصندوق؛ وهذا يعطي صورة غير كاملة عنه أو عن عملياته المستقبلية.
- لم تظهر حتى الآن شركات مساهمة مستقلة لصناديق الاستثمار، وبالتالي، لن يترتب على ظهور الصناديق تنشيط حركة البورصة بإجراء تداول للوثائق.
- السماح للصناديق بالاستثمار في أصول أخرى غير الأوراق المالية، وهذا ما يؤدي إلى العجز في توفير السيولة في الوقت المطلوب لحاملي الوثائق، وخاصة الشركات المساهمة المزمع إنشاؤها.
- إن المستثمر في صناديق الاستثمار الدولية يكون عرضة لتعرض مخاطر أسعار الصرف، إذ تنخفض قيمة الأموال المستثمرة في الأوراق المالية كلما انخفضت العملة الأجنبية المقومة بها تلك الصناديق.

1- عصام أحمد البهجي، مرجع سابق، ص 391.

2- تم الاعتماد على:

- محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص 298.

- شريط صلاح الدين، مرجع سابق، ص ص 184، 185.

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية

إن ظاهرة صناديق الاستثمار الإسلامية حديثة مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية، وفيها يلتزم المدير بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات التي يقوم بها ولا يقتصر تسويق صناديق الاستثمار الإسلامية وإدارتها على البنوك الإسلامية، بل يمكن أن تدار من طرف بنوك تقليدية ولا تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية مجرد وسيط مالي كما هو الحال في صناديق الاستثمار التقليدية بل إن هذه الصناديق بالإضافة إلى ذلك تعتمد على المزج بين رأس المال والعمل وذلك باستخدام صيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالمرابحة، الاستصناع، والسلم... الخ

المطلب الأول: مفهوم وخصائص صناديق الاستثمار الإسلامية

تقوم صناديق الاستثمار الإسلامية باستثمار أموالها في أدوات مالية غير ربوية، بشرط أن تكون غير منافية لأحكام الشريعة الإسلامية، وتشارك في بعض الخصائص مع صناديق الاستثمار التقليدية.

الفرع الأول: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية

هناك عديد التعاريف التي قدمت لصناديق الاستثمار الإسلامية وتصب في مجال واحد، وهو التعامل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية، ومنها:

- مصطلح صندوق الاستثمار الإسلامي يعني وعاء مشترك يسهم فيه المستثمرون بأموالهم الفائضة لغرض استثمارها لكسب الأرباح الحلال، بما يتفق تماما مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ويجوز للمشاركين في الصندوق الحصول على وثيقة تثبت اشتراكهم وتؤهلهم للحصول على الأرباح التي تناسب ما حصل فعلا من قبل الصندوق، ويمكن أن تسمى هذه الوثائق: شهادات، وحدات، أسهم أو يمكن إعطاء أي اسم آخر، مع مراعاة صحتها الشرعية وفق شرطين أساسيين:¹

أ- بدلا من الحصول على معدل عائد ثابت مقيد مع القيمة الاسمية، يتم الحصول على عائد بالتناسب مع ما حصل فعلا من قبل الصندوق؛ أي: على الأعضاء الدخول في الصندوق مع فهم واضح بأن يرتبط العائد على مساهمتهم مع الأرباح الفعلية المحققة أو الخسائر التي يتكبدها الصندوق إذا كان يكسب أرباحا طائلة، فإن العائد على مساهمتهم سيرتفع حسب كل حصة، ومع ذلك، ففي حالة أن الصندوق يعاني من الخسارة سيكون عليهم تشاركها أيضا، إلا إذا تسبب في خسارة عن إهمال أو سوء إدارة، وفي هذه الحالة لإدارة الصندوق سوف تكون عرضة للتعويض لهم.

ب- إن المبالغ المجمعة يجب أن تستثمر في الأعمال التجارية الموافقة لأحكام الشريعة الإسلامية، وهذا لا يعني أنه تقيد لقنوت الاستثمار بالشريعة، ولكن يجب على الشروط المتفق عليها أن تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

- تعد صناديق الاستثمار الإسلامية أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ويعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة

¹- Taqi Usmani, *Principle of Sha'rah Covering Islamic Investment Fund*, Journal of Islamic Economics, vol 21, N°:02, 2009, P 01.

والاختصاص، لتوظيفها وفق صيغ الاستثمار الإسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافي العائد فيما بينهم حسب الاتفاق، وتخضع كافة معاملاتها لأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية والقوانين والقرارات والتعليمات الحكومية واللوائح والنظم الداخلية.¹

- وعرفها بعض الاقتصاديون بأنها: صناديق تحقق رغبة صغار المستثمرين فضلا عن كبارهم في توفير أدوات مالية إسلامية تتبع لهم استثمار أموالهم استثمارا شرعيا وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية.² ومن جملة التعاريف السابقة التي تشترك فيها صناديق الاستثمار الإسلامية سواء في الفكرة العامة أو المبدأ الأساسي الذي تقوم عليه، يمكن تعريفها بأنها: "عبارة عن أوعية مالية تنشئها شركات الاستثمار أو المؤسسات المالية، تهدف إلى تجميع أموال المدخرين في شكل وحدات استثمارية تمثل مشاركة في رأس مال الصندوق لاستثمارها في الأوجه والمجالات التي تتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية للحصول على الربح الحلال، وكذا استثمار المدخرات استثمارا حقيقيا يعتمد على صيغ الاستثمار الإسلامي والتي تشمل كل من: عقود المضاربة، المرابحة، السلم، الاستصناع والتأجير، على أن يتم توزيع الأرباح والخسائر فيها وفقا لمبدأ المشاركة".

الفرع الثاني: خصائص صناديق الاستثمار الإسلامية

تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بالخصائص الآتية:³

- 1- تتمتع بشخصية معنوية مستقلة عن المستثمرين مالكي الوحدات الاستثمارية، والجهة المكلفة بإدارتها، وبالتالي، فهي مؤسسة لها صفة قانونية، وشكل تنظيمي، وإطار مالي ومحاسبي مستقل.
- 2- تقوم على أساس عقد المضاربة الشرعية، فالمستثمرون المكتتبون في رأس مال الصندوق يمثلون في مجموعهم رب المال، الذي يوافق على تعيين الجهة المصدرة التي تقوم بدور المضارب، وإدارة الصندوق وفقا لأحكام المضاربة الشرعية، وشروط نشرة الاكتتاب أو لائحة الصندوق.
- 3- تلتزم إدارة الصندوق في كافة معاملاتها وتصرفاتها المختلفة بأحكام الشريعة الإسلامية، وكذلك بالفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن المجامع الفقهية، وهيئات الفتوى والرقابة الشرعية، والمسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق.
- 4- توظف أموال الصندوق وفقا للضوابط والمعايير الإسلامية في مجال الاستثمار المباشر، وغير المباشر، وذلك طبقا لصيغ الاستثمار الإسلامية، ومنها: المساهمات في الأوراق المالية الإسلامية

1- حسين حسين شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005، ص 09.

2- نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص 92.

3- تم الاعتماد على:

- حسين حسين شحاتة، مرجع سابق، ص 11.

- شافية كنانف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة مقدمة لنيل درجة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2013، ص 299

والمضاربة والمشاركة والمرابحة والسلم والإجارة والاستصناع، وأية صيغة مستحدثة لا تتعارض وأحكام الشريعة.

5- تتولى إدارة الصندوق جهة مختصة من أهل الخبرة والاختصاص والاحترافية، وتكون الإدارة على أساس:

أ- المضاربة: يُحدد فيها المقابل للمدير (المضارب) بنسبة معلومة من ربح الصندوق.

ب- الوكالة: يحدد فيها المقابل للمدير (الوكيل) بعمولة معينة أو نسبة من المساهمات، التي تؤول هذه النسبة إلى مبلغ مقطوع أو نسبة من صافي الموجودات.

6- تعد صناديق الاستثمار الإسلامية من الوحدات الاستثمارية المتعددة الأطراف، وتتمثل عادة في:

أ- الجهة المنشئة للصندوق: قد تكون مصرفاً أو مؤسسة مالية أو مجموعة من أصحاب المال، ويطلق عليهم لقب: "المؤسسون" أو "المساهمون".

ب- المشتركون في الصندوق: هم من يشترون الوحدات أو الوثائق أو الصكوك الاستثمارية.

ج- إدارة الصندوق: هي الجهة التي تتولى إدارة عمليات ومعاملات الصندوق، وتعمل في إطار الأهداف والسياسات والخطط الإستراتيجية والمرجعية الشرعية والقانونية والاستثمارية.

د- جهات تسويق الوحدات الاستثمارية: وهي المؤسسات المالية التي تعهد إليها الجهة المنشئة للصندوق، أمر إصدار وتسويق الوحدات الاستثمارية مقابل عمولة أو أجر.

7- يحق لمالكي الوحدات الاستثمارية استرداد قيمة مساهمتهم وفق ضوابط وشروط معينة، بما يتناسب مع الاستثمار لأجال مختلفة ويناسب صغار المستثمرين، وهو يستلزم إعادة تقويم الوحدات الاستثمارية على فترات دورية.

8- إضافة إلى الالتزام بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، يلتزم الصندوق الاستثماري أيضاً بالقوانين والقرارات والتعليمات الصادرة عن الجهات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق.

الفرع الثالث: الفرق بين صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق الاستثمار الإسلامية

تختلف صناديق الاستثمار الإسلامية عن صناديق الاستثمار التقليدية في¹:

1- مجالات الاستثمار: إن مجالات الاستثمار التي تتميز بها صناديق الاستثمار الإسلامية هي مجالات لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، كالاستثمار في مصانع الخمور والمصارف الربوية وأنشطة تبييض الأموال، ورغم ذلك، فثمة مجالات لا يمكن لصناديق الاستثمار الإسلامية أن تلجأ إليها، غير أن هذا لا

¹- تم الاعتماد على:

- قصي أحمد الشيخ، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة مقارنة مع صناديق الاستثمار التقليدية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، جامعة دمشق، 2015، ص ص 20-22.

- فاطمة بودية، فتيحة كحلي، طبيعة البعد الاقتصادي والاجتماعي لصناديق الاستثمار الإسلامية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة، الملتقى الدولي الثاني حول المالية والإسلامية، صفاقس تونس، يومي 27-29 جوان، 2013، ص 05.

يعني بالضرورة محدودية مجالات صناديق الاستثمار؛ لأن مجالات الاستثمار المباحة كثيرة، متعددة ومتنوعة.

2- **صيغ التمويل "الأدوات الاستثمارية"**: تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بأن أدواتها الاستثمارية تتفق أيضا مع أحكام الشريعة الإسلامية، فلا يمكن لهذه الصناديق أن تستثمر مدخرات المساهمين فيها من خلال الفوائد الربوية، وإنما من خلال صيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالمرابحة للأمر بالشراء، والإجارة المنتهية بالتملك وعقود الاستصناع، وشركة المضاربة، أو الشركة المتناقصة المنتهية بالتملك، وغير ذلك من صيغ التمويل الإسلامية.

3- **وجود هيئات للإفتاء والرقابة الشرعية على هذه الصناديق**: تشرف هيئات الفتوى والرقابة الشرعية على هذه الأنشطة الاستثمارية، وتتأكد من موافقتها لأحكام الشريعة الإسلامية، ولا يقتصر دور هذه الهيئات مجرد الإفتاء في المسائل والمعاملات المالية والأنشطة الاستثمارية، بل يتعداه إلى مراقبة هذه الأنشطة والتأكد من عدم مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية، وتقوم أيضا بتصحيح المخالفات إن وجدت، وإنتاج وتصميم العقود المتوافقة مع أحكام الشريعة.

4- **العقد مع الإدارة**: إن أهم ما يميز صناديق الاستثمار كصيغة استثمارية؛ اعتمادها على أجهزة متخصصة وذات خبرة مهنية كبيرة لإدارة الاستثمار، وغالبا ما تستأجر صناديق الاستثمار شركة ذات خبرة تعمد إليها إدارة الصندوق، حيث يتحصل المدير مقابل إدارته على رسوم، حيث إنها تولد لديه حافزا لتحقيق النمو الاقتصادي، بما يفيد جميع المشاركين، وتتراوح أجور الإدارة غالبا بين 1-5% من القيمة الصافية لأصول الصندوق، وبالتالي، فإن العقد بين الإدارة والمساهمين في صناديق الاستثمار التقليدية هو عبارة عن عقد عمل مقابل أجر، أما في صناديق الاستثمار الإسلامية فإن طبيعة العقود تختلف ويمكن تقسيمها إلى:

* **إدارة الصندوق على أساس المضاربة**: تدار غالبية صناديق الاستثمار على أساس عقد المضاربة، حيث يقدم المشاركون في الصندوق (أرباب المال) الأموال إلى إدارة الصندوق، التي تؤدي دور المضارب على أن تقوم إدارة الصندوق باستثمار الأموال، وتحقيق الربح وتوزيعه بين المضارب وأرباب المال حسب ما يتم الاتفاق عليه، أما في حالة الخسارة فيتحملها المشاركون في الصندوق.

* **إدارة الصندوق على أساس المشاركة**: في هذه الطريقة لا يخصص للمدير حصة من الربح منفصلة نظير عمله، بل أن تتولى الإدارة بصفتها إحدى الشركاء أو المخولة بتلك المهمة عندهم، وذلك إما بنسبة ربح متناسبة مع حصتها في رأس المال، وإما بحصة زائدة بناء على جواز تفاوت الربح عن حصة التمويل (عند الحنفية والحنابلة).

* **إدارة الصندوق على أساس الوكالة**: يحصل المدير الوكيل الذي يقوم بإدارة الأموال نيابة عن المشتركين في الصندوق على أجر معلوم أو نسبة محددة من رأس المال، ويغض النظر عن حجم الربح المحقق، يجوز أن يتفق الوكيل مع الموكل باستثمار المال، وإذا بلغت الأرباح حدا معيناً يستحق الوكيل

زيادة مقدرة عن الأجر المعلوم في صورة نسبة من الربح أو مبلغ مقطوع، وهذه الزيادة هي من قبيل الوعد بجائزة، أما الأجر المعلوم فهو الذي يصح به عقد الوكالة.

المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية

تنقسم صناديق الاستثمار الإسلامية إلى عدة تصنيفات حسب نوع النشاط الذي يستثمر فيه.

الفرع الأول: صناديق الاستثمار بحسب المكونات

وتنقسم حسب هذا النوع إلى:

أولاً: صناديق الأسهم الإسلامية: هي الصناديق التي تقوم باستثمار أموالها في شكل شركة مساهمة مشتركة، حيث يتم تحصيل الأرباح أصلاً من الأرباح المحققة من بيع وشراء الأسهم عند زيادة أسعارها، كما تحصل الأرباح أيضاً من عوائد الأسهم المستثمر فيها.¹

وقد ظهرت هذه الصناديق استجابة لرغبات ذوي الالتزام من المسلمين الذين يحرصون على المباح من الدخل²، وعلى ذلك، فإن عمل صناديق الأسهم الإسلامية يقوم على المبادئ الآتية:³

- الاستثمار في أسهم الشركات التي يكون نشاطها صابحاً.
- عدم ممارسة عمليات غير حائزة مثل: ما يسمى بالبيع القصير للأسهم أو أن تُشتري الخيارات المالية أو الأسهم الممتازة، وما إلى ذلك.

- أن يقوم المدير بحساب ما دخل على الشركات التي تكون أسهمها في الصندوق من إيرادات محرمة، مثل: الفوائد المصرفية، ثم يستبعدها من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق.

- أن يتقيد بشروط صحة البيع فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من الديون أو النقود.

ثانياً: صناديق السلع: يكون نشاطها الأساسي شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، واتجهت هذه الصناديق إلى أسواق السلع الدولية نظراً لتطور أسواق السلع الدولية، ووجود جهات مختصة معتمدة في تنفيذ عمليات الصندوق بأجر.⁴

وحتى تتوافق صناديق السلع مع أحكام الشريعة الإسلامية، فإن هناك عدداً من الضوابط التي يجب مراعاتها، تتمثل فيما يلي:⁵

- أن تقتصر على السلع المباحة وتلك التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل، ويمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع بالأجل أو المرابحة أو السلم، وكل هذه الصيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع العالمية.

¹- نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص 107.

²- لزهارى زواويد، وليد بن شاعة، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في التنمية المحلية التجربة الماليزية نموذجاً، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الثالث حول: الصناعة المالية الإسلامية "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، يومي 12-13 أبريل 2016، ص 05.

³- نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص 108.

⁴- يحي محمد جويده، مرجع سابق، ص 332، 333.

⁵- نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص 109، 110.

- أن تكون عمليات البيع والشراء حقيقية لا صورية، حيث يقع البيع على سلعة موجودة فعلا، ويتحقق للطرفين القبض، الذي هو أساس صحة البيع.

- يجب تحديد سعر السلعة لكلا الجانبين، فإذا لم يتحدد سعر السلعة أو ترك لأي حدث غير محدد لا يعد البيع جائزا.

ومن أهم صناديق السلع الإسلامية ما يلي:

1- صناديق المربحة: تقوم صناديق المربحة على التمويل بالأجل عن طريق المربحة، خاصة في أسواق السلع الدولية، فتقوم الصناديق بشراء كمية من سلعة البترول - مثلا بالنقد - ثم بيعها إلى طرف ثالث (غير من اشتراها منه) بالأجل، ويكون الأجل قصيرا في الغالب يتراوح بين شهر وستة أشهر، ويستفيد من عمليات التمويل الشركات المتعاملة في أسواق السلع لتمويل المخزون، ومصافي البترول لتمويل حصولها على الخام وشركات المواد الأولية، كالسكر ونحوه.

وتثير هذه الصناديق إشكالا شرعيا، إذ إن بيع الدين لا يجوز في الشريعة إلا لمن هو عليه وبشروط تخرجه من الربا والضرر، ولذلك، فإن توفير السيولة في وحدات الصندوق المشطوب يؤول إلى بيع الدين الممنوع¹.

وينقسم بيع المربحة إلى أربعة أقسام: بيع المساومة، بيع التولية، بيع الحطيطة (الوضيعة)، وبيع المربحة، والبيوع الثلاثة الأخيرة تسمى ببيوع الأمانة.

✓ **بيع المساومة:** وهو بيع السلعة بثمن متفق عليه دون النظر إلى ثمنها الأول، الذي اشترط البائع به.
 ✓ **بيع التولية:** وهو بيع السلعة بثمنها الأول، الذي اشتراه البائع به من غير نقص ولا زيادة.
 ✓ **بيع الوضيعة (الحطيطة):** وهو بيع السلعة بثمنها الأول، الذي اشتراه البائع مع وضع أو حط مبلغ معلوم من الثمن.

✓ **بيع المربحة:** وهو بيع السلعة بمثل الثمن الأول، الذي اشتراه به البائع مع زيادة ربح معلوم متفق عليه بمبلغ مقطوع أو نسبة من الثمن الأول².

2- صناديق التأجير: عقد التأجير من العقود التي تقدم إمكانيات تمويلية ممتازة، يمكن أن تكون بديلا للقروض، وتغطي حاجة المتمولين دون الاضطرار إلى المعاملات الربوية³.

ويعتمد عمل صناديق التأجير على امتلاك الصندوق للأصول المؤجرة مثل: السيارات والمعدات والطائرات وأحيانا العقار، وتولد الدخل من الإيرادات الإيجارية، وتختلف الصناديق باختلاف عقود الإيجار لأصول الصندوق، فبعضها يقوم على عقد الإيجار المعتاد؛ وهنا يتحمل الصندوق مخاطرة ثمن الأصول

¹ - حسن محمد سمحان، موسى عمر مبارك، عبد الحميد أبو صغري، إدارة الاستثمار في المصاريف الإسلامية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، بدون سنة، ص 233.

² - أحمد حسن خضر، صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية "دراسة مقارنة بالتطبيق على سوق للأوراق المالية"، رسالة مقدمة لنيل شهادة

الماجستير في إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، بدون سنة، ص ص 85، 86.

³ - حسين محمد سمحان وآخرون، مرجع سابق، ص 234.

عند انتهاء العقود، وبعضها الآخر يقوم على صفة الإيجار المنتهي بالتمليك؛ وفي هذه الحالة تغطي الإيرادات قيمة الأصل كاملاً¹.

وتتقسم عقود الإيجار إلى نوعين²:

- **تأجير مباشر**: وهو صيغة التمويل المعروفة، حيث يقدم البنك الأموال لشراء أصل من الأصول ثم يقوم بتأجيرها بأقساط إيجارية شهرية أو دورية، وهنا يسترد رأس ماله والربح المتفق عليه، ويبقى الأصل ملكاً للبنك حتى نهاية العقد.

- **تأجير غير مباشر**: مثال ذلك أن تكون عمليات التأجير جزءاً من عمل صندوق استثماري أو تكون وحدات نمطية قابلة للتداول في أسواق منظمة.

وحتى تكون عمليات الصناديق التأجيرية صالحة حتى يضمها صندوق الاستثمار الإسلامي، فإنه يتعين توافر الضوابط الآتية³:

- أن يكون الصندوق مالكا للأصول المؤجرة المولدة للدخل طوال مدة حصول ذلك الدخل، ولا يكفي أن تكون رهنا لتوثيق التدفقات النقدية من تلك الأصول، وأن تكون تلك الأصول مما يمكن بقاءه وتوليد المنافع طول مدة العقد.

- تصاغ العقود بتوضيح أن التأجير بيع لمنفعة الأصل المؤجر، فإذا توقف الأصل عن توليد المنافع المعقود عليها انفسخ العقد.

- لا مانع من بيع المؤجر الأصل إلى المستأجر أو إلى طرف ثالث، ولا مانع أيضاً أن يتضمن العقد وعداً للبيع يقدمه المالك إلى المستأجر، دون أن يكون المستأجر ملزماً بالشراء، فإذا حلّ الأجل فله الخيار.

- يجوز تداول وحدات صندوق التأجير؛ لأنها تمثل حصة ملكية شائعة في تلك الأصول.

3- صناديق السلم: إن السلم بيع يؤجل فيه قبض المبيع ويعجل فيه قبض الثمن⁴، كأن يقوم الصندوق بشراء كمية من زيت الزيتون الآن من المزارعين، ويتم تسليم المبيع من الزيت وقت المحصول، ويستطيع الصندوق أن يحقق ربحاً من شرائه للزيت قبل موسم حصاده⁵.

ويمكن توليد الربح من بيوع السلم في الصناديق الاستثمارية عن طريق الدخول في عقد سلم محله بضاعة موصوفة في الذمة تسلم إلى الصندوق بعد 90 يوم مثلاً، ولكن الصندوق لا يرغب حتماً في تسلم السلعة، كما لا يجوز له بيع بضاعة السلم قبل القبض؛ لأنها دين والدين لا يجوز بيعه لغير المدين

¹- محمد براق، مصطفى قمان، أهمية الاستثمار المسؤول اجتماعياً والصناديق الإسلامية في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية للبلدان النامية، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 22 و23 نوفمبر 2011، ص 171.

²- نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص 110، 111.

³- عمر عيو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار دراسة تجارب دولية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2015، 2016، ص 138.

⁴- محمد براق مصطفى قمان، مرجع سابق، ص 171 .

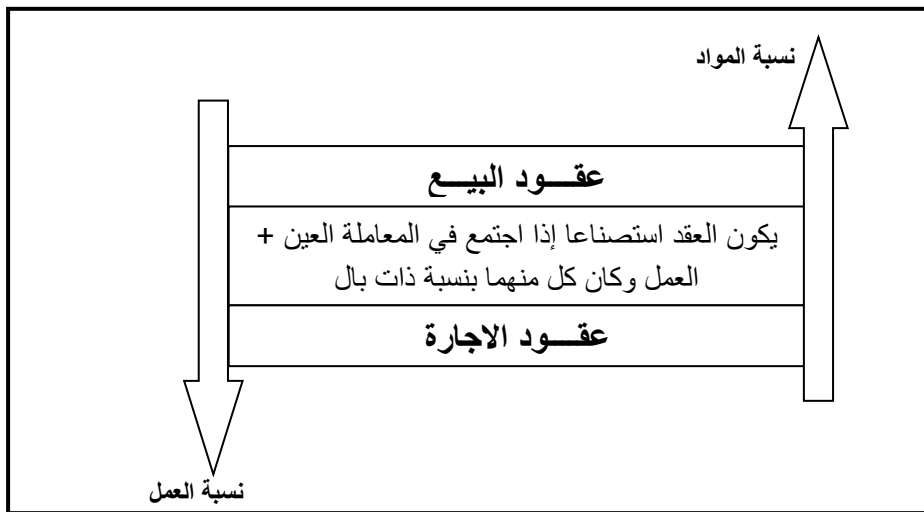
⁵- هشام جبر، مرجع سابق، ص 203.

بشروطه، ولذلك فإن الصندوق يدخل في عقد سلم مواز؛ أي: أنه يبيع سلعة مماثلة بالشروط وتاريخ التسليم نفسه مع اختلاف المدة؛ أي أن السلم الأول مدته 90 يوم والثاني 30 يوم، ويحقق الربح من فرق السعر نتيجة لتغيرات الأسواق، ومن الزيادة من أجل لأجل¹.

4- صناديق الاستصناع: يعد عقد الاستصناع* من الصيغ الهامة التي تطبقها صناديق الاستثمار على نطاق واسع لما له من دور كبير في المساهمة في حل مشكلات المجتمع، وما يتميز به من خصائص عديدة غير متوافرة في عديد العقود، وفي الاستصناع يلتزم البائع بتقديم المبيع بأوصاف معينة، ويظهر من هذا الالتزام أن المبيع في الاستصناع يكون في ذمة البائع، ونتيجة لهذا الالتزام في الذمة فإن المبيع يجب أن يكون محدد المواصفات بشكل يمنع أي جهالة قد تحدث عند تسليم المبيع، ومن الطبيعي أن يحسب الصانع في ثمن البيع تكلفة مواد الصنع المستخدمة، بالإضافة إلى جهده وعمله، ويدفع الثمن حسب الاتفاق عند التعاقد أو بعد التسليم أو في أجل محدد، فالثمن لا يجب تعجيله في الاستصناع، وإنما يجب فقط معلومته وتحديده، والاتفاق عليه بين الطرفين².

وبهذا، يختلف عقد الاستصناع عن البيع العادي الذي يكون محله العين، ويختلف عند الإجارة التي يكون محلها العمل، كما يختلف عن السلم الذي يكون محله العين الموصوفة في الذمة.

شكل رقم: (4.2) أوجه الشبه بين الاستصناع والبيع والإجارة



المصدر: من إعداد الباحثة.

5- رأس المال "المأمون": تقوم فكرة صندوق المأمون على الاستجابة لرغبات كثير من الذين يحبون الجمع بين الأرباح العالية والمخاطر المتدنية، فمن المعلوم أن الأرباح العالية تتطلب تحمل مخاطر عالية؛ لأن الربح في النهاية هو المكافأة عن الخطر³.

¹ - حسن محمد سمحان وآخرون، مرجع سابق، ص ص 233، 234.

* **الاستصناع:** هو عقد يشتري به شيء أي أنه أحد أنواع البيع، وبالتالي يجب أن يتوافر فيه الإيجاب والقبول وجميع شروط الاتعقاد المطلوبة في عقود البيع.

² - أحمد حسن خضر، مرجع سابق، ص ص 87، 88.

³ - أحمد حسن خضر، مرجع سابق، ص 92.

الفرع الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية بحسب إمكانية تداول وثائقها

يمكن تقسيمها حسب هذا المعيار إلى:

أولاً: صناديق الاستثمار الإسلامية المغلقة: هي التي يتحدد عند تأسيسها: مدتها وغرضها، وحجم رأس مالها، حيث إنه يبقى ثابتاً دون زيادة أو نقصان، ويقسم رأس مالها إلى صكوك مضاربة أو وحدات متساوية، وتطرح لجمهور (المستثمرين) قصد الاشتراك فيه، ويقفل الاشتراك بنفاد هذه الصكوك.

لا تتعهد إدارة الصندوق بإعادة شراء هذا الصكوك إذا رغب أحد مالكيها الانسحاب من المشاركة، وإنما تقوم عادة بتكوين سوق ثانوي لتداول هذه الصكوك بين العملاء، وبالتالي، يتحقق للمشاركين فرصة الدخول والخروج من الصندوق بالقدر الذي تحكمه ظروف العرض والطلب على هذه الصكوك، وقد يتخصص نشاط هذه الصناديق الاستثمار في قطاع معين، أو في دولة معينة أو منطقة أو إقليم محدد حسب الغرض الذي تم تأسيسه من أجله، وبذلك، فإن العمر الزمني لهذه الصناديق يختلف باختلاف تحقيقه لهدفه الاستثماري، فمن هذه الصناديق ما يكون قصير الأجل، ومنه، ما يكون متوسطاً وطويل الأجل، وتتم فيها التصفية وتوزيع الأرباح حسب الشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار¹.

ثانياً: صناديق الاستثمار الإسلامية المفتوحة: هي التي لا تتحدد فيها مدة زمنية معينة ولا مقدار رأس مال، وإنما يتم تحديد سعر صكوكها من قبل إدارة الصندوق المصدرة لها عند بدء الاشتراك فيها، وتظل الفرصة متاحة للجمهور ومفتوحة للحصول على صكوك جديدة، كما تتعهد إدارة الصندوق بإعادة شراء هذه الصكوك إذا رغب أحد مالكيها التخلص منها جزئياً أو كلياً وفق إجراءات تحددها نشرة الإصدار، وتتحدد قيمة الصكوك حينئذ بقسمة إجمالي موجودات الصندوق على عدد الصكوك التي تم إصدارها، ويتم ذلك خلال فترات زمنية تعلن خلالها إدارة الصندوق قيمة هذه الصكوك التي تعكس حجم الأرباح التي يحققها الصندوق، حيث تضاف الأرباح المحققة إلى قيمة الصكوك ليعاد استثمارها من جديد، إلى أن يتم تصفيتها وتوزع أرباحها حسب الشروط المنصوصة في نشرة الإصدار².

يتضح مما تقدم، إن صناديق الاستثمار الإسلامية لا تختلف من حيث الهيكل التمويلي لها عن صناديق الاستثمار التي تنشئها المؤسسات المالية التقليدية، ولكن يظهر الاختلاف في استخدام الموارد المالية، فصناديق الاستثمار التقليدية بنوعيتها؛ المغلقة والمفتوحة، تباشر نشاطها الاستثماري باستخدام مواردها في تكوين واقتناء محفظة متنوعة من الأوراق المالية المتداولة إما في أسواق النقد، أو في أسواق رأس المال، وهو في الغالب استثمار غير مباشر يقتصر على بيع وشراء الأوراق المالية والاستفادة من العائد المتوقع، أما صناديق الاستثمار الإسلامية فإنها تستخدم مواردها المالية في استثمارات حقيقية في عمليات مباشرة مبنية على عقد المضاربة الشرعية، ومجالات الاستثمار الإسلامي الأخرى؛ كالتأجير والسلم والمرابحات ونحوهم³.

¹- أحمد بن حسن بن أحمد الحسن، مرجع سابق، ص 25.

²- فتحة كطي، مرجع سابق، ص 61، 62.

³- أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، مرجع سابق، ص 26.

المطلب الثالث: مزايا ومخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية

تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بعدة مزايا، كما تتعرض لمجموعة من الأخطار نوردتها في الآتي:

الفرع الأول: مزايا صناديق الاستثمار الإسلامية

تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بعدة مزايا:¹

- دورها المهم في نقل رؤوس الأموال بين المجتمعات الإسلامية، وتدل الإحصاءات على كبر حجم رؤوس الأموال في العقدين الماضيين، التي تم تداولها عن طريق تلك الصناديق، والتي قدرت بحوالي 400 مليار دولار.

- توفر الفرص لكثير المستثمرين، الذين يجدون حرجا في التعامل مع البنوك التقليدية لما يشوبها من حرمة التعامل في أنشطة غير مشروعة.

- سهولة إنشاء صندوق استثمار إسلامي من حيث الإجراءات القانونية مقارنة بإنشاء بنك إسلامي.

- تتيح لأصحاب المال فرصة تحمل مخاطر العمل الاستثماري مباشرة بدلا من وساطة المصارف.

- قبولها عالميا خاصة بعد المتغيرات الحادة، التي طالت الصناديق التقليدية جراء الأزمة المالية العالمية.

الفرع الثاني: مخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية

تتمثل المخاطر التي تتعرض لها صناديق الاستثمار الإسلامية فيما يلي:²

- الكثير من هذه الصناديق لا يزال غير متوافق مع المتطلبات الأساسية الشرعية.

- تساهم القيود الشرعية الواجب مراعاتها في هذه الصناديق في التأثير على جانب المنافسة في السوق المالي.

- محاولة الكثير من صناديق الاستثمار تجاوز بعض الضوابط الشرعية؛ باللجوء إلى التعامل بالهامش الربحي أو البيع على المكشوف.

- مساهماتها السلبية في تمويل التنمية في الدول الإسلامية؛ لأنها تتجه نحو أسواق المال في الدول المتقدمة، وتحرم منها الدول الإسلامية.

الفرع الثالث: التحديات التي تواجه صناديق الاستثمار الإسلامية

واجهت صناديق الاستثمار الإسلامية عدة تحديات نذكر منها:³

- ضعف الثقة بالاقتصاد العالمي والمؤسسات المالية عموما.

- الإقبال الكثيف للمؤسسات المالية الربوية والحكومات الأجنبية على استقطاب الأموال تحت مسميات إسلامية بحيث تنتهي هذه الأموال في النظام المالي الربوي الذي وجد التمويل الإسلامي بديلا عنه.

- ضعف الإمكانيات الفنية والبشرية لدى المؤسسات المالية الإسلامية لتشغيل أموال الصناديق، التي تديرها بشكل كفاء ومنافس للمؤسسات المالية الربوية.

¹- منى أحمد الحسين عمار، مرجع سابق، ص 97، 98.

²- نفس المرجع السابق، ص 98.

³- نفس المرجع السابق، ص 98.

- إتباع المصارف الإسلامية التقنيات والمنتجات الغربية أكثر من اعتمادها على وضع المنتجات المحلية الشرعية.

المطلب الرابع: أهمية صناديق الاستثمار الإسلامية في النظام الاقتصادي

تعد صناديق الاستثمار الإسلامية واحدة من الأدوات المالية الإسلامية التي شاع اللجوء إليها من قبل المدخرين لتحويل مدخراتهم إلى استثمارات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، لهذا وجب أن يكون لهذه الصناديق أهمية في النظام الاقتصادي، وتتمثل في:¹

- اتجاه أرباب الأموال إلى تحمل مخاطر العمل الاستثماري مباشرة، وانصراف رغباتهم عن وساطة المصارف لعزل المخاطر.

- إن إنشاء صندوق استثماري إسلامي لا يحتاج إلى سن قوانين جديدة، كما هو الحال عند إنشاء بنك إسلامي، فهو أمر ممكن في ظل القوانين المنظمة لهذه الصناديق في أي مكان من العالم؛ لأن تلك القوانين التي أخذت في اعتبارها أن الغرض الأساسي من الصناديق هو تلبية رغبات المستثمرين الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية وشركات الاستثمار، وبذلك، يتم رفع الربا عن المجتمعات الإسلامية.

- إن للصناديق الاستثمارية الإسلامية أهمية بالغة في مجال الأعمال اللاربوية؛ لأننا نستطيع من خلال إنشاء صندوق استثماري أن نميز تفضيل المسلمين للحلال عن الحرام، ونتعرف على طبيعة المعاملات المنضبطة شرعياً، ويذوب الجليد بينه وبين فكرة العمل المصرفي اللاربوي.

- تتميز الصناديق الإسلامية عن النوافذ في البنوك التقليدية، أن الخلط الذي يتخوف منه كثير الناس لا تقع فيها؛ لأن لها ميزانية وحسابات مستقلة تماماً عن البنك وقوانين تمنع الاختلاط بين أمواله وأموال الصندوق كونه شركة مالية لا تكاد تختلف عن البنك، وهي بخلاف النوافذ لا تحتاج إلى أن يغير البنك هيكله الإداري أو نظام عمله أو تعيين كادر جديد من الموظفين.

- لهذه الصناديق أهمية في نقل الأموال بين المجتمعات الإسلامية؛ ذلك أن الانتقال العظيم لرأس المال بغرض الاستثمار في العقدين الماضيين كان بصفة أساسية باستخدام صيغة الصناديق الاستثمارية، فهذه الاستثمارات الأجنبية في دول شرق آسيا والصين تدل إحصاءاتها على أنها تقارب 400 مليار دولار، فقد جرى استقطابها من ملايين المستثمرين عن طريق صناديق الاستثمار المتنوعة والمتخصصة، وبذلك تتوفر آلية للاستثمار الإسلامي.

¹- أحمد حسن خضر، مرجع سابق، ص ص 82، 83.

المبحث الثالث: أسس إدارة صناديق الاستثمار

تلقى إدارة صناديق الاستثمار أهمية خاصة لدى المحللين والمراقبين، بالنظر إلى دورها الحاسم في إنجاح عمليات الصندوق وفق ما يوضع من أهداف استثمارية، وسياسات عمل من أجل تحقيق تلك الأهداف، وتصبح الإدارة أكثر أهمية عندما يدرك مدراء الصناديق بأن المستثمرين القائلين والمحتملين، يرصدون نتائج ما تقوم به أولاً بأول في ضوء المنافسة الشديدة لصناديق الاستثمار داخل السوق الواحد وعلى الصعيد العالمي، ومن أجل ذلك تلجأ الجهات المؤسسة للصناديق إلى استئجار بيوت خبرة محترفة لإدارة صناديقها، ويتحمل المستثمرون بسبب ذلك أتعاباً ورسومًا مرهقة أحياناً.

المطلب الأول: آلية الاستثمار في صناديق الاستثمار

يمر الاستثمار في صناديق الاستثمار بسلسلة من الإجراءات والمراحل لتحقيق الهدف منه، بدءاً من قرار اختيار الصندوق، وانتهاءً بالصندوق وتصفيته. وفيما يلي بيان تسلسلي بالآلية والمراحل التي يمر بها الاستثمار بالصندوق، وأهم عوامل ومتطلبات كل مرحلة:

1- اختيار الصندوق: إن دراسة مشروع إنشاء الصندوق أو اختياره، تعد خطوة أولى لنشأته، وذلك من خلال دراسة السوق المالي المزمع الاستثمار فيه ونشاط صناديق الاستثمار في السوق وأدائها، الوضع الاقتصادي العام وجميع العوامل المؤثرة في الصندوق، ويتم اختيار نوع الصندوق وفق رغبات المستثمرين، حيث تحرص البنوك وشركات التأمين وشركات المساهمة على طرح أنواع متعددة من الصناديق الاستثمارية لتتوافق مع أكبر قدر من رغبات المستثمرين، من صناديق العائد الدوري إلى صناديق النمو الرأسمالي أو كلاهما، ومن صناديق قليلة المخاطرة (صناديق السندات) إلى صناديق ذات مخاطرة عالية (صناديق الأسهم).

ويتأثر اختيار المستثمرين أيضاً بين هذه الصناديق على مدى توافقها مع أحكام الشريعة الإسلامية، وفي هذا الصدد نجد أن البنوك (حتى التقليدية) تتنافس فيما بينها في اختيار تشكيلة صندوق متلائمة (من وجهة نظر البنك) مع أحكام الشريعة الإسلامية، حتى يتجنب الاستثمار في السندات أو في سوق النقد أو في أسهم الشركات ذات الأنشطة المحرمة، إلا أن مدى قبول المستثمرين لهذه الفكرة يرتبط أساساً بنقتهم في إدارة البنك، وقدرتها على تمييز الضوابط الشرعية للاستثمار المشروع، وفي هذا الصدد يلاحظ توجه لدى بعض إدارات الخدمات الاستثمارية في البنوك لتشكيل هيآت الرقابة الشرعية.¹

2- الحصول على ترخيص من هيئة سوق الأوراق المالية: تحصل صناديق الاستثمار على ترخيص بممارسة نشاطها من الهيئة العامة لسوق المال مقابل رسم يدفع للهيئة، وفي هذا الصدد يشترط حصول البنوك وشركات التأمين على موافقة البنك المركزي، ويتطلب طلب الترخيص:²

- مدة الصندوق.

¹- فريدة زيني، مرجع سابق، ص 97.

²- أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص 18.

- قيمة المبلغ المحصل لمباشرة النشاط.
 - السياسة الاستثمارية للصندوق.
 - كيفية إدارة الصندوق وتقدير أتعاب الإدارة.
 - نظام الاستيراد الوثائق وإعادة إصدارها (بالنسبة لصناديق البنوك وشركات التأمين).
 - اسم البنك الذي سيتم الاحتفاظ لديه بالأموال النقدية للصندوق والأوراق المالية، التي يستثمر أمواله فيها (بالنسبة لصناديق شركات المساهمة).
 - طريقة التقييم الدوري لأصول الصندوق، وكيفية تحديد حقوق حملة الوثائق.
 - حالات وقواعد تصفية الصندوق.
 - اسم مدير الاستثمار، خبراته السابقة وصورة من العقد المبرم بينه، وبين الصندوق.
- بعد استكمال الدراسة وإصدار الموافقة من هيئة السوق واعتماد نشرة الاكتتاب، يكون الصندوق قد حصل على الترخيص، وبالتالي، يكون جاهزا لمزاولة نشاطه.

3- طرح الصندوق للاكتتاب: وفقا للأحكام والقوانين المصرفية؛ فإن مؤسس الصندوق يلتزم بإصدار اتفاقية تتضمن وصفا عاما للصندوق المكتتب فيه، من حيث نوعه وكيفية إدارته والجهة المديرة ودرجة المخاطرة فيه، وكيفية تقييم الوحدات الاستثمارية، ومدى قابليتها للاسترداد، وتحدد عملة الصندوق وسعر الوحدات الاستثمارية عند بداية الصندوق، والحد الأدنى من عدد الوحدات، التي يلتزم الاكتتاب بها للاشتراك المبدئي، والحد الأدنى من عدد الوحدات اللازمة للاشتراك الإضافي (عادة تكون أقل من الأولى)، والحد الأدنى من السيولة التي تلتزم إدارة الصندوق بالاحتفاظ بها، وفي صناديق الاستثمار المغلقة تحدد فترة معينة للاكتتاب تنتهي قبل البدء باستثمار الأموال فعليا، ولا تقبل الاشتراكات بعد ذلك، بينما في صناديق الاستثمار المفتوحة يكون الاشتراك مفتوحا طيلة عمر الصندوق، إلا أن مدير الصندوق يحدد أياما معينة في الأسبوع تسمى (أيام الاشتراك) أو (التقييم) يتم فيها تقييم موجودات الصندوق، وبدء سريان استثمار أموال المستثمرين الجدد.¹

وتحرص الصناديق على طرح أساليب ترغيبية في مرحلة الاكتتاب لجذب المستثمرين ودعم الصندوق في مراحله الأولى، ومن أمثلة ذلك أن بعض الصناديق في مرحلة الاكتتاب، وقبل بدء النشاط تقوم باستثمار مبالغ الاشتراك بشكل مؤقت في صناديق استثمارية قائمة للمصرف المؤسس، ثم يتم تحويل تلك المبالغ مضافا إليها الأرباح المحققة من الصندوق (صافي الاستثمار) إلى الصندوق عند بدء نشاطه، كما أن بعض الصناديق تتيح للمستثمرين إمكانية دفع رأس مال المكتتب به دفعة واحدة أو على شكل أقساط دورية وفق خطة تجميع ادخارية يحددها الصندوق.

ولا شك أن هذه الميزة تحقق مصلحة لكلا الطرفين (إدارة الصندوق والمستثمر)، فالمدير يستطيع أن يرسم خطته الاستثمارية وفقا للتدفقات النقدية المتوقعة فلا يتقل كاهله بأموال سائلة لا يقدر على

¹ - نشرة اكتتاب عام في صندوق استثمار، البنك الأهلي المصري السابع، نوع الصندوق ذو العائد التراكمي والتوزيع الدوري، مصر، 2009.

استثمارها على الوجه المطلوب، وتشكل هذه الطريقة للمستثمر نوعاً من الضمان والأمان، حيث تتاح الفرصة له حتى يتابع ويقيم أداء المدير، ويكون استمراره في الصندوق مبنياً على حقائق ونتائج ملموسة، وتتبع الصناديق في سياستها الهادفة تقسيط رأس المال بإحدى الطريقتين؛ إما أن يتم الإشتراك وفق خطة تجميع مدخرات اختيارية يحق للعميل فيها متى يشاء أن يعدل عن تنفيذها، وإما أن يكون وفق خطة تعاقدية، حيث يحصل العميل على تسهيلات أكثر من رسوم الإشتراك مقابل تعرضه للجزاء متى ما أخلّ بالخطة.¹

4- إصدار وثائق الاستثمار: تصدر إدارة الصندوق شهادات للمستثمرين يسجل في كل شهادة عدد الوحدات التي يملكها المستثمر في الصندوق، وتسمى هذه الصكوك شهادات أو وثائق الاستثمار، وهي على نوعين:

4-1- شهادات الوحدة الاستثمارية: تصدرها كل الصناديق، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة بصرف النظر عن القيمة التي ستؤول إليها.

4-2- شهادات القيمة الاسمية: وهي لا تشكل إلا نسبة ضئيلة جداً مما تصدره الصناديق من الشهادات، وتصدرها صناديق الاستثمار المضمونة، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة مع ضمان قيمتها الاسمية، وهي القيمة المدونة عليها.

5- تنوع الاستثمار: من الإجراءات اللازمة في إدارة صناديق الاستثمار أن تتشكل الأصول المكونة لها من أنواع متعددة من الأوراق المالية، فهي ضرورة تقتضيها السياسة المثلى للاستثمار، والتزام تفرضه اللوائح والأنظمة في جميع الأقطار، ففي النظام المصري مثلاً: ألا تزيد نسبة ما يستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على الأقل 10% من أموال الصندوق، وبما لا يتجاوز 15% من أوراق تلك الشركة، وهذا يستلزم ألا يقل ما يمتلكه الصندوق عن عشرة إصدارات متنوعة.²

وتتبع الصناديق في سياسة الاستثمار هذه عدة اتجاهات؛ فمنها ما يتوسع في ذلك ليشمل إصدارات من عدة دول مختلفة كالأسهم الأوروبية أو أسهم جنوب شرق آسيا وغيرها، ومنها ما يقتصر على الإصدارات المتداولة في دولة واحدة، ومنها ما يتخصص في شركات من قطاع معين، كأسهم الشركات الصناعية، أو شركات النقل، ونحو ذلك.

ومن الحوافز التي تلجأ لها بعض البنوك المؤسسة لعدد من الصناديق، نذكر: أن تتيح للمستثمر إمكانية تشكيل محفظة خاصة به تسمى (محفظة شخصية)، حيث إنها تتكون من وحدات من صناديق شتى حسب رغبة المستثمر.³

6- تقييم الوحدة الاستثمارية: بعد التشغيل الفعلي للصندوق يقوم المدير بتقييم دوري للوحدة الاستثمارية، إما يومياً أو أسبوعياً أو في أيام محددة من الأسبوع، حسب ما تنص عليه لائحة الاكتتاب، والهدف من

¹ - فريدة زيني، مرجع سابق، ص 48.

² - محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 1994، ص 581.

³ - فريدة زيني، مرجع سابق، ص 49.

ذلك هو تحديد المبلغ الذي يبني عليه تداول الوحدة الاستثمارية بيعا وشراء، وللوحدة الاستثمارية ثلاث قيم:

الأولى: قيمة الإصدار، وتمثل القيمة التي تصدر بها الوحدة عند الاكتتاب المبدئي.

الثانية: القيمة الحقيقية، التي تمثل صافي الأصول المكونة للصندوق مقسومة على إجمالي عدد وحدات الصندوق المستحقة من تاريخ التقييم، وتحدد قيمة صافي الأصول من خلال القيمة السوقية للأوراق المالية التي يشتمل عليها الصندوق وقت إجراء الحساب مخصوصا منها؛ أي: التزامات أو أتعاب إدارية أو مصروفات تشغيلية مستحقة على الصندوق.

الثالثة: القيمة السوقية، وهي القيمة التي تباع بها الوحدة الاستثمارية، وثمة فارق تحديد للقيمة السوقية للوحدات في صناديق الاستثمار المفتوحة عنها في الصناديق الاستثمار المغلقة، ففي الصناديق المغلقة يسمح بتداول الوحدة الاستثمارية في السوق المالية فتتأثر بالعرض والطلب والمضاربات وغيرها، بينما في الصناديق المفتوحة لا يسمح ببيع أو شراء الوحدة إلا من مدير الصندوق، فهو الذي يحدد سعرين للوحدة: ***سعر البيع:** وهو السعر الذي يبيع به المدير الوحدات للمستثمرين، ويساوي القيمة الحقيقية للوحدة مضافا إليها مصروفات الشراء إن وجدت.

***سعر الشراء:** هو السعر الذي يشتري به المدير الوحدات من المستثمرين، ويساوي القيمة الحقيقية للوحدة مخصوصا منها أي أتعاب إدارية إن وجدت.¹

7- **الرسوم والمصاريف الإدارية:** يتقاضى مدير الصندوق من المستثمرين بعض أو كل من الرسوم الآتية:

7-1 **رسوم الإصدار:** وهي رسوم بنسبة معينة من صافي قيمة الاشتراك، يدفعها المستثمر مرة واحدة في بداية اشتراكه.²

7-2 **رسوم الإدارة:** وهي الرسوم السنوية التي يدفعها المستثمر للمدير مقابل إدارته لصندوق الاستثمار، والتي تتمثل في الخدمات التي تقدمها إدارة الصندوق، وتحسب للمدير نسبة معينة من صافي قيمة الأصول بشكل دوري، وتبلغ تلك التكاليف في المتوسط 0.5% من القيمة السوقية الكلية للتشكيلة.

7-3 **رسوم الأداء:** وهي رسوم إضافية يقطعها المدير إذا زادت أرباح الصندوق عند نسبة معينة.

7-4 **رسوم الاسترداد:** هي تلك الرسوم التي يتكبدها المستثمر عندما يتقدم لشركة الاستثمار ذات النهاية المفتوحة طالبا استرداد قيمة السهم، ولا توجد نسبة محددة لتلك الرسوم، فهي تتراوح في المتوسط بين 4% - 5% من قيمة الأصل الصافية، وقد تزيد عن ذلك.

7-5 **المصاريف الإدارية:** تتمثل في جميع المصاريف المترتبة على إدارة الاستثمار، مثل: الأجر والمرتبات المدفوعة للعاملين في الصندوق والإيجارات والمصاريف القانونية والمحاسبية وما شابه ذلك، وعادة لا تتجاوز القيمة السنوية لتلك المصاريف عن 0.5% من القيمة الكلية لاستثمارات الصندوق.¹

¹ منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص 114.

² فريدة زيني، مرجع سابق، ص 50.

8- استرداد وحدات الصندوق: يحق للمستثمر في الصناديق المفتوحة متى شاء استرداد كل أو بعض الوحدات المستثمرة، وفي حال الاسترداد الجزئي تشترط بعض الصناديق ألا تقل قيمة الوحدات المتبقية عن حد معين، وإذا قلَّت عن ذلك فيلزمه استرداد كامل مبلغ الاستثمار، وبالنسبة لقيمة الوحدة المستردة فإن بعض الصناديق تأخذ بالأسعار القائمة في يوم التقييم، والبعض الآخر يأخذ بالأسعار في يوم التقييم اللاحق ليوم تقديم الطلب (أي الأسعار المستقبلية)، والبعض لا يشترط ألا تقل المدة بين يوم التقديم ويوم التقييم عن حد معين، ولا تدفع قيمة الوحدات المستردة مباشرة²، وإنما بعد مدة متفق عليها مسبقاً، وهي في العادة لا تتجاوز ثلاثة أيام من تاريخ طلب الاسترداد.

ومن الإجراءات المتبعة في كثير الصناديق نقل الاستثمارات بين الصناديق، فإن كان للمصرف المؤسس عدد من الصناديق، فإنه يمكن للمستثمرين نقل الاستثمارات من صندوق إلى آخر بدلاً من استرداد الوحدات والحصول على قيمتها نقداً، ويتناسب هذا الإجراء مع المستثمرين الذين تتغير أهدافهم الاستثمارية عبر الزمن، أو يتخوفون من انخفاض قيمة الأصول المكونة للصندوق الأساس، وإذا كانت عملة الصندوق الأصلي مغايرة للبدل، فإنه يتم التحويل حسب سعر الصرف المعتمد لدى الصندوق.³

9- أرباح الصندوق وتوزيعاتها: يحدد صافي أرباح الصندوق طبقاً للقواعد المحاسبية المتعارف عليها في الأوساط المالية، ويتمثل صافي الربح أو الخسارة في الفرق بين صافي قيمة أصول الصندوق في بداية الاستثمار وصافي أصوله بتاريخ التقييم⁴ وتتبع الصناديق إحدى الطريقتين لتوزيع الأرباح⁵:

- الأولى: وهي الأكثر انتشاراً، حيث يعاد استثمار الأرباح المحققة في وحدات الصندوق ولا توزع بشكل دوري، وبالتالي، فإن الأرباح والخسائر المحققة تساوي مقدار التغير الحاصل في قيمة الوحدة، ويحصل المستثمر على هذه الأرباح ببيع الوحدة أو التبرص حتى انتهاء عمر الصندوق، وتصفية أصوله.

- الثانية: يقوم مدير الصندوق بتوزيع أرباح دورية على المستثمرين، وهم يمتلكون وثائق الاستثمار وقت استحقاق الأرباح.

وقد تبدي بعض الصناديق استعدادها لتنفيذ رغبة المستثمر فيما إذا طلب الحصول على دفعات منتظمة من الأرباح، بشرط أن لا يقل رصيده، ولا حجم المبلغ المسحوب عن حد معين.

10- انقضاء الصندوق وتصفيته: ينقضي عمر الصندوق بانقضاء الفترة الزمنية المحددة له إن وُجدت، وإذا لم يكن له نهاية محددة فإنه يضل باقياً حتى يقرر مدير الصندوق انقضاءه في الوقت الذي يراه مناسباً.

إن انقضاء الصندوق قد يكون لأسباب قانونية كتغيير الأنظمة في بلد الصندوق، وقد يكون لأسباب مالية كما لو كان حجم أصول الصندوق لا تسمح بالاستمرار في تشغيله أو لغير ذلك من الأسباب.

¹ - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص 147-149.

² - فريدة زيني، مرجع سابق، ص 51.

³ - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص 157.

⁴ - محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار النور، الأردن، 1993، ص 83.

⁵ - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص 157.

وقد يبقى الصندوق لفترات طويلة خاصة تلك الصناديق المفتوحة، أو الصناديق التي يكون لها كيان قانوني قائم على شكل شركة استثمارية، ونحو ذلك.

عند انقضاء الصندوق يتم تصفية أصوله وتأدية التزاماته، وتوزيع ما يتبقى من حصيلة هذه التصفية على المستثمرين بنسبة ما تحمله وحداتهم إلى إجمالي الوحدات، التي يقرر المدير بأنها صادرة آنذاك.¹

المطلب الثاني: عمليات صناديق الاستثمار

تتمثل العمليات التي تقوم بها صناديق الاستثمار فيما يلي:

أولاً: التسعير: يقصد بالتسعير إعلان سعر الوحدات الاستثمارية في الصندوق، وتحدد الصناديق الاستثمارية في نظام تأسيسها ما إذا كانت مفتوحة أو مغلقة، فإذا كانت مغلقة لا يقوم المدير بإعلان سعر الوحدات إلا في آخر يوم من عمر الصندوق، وهذا لا يعني أن تلك الوحدات ليس لها سعر خلال هذه المدة، إذ يمكن التعرف على قيمتها من خلال تبادلها في الأسواق المنظمة، كالبورصات أو من خلال تبادلها بطريقة البيع المباشر بين المستثمرين، أما إذا كان الصندوق مفتوحاً، فإن المدير يحدد يوماً معيناً من كل أسبوع أو شهر يسمى بيوم التسعير.

وفي هذا اليوم يعلن المدير سعر الوحدة الاستثمارية، وهو السعر الذي يمكن بناءً عليه دخول المستثمرين الراغبين في الاستثمار، وخروج أولئك الذين يرغبون في الحصول على السيولة، كما يعتمد على تقييم المدير للأصول المملوكة في الصندوق.²

ثانياً: الرسوم على المشتركين: تفرض صناديق الاستثمار أحياناً رسوماً على المشتركين لتغطية جزء من تكاليفها، لا سيما تلك المتعلقة بعملية توظيف الأموال، وتتبنى بعض الصناديق المفتوحة، التي تتداول وحداتها في السوق المنظمة طريقة فرض الرسوم ابتداءً من الاشتراك وتسمى Load Fund، وتظهر هذه الرسوم على صفة زيادة في القيمة الصافية للأصول عند الشراء، ولكن يحصل عليها المسوق، بينما تتبنى صناديق أخرى طريقة فرض الرسوم عند الخروج من الصندوق، وترتبط بعض الصناديق هذه الرسوم بمدة بقاء المستثمر في الصندوق، بحيث تتناقص تلك الرسوم بقدر ما تطول هذه المدة، أما إذا كان مصدر الصندوق يقوم بتسويقه بنفسه، فلا يفرض في العادة رسوماً على الدخول أو الخروج، وتسمى هذه الصناديق no-load funds، وفي الصناديق المغلقة، التي يجري تداول وحداتها في الأسواق المنظمة ربما احتاج المستثمر إلى دفع رسوم للسماح في السوق.

ثالثاً: الاسترداد والتداول: يعد عنصر السيولة من أهم عناصر الجذب في صناديق الاستثمار، فقد صُممت حتى توفر للمستثمرين طرائق فعالة لتحقيق هذا المطلب، وتعتمد الصناديق المفتوحة على ما يسمى بالاسترداد حيث يمكن للمشاركين استرداد أموالهم بصفة دورية، أما الصناديق المغلقة فلا تتحقق

¹ - فريدة بن يوسف زيني، مرجع سابق، ص 53.

² - صبرينة عتروس، إطار مقترح لتفعيل دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية دراسة حالة عينة من صناديق الأسهم السعودية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016، 2017، ص 84.

السيولة فيها إلا بتداول الوحدات في سوق منظمة، ويقوم عمل الصناديق الاستثمارية المفتوحة على حرص المدير على الاحتفاظ بقدر من السيولة يمكنه من شراء وحدات أولئك المستثمرين، الذين يرغبون في استرداد أموالهم يوم التسعير، ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير وعلى عمر الصندوق والظروف والبيئة الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق، ومن المؤكد أن هذه السيولة المتبقاة لا تدر عائداً للصندوق (أولا تدر عائداً مجزياً لقصر أجلها)، ولذلك يحرص المدير على الاحتفاظ بالحد الأدنى منها، ويفترض أن جزءاً كبيراً من عمليات الاسترداد في يوم التسعير يتم تغطيته من الأموال الجديدة التي يقدمها الراغبون للدخول فيه، ولذلك فإن السيولة المتبقاة تكون عند الحد الأدنى، وفي كثير الأحيان يحرص المدير على توزيع فترات الاستثمار بطريقة يتحقق معها مقدار من السيولة في كل يوم تسعير دون الحاجة إلى تعطيل الأموال خلال مدة الصندوق حتى لو كانت المدة قصيرة أسبوعاً أو نحوه.

ومع ذلك فإن المدير يواجه أحياناً حجماً من الاسترداد يزيد عن السيولة الموجودة في الصندوق وعن حجم الأموال الجديدة فيه، ولذلك تحرص كثير منها على النص في نظامها الأساسي لعلاج هذه الحالة بطرائق منها؛ ألا تلتزم في حالة عدم توفر السيولة برّد كامل مبلغ الاستثمار، بل جزءاً منه فحسب لمن يأت أولاً وتطلب من الآخرين الانتظار، وفي أحيان يتفق الصندوق مع إحدى المؤسسات الكبيرة التي تقدم له -مقابل رسوم محددة- التزاماً بتوفير السيولة عند الحاجة إليها، أو الالتزام بشراء الوحدات، التي لا يستطيع الصندوق استردادها لعدم توفر السيولة له.¹

رابعاً: رسوم الإدارة: يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته، ويعتمد في حسابها على ما يُسمى بالقيمة الصافية لأصول الصندوق، ثم يقوم المدير عندئذ بحساب هذه القيمة الصافية بصفة دورية، وفي حالة الصناديق المفتوحة يفعل ذلك في يوم التسعير، ويقنتع أجره من النسبة المتفق عليها، وتتراوح أجور الإدارة غالباً بين 1 إلى 5% سنوياً.

خامساً: الاحتياطات: تحتفظ الصناديق عادة باحتياطات تقطعها من الأرباح، والغرض منها تحقيق الاستقرار فيما يدفعه الصندوق من الأرباح للمشاركين فيه، وتعويض الخسائر، التي قد تحصل في بعض الأوقات، وتستمر هذه الاحتياطات متراكمة في الصندوق، وتعد جزءاً من الأموال فيه، حيث يستحقها أولئك الذين كانوا يملكون وحداته عند انتهاء مدته إن كان له مدة.²

المطلب الثالث: أساليب إدارة صناديق الاستثمار

إن إدارة صناديق الاستثمار عملية مكلفة، وهذا ما يجعل حجم الأموال المتاحة للصندوق من العوامل الحاسمة لقيام ونجاح صناديق الاستثمار، فشركات الإدارة أو مدير الاستثمار عبارة عن شركات مستقلة ذات شخصية معنوية تقوم بإدارة محفظة الأوراق المالية لصندوق الاستثمار، ويصدر الصندوق مقابل الأموال التي يقوم بتجميعها من المدخرين وثائق استثمار، وعلى هذا سيتم تناول هذا المطلب من خلال النقاط الآتية.

¹- صلاح الدين شريط ، مرجع سابق، ص ص 205، 206.

²- أحمد حسن خضر، مرجع سابق، ص ص 27، 28.

الفرع الأول: الجوانب الرئيسية لعملية إدارة الصندوق

يفترض أن شركة الاستثمار تشتمل على صندوق واحد، وتتمثل أصولها في تشكيلة (محفظة) من الأوراق المالية من النوع الذي يسهل تسويقه، ويتولى إدارة المحفظة وباقي المهام شركة إدارة منفصلة يتم استئجارها لهذا الغرض، وعادة ما يتضمن عقد شركة الإدارة واجبات الشركة والأتعاب، التي سوف تحصل عليها، والتي قد تصل إلى 1.5% من القيمة الكلية للمال المستثمر، أما واجبات شركة الإدارة فيأتي في مقدمتها البحث عن الأوراق المالية، التي يمكن ضمها إلى التشكيلة التي يتكون منها الصندوق.

وعادة ما تتضمن عملية إدارة صناديق الاستثمار مجموعة من النقاط الأساسية، تتمثل في سياسات الاستثمار الرئيسية التي تحكم إدارة صناديق الاستثمار، التكاليف المقرر أن يتحملها المستثمر، الكيفية التي يمكن بها المستثمر أن يشتري أسهم الشركة، وأخيرا إدارة حساب العميل.

-السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار

تختلف شركات الاستثمار في شأن سياسات الاستثمار، ويأتي في مقدمة هذه السياسات سياسة تنويع المحفظة؛ أي سياسة تنويع مكونات صناديق الاستثمار، فهناك شركات تفترض أن المستثمر يوجه كل مخصصات الاستثمار لشراء أسهمها، ومن ثمة، يسعى إلى بلوغ درجة عالية من التنويع، كما توجد شركات تفترض أن المستثمر يمتلك محفظة خاصة به، وأن أسهمها ليست سوى واحدة من مكونات تلك المحفظة، ومن ثمة، فإنها لا تستهدف بلوغ مستوى عالٍ من التنويع، ولكل سياسة مؤيديها، الذين يفضلونها على السياسة الأخرى.

ونظرا لأهمية التنويع الجيد لغالبية المستثمرين في الصناديق، فقد حدد قانون الشركات الاستثمارية الأمريكية الصادر عام 1940 سمات شركات الاستثمار، التي تولي أهمية خاصة لسياسة التنويع، وفي مقدمة تلك السمات أن يتوافر في (75%) على الأقل من استثمارات الصندوق شرطين أساسيين:

- الأول: ألا يزيد الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها جهة معينة عن (5%) من القيمة الكلية للتشكيلة، التي يتضمنها الصندوق.

- الثاني: ألا يزيد الاستثمار في ورقة مالية معينة عن (10%) من مجموع الإصدار من تلك الورقة.

أما السبب في إعفاء باقي استثمارات الصندوق (25%) من متطلبات التنويع المشار إليه، فهو تشجيع شركات الاستثمار لتوجيه جزء من مواردها للاستثمار في رؤوس أموال المؤسسات الصغيرة، إذ يمكن أن توجه تلك النسبة بالكامل إلى الاستثمار في شركة واحدة أو عدد محدد من الشركات، هذا إذا لم يتوافر هذين الشرطين حينئذ يتم تصنيف الشركة على أنها لا تأخذ في سبل التنويع، ونذكر أن بعض الشركات تفضل أن تصف على هذا النحو طلبا للمرونة أو رغبة في التخصص في الأوراق المالية، التي تصدرها صناعة أو مؤسسة معينة.

هذا ولا تقتصر سياسات الاستثمار على مستوى أو درجة من التنويع في مكونات صناديق الاستثمار، إذ إنها تمتد إلى أمور أخرى، فهناك مثلا: شركات تضع سياسة استثمارية نشطة مؤداها إجراء تغييرات مستمرة في مكونات التشكيلة، سعيا منها في استغلال فرص وجود أوراق مالية تباع بسعر أعلى

أو أقل من قيمتها الحقيقية، وعلى النقيض من ذلك تفضل شركات أخرى البعد عن ذلك خشية أن يترتب على عمليات البيع والشراء تغيير في السمات المميزة لتشكيلة الأوراق المالية، التي يتكون منها الصندوق بشكل قد لا يناسب المستثمرين فيه.¹

الفرع الثاني: أساليب إدارة الصناديق الاستثمارية

تطورت صناعة الصناديق الاستثمارية حتى أصبحت تدار من قبل المحترفين، الذين يملكون مهارات خاصة في اختيار الوسائل الاستثمارية الملائمة، المُتوقع لها أداء متميز، وقد نشأ أسلوبان في هذه الصناعة لإدارة الصناديق:

أولاً: أسلوب الإدارة السلبية: يتم وفق هذا الأسلوب توزيع المبالغ المالية المستثمرة في الصندوق على عدد كبير من أسهم قطاع واحد أو تتوسع لتشمل أسهم جميع قطاعات السوق، وذلك محاكاة لحركة مؤشر ذلك القطاع أو مؤشر السوق الكلي، كالاستثمار مثلاً في أسهم مؤشر الصناعة، وهذا يعني قيام مدير الصندوق بالاستثمار في كل أسهم الصناعة، وتعد الصناديق الخاصة بالمؤشرات من أمثلة استراتيجيات الإدارة السلبية للصناديق، التي لا يقوم فيها مدير الصندوق بمحاولة إعادة التوازن للصندوق، قصد تحفيز تجاوز إدانة الأداء للمؤشر المعني.

ثانياً: أسلوب الإدارة النشطة (الإيجابية): يقوم على أساس إدخال مهارات مدير الصندوق في التأثير الإيجابي على أدائه قصد تحقيق عوائد تفوق العوائد المحققة من الاستثمار في مؤشرات السوق، ويسعى مديرو الصناديق محاولة التنبؤ باتجاهات الأسواق، وتتغير نسب تملكهم في صناديقهم التي يديرونها وفقاً لذلك، لذلك يغير المدراء وسائلهم الاستثمارية داخل الصندوق بشكل متواصل، وهذا ما يحتم إعادة تشكيل الأسهم والقطاعات أو تغيير نسب التملك فيها، وذلك حسب استقراءهم لمستقبل المناخ الاستثماري في السوق، الذي يعمل فيه الصندوق.²

الفرع الثالث: إيرادات ومصاريف صناديق الاستثمار

تتكون إيرادات صناديق الاستثمار من العوائد المحققة من استثماراتها المختلفة، والمكونة لمحفظتها الاستثمارية، التي يمكن أن تشمل:³

- أرباح الأسهم التي تدخل في المحفظة: والتي تأتي لشركة الاستثمار في صورة أرباح موزعة من الشركات المصدرة للأسهم، التي تمتلكها شركة الاستثمار.
- الأرباح الرأسمالية للأسهم الداخلة في المحفظة: وتمثل الفرق بين القيمة السوقية للسهم عند البيع، والقيمة التي تم شراء السهم بها.
- الفوائد على السندات المختلفة التي تدخل في المحفظة الاستثمارية لشركة الاستثمار.

¹ - عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص 150.

² - نور الدين جليد، إبراهيم مزبود، صناديق الاستثمار وأهميتها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دفاثر البحوث العلمية، مجلة علمية محكم يصدرها المركز الجامعي تيبازة، عدد خاص بأعمال الملتقى الوطني بيئة الأعمال الداعمة لتطوير الأسواق المالية وتفعيلها، يومي 27، 28 نوفمبر 2013، ص ص 212، 213.

³ - هشام جبر، مرجع سابق، ص ص 12، 13.

- الأرباح الرأسمالية المتأتية من السندات في حال ارتفاع قيمتها في السوق نتيجة انخفاض أسعار الفوائد فيه من مثل هذه الأنواع من السندات.
- الفوائد على أدوات السوق النقدي في المحفظة.
- أما المصاريف السنوية لصناديق الاستثمارية فتتكون من:
 - الرسوم الإدارية التي يتلقاها الخبير المالي، وتسمى أيضا رسوم الاستثمار الاستشارية، وتشكل الرسوم الجزء الأكبر من تكلفة إدارة الصندوق، حيث تتراوح ما بين 0.5% إلى 1% من موجودات الصندوق، حيث تقل نسبة هذا السهم كلما زادت قيمة المبالغ المستثمرة، وعادة ما تعكس الرسوم الإدارية درجة الصعوبة في إدارة صندوق معين.
 - مصروفات الاحتفاظ بسجلات المساهمين: وتزويدهم بالقوائم المالية، وتكاليف تعيين الخدمات المحاسبية، والاحتفاظ بالموجودات.
 - مصاريف البيع والتوزيع: يجب أن تبين هذه المصاريف في نشرات الإصدار، التي توزعها الصناديق على المستثمرين المتوقعين في أسهمها، حيث يمكن تحديد الرسوم الإدارية بدقة، كما يمكن تقدير المصروفات الأخرى.

المطلب الرابع: أساسيات حول محفظة الأوراق المالية

يعد موضوع المحافظ المالية تطورا لعلم الاستثمار، جيء به تلبية للحاجات الجديدة للمستثمرين، الذين يصفون الاستثمار في الأوراق المالية بمثابة خط دفاع أول للوقاية ضد المخاطر المحتملة.

الفرع الأول: ماهية المحفظة المالية

تحتل محفظة الأوراق المالية مكانة بارزة في أسواق رأس المال، وتزداد أهمية مكانتها من يوم إلى آخر، نظير التطورات الهامة التي تشهدها هذه الأسواق وتنوع أدواتها المالية، وهو الأمر الذي أدى إلى زيادة الاهتمام بها أكثر.

أولاً: تعريف المحفظة المالية

يمكن تعريف محفظة الأوراق المالية على أنها: تشكيلة من أصلين أو أكثر من الأصول المالية المختلفة في النوع والجودة¹.

كما يشار إليها بشكل خاص على أنها تشكيلة من الأوراق المالية، التي يمسكها المستثمر لتخفيض المخاطر، وتعظيم العائد².

ومن ثمة، فإن محفظة الأوراق المالية تمثل مزيجا من الأوراق المالية، التي يتم اختيارها بعناية ودقة لتحقيق أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من الخطر، أو تحقيق درجة خطر في ظل مستوى معين من العائد، فالملاحظ من هذا المفهوم أن العائد والمخاطرة أساسا إدارة محفظة الأوراق المالية³.

¹-Ransh Rao, Financial management, 2ndedition, singaphora, 1992, p 306.

²- Jack Francis, Investment, fifth edition, new York, 1991, p 564.

³- Frank Reilly, Investment, thedryden Press, USA, 1979, p 530.

وعليه يمكن القول، إن محفظة الأوراق المالية هي تشكيلة (توليفات) من الأوراق المالية، يهدف المستثمر من تكوينها الى تعظيم العائد وتخفيض المخاطرة، حيث تخضع إدارتها إلى شخص مسؤول لتسييرها، يسمى بمدير المحفظة.

ثانيا: الهدف من تشكل محفظة الأوراق المالية

يسمح تكوين المحفظة المالية بتحقيق عدد من الأهداف يمكن إيجاز أهمها فيما يلي:¹

- **تحقيق أقصى عائد مع ضمان السيولة للمستثمر:** ذلك أن هدف تحقيق أقصى عائد (أرباح) مع السيولة هما وجهان لعملة واحدة (هدفان متلازمان)، حيث يتحقق أكبر عائد من خلال تنويع مكونات محفظة الأوراق المالية، لذلك تعمل الإدارة الفعالة على تحقيق هذا الهدف من خلال التكوين الكفء لمحتويات المحفظة، في حين تتوقف سيولة محفظة الأوراق المالية على مدى قابلية الأوراق المالية التي تحتويها للتداول بسهولة وسرعة، فكلما كان من الممكن التصرف بسرعة وسهولة في الأوراق المالية دون خسائر زادت نسبة سيولة هذه الأوراق؛ أي تحويلها إلى نقد سائل بدون خسائر أو بأقل خسائر ممكنة.

- **حماية رأس مال المستثمر:** يعد الهدف الأساس لجميع المستثمرين بغض النظر عن ثروتهم وطموحاتهم الاستثمارية، فالحفاظ على رأس المال الأصلي ضروري لاستمرار المستثمر بالسوق، فكلما زادت طموحات المستثمر لتحقيق فرص أرباح أكبر فكلما وجب ألا تصل مغامرته إلى تعريض رأس ماله الأساسي للخطر.

- **نمو رأس مال المستثمر وتنمية المحفظة:** يهدف مديرو محافظ الأوراق المالية إلى زيادة حجم رأس مال المستثمر من خلال عملية التنويع واختيار أوراق المنشآت ذات النمو المحتمل مستقبلا، فنمو رأس المال له أهمية خاصة بالنسبة لغالبية المستثمرين لما يحققه من مكاسب فعلية مؤجلة للمستثمر، وهذا ما يعني تزويده بضمانات إضافية في المستقبل.

- **التنويع والتأمين ضد المخاطر:** ويقصد بالتنويع قرار المصرف الخاص بتشكيلة أو توليفة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، ومن شأن التشكيل الجيد تخفيض درجة المخاطر التي قد يتعرض لها عائد المحفظة، دون أن يترتب عن ذلك تأثير عكسي على حجم العائد.

- **تحقيق الدخل بشكل مستمر ومستقر:** يتيح فرصة الاستهلاك أو إعادة استثمار المحقق من العائد لتوسيع المحفظة، ولذا فاستقرار الدخل يوفر حماية ومنفعة للمحفظة، وبالتالي، تحقيق عائد دوري.

وقد يكون الهدف مزيج من بعض أو كل هذه الأهداف.

¹ - تم الاعتماد على:

- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 195.

- عماد غزازی، دور المصارف الإسلامية في تدعيم السوق المالي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2010، ص ص 101، 102.

- محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص ص 209، 210.

- أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2007، ص 205.

ثالثاً: أنواع المحافظ المالية وإستراتيجية التنوع

هناك تقسيمات عدة للمحافظ المالية حسب معايير عملية التقسيم (العمر، المسؤوليات الاجتماعية، مدى تقبل الفرد لفكرة المخاطر.... الخ)، بالإضافة إلى إستراتيجية التنوع التي تتبعها هذه المحافظ.

1- أنواع المحافظ المالية: يمكننا تقسيم المحافظ المالية حسب نوع الورقة المالية، التي تحتويها وتبعاً للأهداف المرجوة منها، ودرجة المخاطرة التي يمكن أن تتحملها إلى:

1-1- محافظ العائد المنتظم(الدخل): يتأتى الدخل النقدي لأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر لأغراض العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية، وعلى هذا فإن الهدف من هذه المحافظ؛ هو تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي المنتظم، الثابت والمستقر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان، وبالتالي، إن قيام إدارة المحفظة بالتركيز على السندات، التي تحقق أعلى فائدة بأقل وقت، إضافة إلى الأسهم التي توزع أرباح عالية قليلة الخطورة، تساعد في الوصول إلى محفظة الدخل.¹

1-2- محافظ النمو(الربح): وهي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نمواً متواصلاً في الأرباح، وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار الأسهم أو ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات أو صناديق النمو، التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للمحفظة، أو صناديق الدخل، وهي تتناسب للمستثمرين الراغبين في عائد من استثماراتهم لتغطية أعباء المعيشة، أو صناديق الدخل والنمو معاً، وهي تلبي احتياجات المستثمرين، الذين يرغبون في عائد دوري، وفي الوقت نفسه يرغبون في تحقيق نمو مضطرد في استثماراتهم.²

1-3- محافظ الربح والعائد (المختلطة): هي المحافظ التي تجمع أسهماً يتميز بعضها بتحقيق العائد، وبعضها الآخر بتحقيق الربح، وهذا النوع يعد المفضل لدى المستثمرين، الذين يتطلعون إلى المزج بين المزايا والمخاطر لكل نوع من هذه المحافظ.³

ويركز هذا النوع من المحافظ على الأسهم التي تعطي توزيعات نقدية عالية، والأسهم التي تؤدي إلى نمو وزيادة أموال المحفظة (أسهم الشركات التي تحقق نمواً عالياً في إيراداتها).⁴

1-4- المحفظة المتوازنة: وهي المحفظة التي تتكون عادة من: أسهم عادية وأخرى ممتازة وسندات، حيث يأمل المستثمر في هذا النوع من المحافظ الحصول على أرباح رأسمالية، بالإضافة إلى توزيعات نقدية من أرباح الأسهم، ومن فوائد السندات، وفي الوقت نفسه المحافظة على رأس مال المستثمر.⁵

¹- Josette Peyrard, la bourse, Vuibert, France, 1998, pp 211- 213.

²- ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص 134.

³- قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 191.

⁴- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الأردن، 2010، ص 209.

⁵- Russell. J. fuller, james.l. Fdrell. Jr, modern, Investment and security analysis, mc. gramhill, u.s.a , 1987, p 563.

1-5- المحافظ المتخصصة في الصناعات: هي تلك المحافظ التي تتخصص في أسهم شركات صناعية متخصصة بالنفط أو الطاقة وغيرها.¹

1-6- المحافظ الدولية: تعد المحفظة الدولية من الأدوات الاستثمارية الحديثة التي تلقى اهتماما متزايدا من قبل المستثمرين، ولعل من أهم المزايا التي يوفرها هذا النوع من المحافظ؛ ميزة التنوع التي توفر للمحفظة سمة الأمان النسبي؛ لأن المحفظة الدولية تكون في العادة منوعة تنوعا جيدا، من خلال ثلاث زوايا:

- تنوع الأصول؛ لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأدوات المالية.
- التنوع الجغرافي؛ لأن رأس مال المحفظة يكون موزعا على أوراق مالية من عدة دول.
- تنوع العملات؛ بسبب التنوع الجغرافي للأصول، تنتوع أيضا العملات التي لها تقييم هذه الأصول.² وهناك تقسيمات أخرى لأنواع المحافظ الاستثمارية، حيث تقسم إلى عامة وخاصة:³

1- محافظ خاصة (العلاء): هي محافظ تتشكل بناء من طلب المستثمر، فكل مستثمر الحق في تكوين محفظته الخاصة، محددًا نسب توزيعها والأدوات المستخدمة بها، أما مدير المحفظة الخاصة، فيكون دوره تنفيذيا كما يريده المستثمر.

2- محافظ عامة (مؤسسات): هي محافظ تتكون من قبل مؤسسات استثمارية عامة، تتكون من أدوات استثمارية متعددة ومتنوعة في شكل (صناديق مشتركة، أو شركات على شكل أسهم مطروحة للاكتتاب العام)، والمستثمر هنا مساهم في الشركة، وليس له دور في إدارة المحفظة إلا بقدر نسبته في الأسهم (رأس المال).

ويمكن أن تقسم المحافظ الاستثمارية وفق معيار الأدوات المستخدمة إلى نوعين:⁴

أ. محافظ الأدوات النقدية: أسهم، سندات، شهادات الإيداع، معادن نفسية....الخ.

ب. محافظ العملات الأجنبية: تنقسم هذه المحافظ إلى:

- المحفظة النقدية البسيطة: تتكون من ودائع أو شهادات إيداع بالعملات الأجنبية المختلفة.
- المحفظة المركبة: تتكون من العملات الأجنبية، مستثمرة في أوراق نقدية، وأوراق مالية مختلفة محددة بالعملات الأجنبية.

2- استراتيجيات تنوع المحفظة الاستثمارية: يعد التنوع أهم ميزة لتكوين المحفظة الاستثمارية، حيث توجد عديد الاستراتيجيات التي يخضع لها هذا النوع من التنوع، ومن أهمها ما يلي:

1-2- تنوع جهة الإصدار: إن المقصود بتنوع جهة الإصدار هو عدم توجيه مخصصات المحفظة إلى أوراق مالية تصدرها منشأة واحدة، وإنما إلى عدة جهات، وهناك أسلوبين شائعين في هذا الصدد:

¹ - قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 192.

² - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع: الأردن، 2005، ص 194.

³ - M. charles de la bune, gestion de portefewile, sefi, paris, 1994, p 97.

⁴ - opcit, p 97.

أ. **التنوع الساذج**: يقوم أسلوب التنوع الساذج أو أسلوب التنوع البسيط على فكرة أساسية؛ كلما زاد تنوع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها، فمحفظة الأوراق المالية التي تتكون من سندات أصدرتها ثلاث مؤسسات، يتعرض عائدها لمخاطر أقل من المخاطر التي يتعرض لها محفظة أخرى تتكون من سندات أصدرتها مؤسستين، أما المحفظة التي تتكون من سندات أصدرتها أربع مؤسسات تعد الأفضل من وجهة نظر المخاطر من المحفظة التي تتكون من سندات أصدرتها ثلاث مؤسسات، وهكذا.¹

ب. **تنوع ماركويتز**: إذا كان التنوع الساذج يقضي بالاختيار العشوائي للأوراق المالية، فإن تنوع ماركويتز يعتمد على الطرق العلمية لاختيار الأوراق المالية، مع مراعاة معامل الارتباط بين الأوراق المالية المراد اختيارها؛ بمعنى استخدام الأساليب الإحصائية والرياضية اللازمة لدراسة واختيار الأوراق المالية.

ويفضل في هذه الحالة ألا يكون بين الأوراق المالية المراد اختيارها درجة عالية من الارتباط، وذلك تقليلاً للمخاطر بأكبر درجة ممكنة؛ أي لا يفضل اختيار أوراق مالية تكون العلاقة بينها طردية، حيث لو انخفضت قيمة إحدهما سيؤدي ذلك تلقائياً إلى انخفاض الأخرى، ويفضل أن تكون العلاقة بين الأوراق المالية سالبة أو مستقلة (عدم وجود علاقة بين الأوراق المالية).²

2-2- تنوع تواريخ الاستحقاق: إن العلاقة بين أسعار الفائدة في السوق، والقيمة السوقية للأوراق المالية تشير إلى أن تقلب أسعار الفائدة يترتب على تقلبات أكبر من قيمة السندات طويلة الأجل مقارنة بالسندات قصيرة الأجل³، وهكذا، قد يواجه مدير المحفظة معضلة تحتاج إلى حل، فإذا تم استثمار مخصصات المحفظة في السندات القصيرة الأجل، فإنه يتجنب التقلب الكبير في أسعار تلك السندات، ويبدأ التقليل في مقدار الخسائر أو الأرباح الرأسمالية، غير أن استثمار الأموال في تلك الأوراق سوف يترتب عليه تقلبات كثيرة في العائد الدوري المتولد سنوياً، إذ ينبغي على البنك في هذه الحالة أن يقوم بسلسلة من الاستثمارات قصيرة الأجل بأسعار فائدة مختلفة.

ومن ناحية أخرى، إذا استثمر البنك مخصصات المحفظة في سندات طويلة الأجل، فسوف يحقق استقراراً أكبر في العائد السنوي المتولد عن تلك السندات، إلا أن أسعار تلك السندات ستعرض لتقلبات شديدة بمرور الزمن، وهذا ما يعرض البنك لخسائر رأسمالية، وذلك إذا اضطر إلى بيع تلك الأوراق قبل تاريخ الاستحقاق.⁴

وفي كل الحالات يجب عدم المغالاة في عملية التنوع للأسباب الآتية:⁵

¹- ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 1999، ص ص 270، 271.

²- ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص ص 146، 147.

³- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص 272.

⁴- ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، مرجع سابق، ص ص 271، 272.

⁵- ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص 147.

- 1- صعوبة إدارة المحفظة نتيجة تعدد أنواع الاستثمارات، إذ يتطلب ذلك دراسة عدد كبير من المراكز المالية للجهات المصدرة للأوراق المالية.
- 2- ارتفاع تكاليف الشراء نتيجة الشراء بكميات صغيرة من كل نوع من أنواع الأوراق المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع متوسط العمولات المدفوعة للسماسرة.
- 3- اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة، إذ إن المغالاة في التنويع تصعب الدخول في استثمارات جيدة، فعندما يكون في التنويع مغالاة، تكون فرصة وجود قرارات خاطئة أكبر.

الفرع الثاني: سياسات إدارة محفظة الأوراق المالية

تختلف السياسات المتبعة في إدارة المحافظ المالية باختلاف أهداف وغايات المحفظة، فقد تهدف المحفظة إلى تحقيق الربح السريع مع تحمل مخاطر عالية، أو قد تهدف إلى تحقيق الربح القليل مع الأمان والاستقرار، كما قد يكون هدفها الحصول على عائد معقول مع مخاطر تتناسب مع هذا العائد، وعلى هذا الأساس يمكن التمييز بين السياسات الآتية:

- 1- **السياسة الهجومية المخاطرة:** يتبنى هذه السياسة المستثمر المضارب الذي يكون هدفه الأساسي تحقيق أقصى عائد، فهو بذلك يفضل عنصر الربحية على عنصر الأمان، ومنه، فإن اهتمامه ينصب على الأرباح الناتجة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية المشكلة للمحفظة، ويطلق على هذا النوع من المحافظ محافظ رأس مال، في حين أن الأدوات الاستثمارية المناسبة لهذا النوع من المحافظ؛ هي الأسهم العادية، حيث إنها تشكل حوالي 80-90% من قيمة المحفظة.¹
- 2- **السياسة الدفاعية المتحفظة:** وهي السياسة التي يتبناها مدراء المحافظ المتحفزون جدا اتجاه عنصر المخاطرة، وهذا ما يدفعهم إلى إعطاء أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد، ومن أجل ذلك، فإن القاعدة الأساسية لهذه المحافظ تتكون من السندات الحكومية والسندات المضمونة طويلة الأجل، والأسهم الممتازة والعقارات بنسب تتراوح من 60-80% من رأس مال المحفظة، ويمتاز هذا النوع من المحافظ بأنه يوفر للمستثمر دخلا ثابتا ولمدد طويلة من الزمن، إضافة إلى توفيره هامشا مرتفعا من الأمان على رأس مال المستثمر.²
- 3- **السياسة الهجومية- الدفاعية (المتوازنة):** وتتمثل هذه السياسة في الحصول على عوائد مجزية وقبول مخاطر معقولة، وبذلك فإن، هذه السياسة وسطية بين السياسة الهجومية والسياسة الدفاعية، وبذلك فإن القاعدة الأساسية لهذه المحافظ تتكون من الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات... الخ،³ حيث تنتج هذه المحافظ للمستثمر فرصة تحقيق أرباح رأسمالية، كما تتيح له انتهاج سياسة مرنة في إحلال أصولها، وفقا لتقلبات أسعار الأوراق المالية من جهة، وأسعار الفائدة من جهة أخرى.⁴

¹- طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 1997، ص 81.

²- ناظم محمد نوري الشمري، مرجع سابق، ص ص 77، 78.

³- حسني علي خريوش وآخرون، مرجع سابق، ص 23.

⁴- طاهر حيدر حردان، مرجع سابق، ص 81.

الفرع الثالث: كيفية تكوين المحافظ الاستثمارية على أساس السياسات الاستثمارية

يبدأ تكوين محفظة الأوراق المالية بتقدير المخاطر المالية؛ أي تقدير ما إذا كان المستثمر سيشتري أسهما أو سندات، ثم أي نوع من الأسهم والسندات التي يقرر المستثمر شراءها، إذ إن الأوراق المالية تتعرض لدرجات مختلفة من المخاطر المالية، ثم إلى أي حد يمكن توزيع أو تركيز هذه المخاطر، ويتم تكوين المحافظ الاستثمارية عن طريق:¹

1- اختيار الأوراق المالية: يكون اختيار نوع الأوراق المالية حسب السياسة التي سوف ينتجها المستثمر، فإن اتبع سياسة متحفظة فإنه يفضل ثبات الدخل وعدم التعرض للخسارة في القيمة السوقية، وبالتالي، فإنه سيقرر شراء السندات من الدرجة الأولى، مثل: السندات الحكومية والأسهم الممتازة، فهذه الأوراق تمتاز بثبات دخلها وعدم تقلب أسعارها إلا قليلا، أما في حالة إتباع سياسة غير متحفظة "المضاربة" فإنه يشتري أوراقا مالية تتحمل درجة كبيرة من المخاطر المالية، مثل: الأسهم العادية التي تمتاز بالتغير المستمر في دخلها، وقيمتها السوقية؛ لأن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق يتيح للمستثمر تحقيق أرباح كبيرة في الدخل، والقيمة السوقية.

2- توزيع المخاطر المالية: إن اختيار نوع معين من الأوراق المالية مثل: السندات، لا يعني بالضرورة شراء هذه السندات من شركة واحدة؛ لأن ذلك سيؤدي إلى تركيز المخاطرة المالية في إصدار معين، في حين أن شراء السندات من عدد كبير من الشركات يدل على توزيع المخاطر المالية للمحفظة، لكن هذا لا يكفي، بل يجب أن تكون الأخطار غير متصلة ببعضها، كأن تكون الأوراق لشركات مختلفة النشاط، أو تنشط في مناطق جغرافية مختلفة، أو قد يتم تكوين محفظة من أوراق مالية حكومية، وأخرى تصدرها الشركات، وتوزيع المخاطر لا يعني تقليل درجة المخاطر التي تتعرض لها المحفظة، إنما يؤدي إلى تحقيق درجة الثبات في الدخل، أو في القيمة السوقية للأوراق المالية؛ أي تحديد درجة المخاطر المالية.

3- مواجهة مخاطر سعر الفائدة: إن مواجهة المستثمر لمخاطر سعر الفائدة عند تكوين المحفظة المالية أكثر تعقيدا من المخاطر المالية؛ لأن هذه الأخيرة تكون نفسها بالنسبة لدخل الأوراق المالية، وكذا قيمتها السوقية، أما في حالة مخاطر سعر الفائدة، فإن السندات طويلة الأجل أكثر استقرارا في الدخل من السندات القصيرة الأجل، وهذا لا يظهر إلا في حالة استهلاك هذه السندات، وإعادة استثمار الحويلة في السندات مرة أخرى، وكأن سعر الفائدة قد ارتفع فبذلك تزداد قيمة الدخل؛ أي أن ثبات الدخل يتوقف على طريقة ترتيب مواعيد استحقاق السندات في المحفظة؛ من سندات ذات تواريخ استحقاق واحدة أو متقاربة خلال فترة قصيرة بل يكون الترتيب، حيث إن جزءا معينا من هذه السندات يستحق في نهاية كل عام أو عامين، أما إن انتهج سياسة متحررة سيزرتب عليه مواعيد استحقاق السندات في تاريخ واحد أو تواريخ متقاربة خلال فترة قصيرة، وهذه السياسة لا تنبع إلا إذا توقع المستثمر ارتفاعا في سعر الفائدة في المستقبل.

ومن ناحية أخرى، فإن أسعار السندات طويلة الأجل تتقلب أكثر من أسعار السندات قصيرة الأجل؛ لأن المستثمر المتحفظ يحبذ الاستثمار في السياسات قصيرة الأجل، أما السياسة المتحررة فتحبذ الاستثمار في

¹ - كمال بن موسى، مرجع سابق، ص ص 40، 41.

السندات طويلة الأجل؛ لأنها تهيئ الفرصة للحصول على الربح من ارتفاع القيمة السوقية، وهذا في حالة انخفاض سعر الفائدة.

الفرع الرابع: أوجه الاختلاف والاتفاق بين المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار

قد يظن بعض الباحثين ألا وجود لفرق بين المحافظ والصناديق، وذلك لوجود أوجه شبه بينهما، إلا أن هذا لا يمنع أن تكون هناك فروق جوهرية وقانونية بين المحافظ والصناديق، ولهذا، سيتم التطرق إلى أوجه الاتفاق ثم الاختلاف بين المحافظ الاستثمارية والصناديق الاستثمارية.¹

أولاً: أوجه الاتفاق: تتفق المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار في عدة أوجه:

- أسلوبان جديان من أساليب إدارة الأموال.
- تعد كل من المحافظ والصناديق وعاءً لحفظ المال، ولهذا، نجد التعريف اللغوي لكليهما متقارب، ومتشابهان من حيث الغرض؛ وهو حفظ المال، وتحقيق أكبر عائد ممكن بأقل المخاطر.
- تعتمد كل من المحافظ والصناديق إستراتيجية التنوع بين أدوات الاستثمار.
- قابلية وحدات الصناديق والمحافظ الاستثمارية للتداول.
- تتكون كل من المحافظ وصناديق الاستثمار من تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية القابلة للتداول.
- تتولى إدارة كل منهما جهة متخصصة، ومحترفة ذات خبرة في الإدارة المالية.

ثانياً: أوجه الاختلاف: رغم التشابه الكبير بين المحافظ والصناديق الاستثمارية، وجدت بينهما اختلافات تتمثل فيما يلي:

- تختلف المحافظ الاستثمارية عن صناديق الاستثمار من حيث نوعية المستثمر المتعامل معه وإمكانياته المادية، فالمحافظ تعد أسلوباً لإدارة أموال المستثمر الكبير، الذي يسلم أمواله لإحدى شركات التكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية، أما الصناديق فهي أسلوب تجميع وإدارة مدخرات صغار المستثمرين، إما لضيق وقتهم أو نقص خبرتهم في هذا المجال.
- تختلف المحفظة عن الصندوق من حيث أسلوب الإدارة، فالمحفظة تدار بطريقتين، إما أن يتولى المستثمر إدارتها بنفسه -إذا كان خبيراً بمسائل الاستثمار المالي-، أو ينوبه شخص آخر إذا ما افتقد المستثمر عاملي الخبرة والتخصص في ذات المسألة، في حين أن صندوق الاستثمار يدار من خلال مدير متخصص مستقل في الإدارة عن الجهة المالكة للصندوق.
- يمكن لصناديق الاستثمار أن تكون جزءاً من محفظة الاستثمار، ولكنها لا تملك المقومات الأساسية لتكون بديلاً عنها، فالمحفظة في هذا الجانب أعم من الصندوق.
- المستثمر في الصناديق الاستثمارية لا يملك أية سلطة إدارية أو رقابية، ويقتصر دوره على اختيار الصندوق المناسب لأهدافه، بينما يملك المستثمر في المحافظ الاستثمارية سلطة وقراراً خاصة إذا كانت الإدارة تمت بواسطته.

¹ - تم الاعتماد على:

- عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية-، مرجع سابق، ص 145.

- صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص ص 156، 157.

- تتشكل الصناديق الاستثمارية من مجموعة مستثمرين، بينما في المحافظ فإن لكل مستثمر محفظة خاصة به لا يشترك معه أحد فيها، ولذا نجد أن بعض الصناديق مغلقة، وأخرى مفتوحة لأفراد جدد، بينما المحافظ مغلقة لصاحبها فحسب.
- العلاقة في صناديق الاستثمار ثلاثية الأطراف يتمتع كل واحد منها باستقلالية تامة عن الآخر، وهم: المستثمرون شركاء في المال تحكمهم قواعد الشراكة، ومدير الصندوق تحكمه قوانين تلزمه بإتباع سياسة الصندوق، بينما أمين الاستثمار يعد أجيرا، وتكون العلاقة في محافظ الاستثمار ثنائية الأطراف، ولا ينفرد فيها المدير بالاستقلالية إلا بقدر ما يسمح به العميل.
- تتمتع صناديق الاستثمار بشخصية اعتبارية مستقلة عن أصحاب رؤوس الأموال، بينما لا تتمتع محافظ الاستثمار بذلك، ونعني بالشخصية الاعتبارية لصندوق الاستثمار اعتباره شخصا معنويا مستقلا عن الأشخاص المساهمين فيه، وله ذمة مالية مستقلة لاكتساب الحقوق والالتزام بالواجبات.
- لصناديق الاستثمار وحدات استثمارية تطرح للاكتتاب خلال مدة زمنية معينة، أما محافظ الاستثمار فلا يوجد لها نشرة اكتتاب؛ لأنها ذات خدمات استثمارية فردية.
- تقييم وحدات الاستثمار في الصناديق الاستثمارية يكون من قبل المدير الذي ينشر سعر التقييم في الجريدة اليومية، بينما تقييم المحفظة يكون من خلال أسعار الإقفال في السوق.
- لا بد لصناديق الاستثمار من ترخيص من قبل وزارة التجارة بعد موافقة البنك المركزي، ولا يشترط وجود ترخيص للمحافظ الاستثمارية، بل يكفيها ترخيص الشركة التي تعمل على إدارتها؛ لأنها تعد إحدى الخدمات الاستثمارية التي تقوم بها الشركة، فلا تحتاج إلى ترخيص خاص بها.
- لا بد للصندوق الاستثماري من اسم، بينما المحفظة لها رقم حساب خاص تمسكه الشركة.
- لا بد من تحديد عمر الصندوق المرخص على أساسه، بينما عمر المحفظة تنظمه بنود عقد متفق عليه بين الطرفين.
- انتهاء الصندوق يكون بمجالات كثيرة؛ منها: إنهاء المدة المحددة، أو في حال انخفاض الوحدات عن 50% من سعرها في آخر التقييم، أو بموافقة 75% من المشتركين على التصفية، بينما في المحافظ يحق للعميل إنهاء المحفظة في أي وقت شاء.
- وبجوار صناديق الاستثمار توجد عديد الكيانات القانونية، التي تمارس نشاطا مشابها لنشاط الصناديق الاستثمارية في السوق، ومنها: **الشركات الاستثمارية**، والتي يمكن تعريفها ب: بنیان قانوني يأخذ شكل شركة مساهمة، تقوم بدور الوسيط بين المدخرين والمشروعات الصناعية والتجارية، وتعمل على تكوين محفظة من الأوراق المالية، وإدارتها وفقا لمبدأ توزيع المخاطر.¹ ويشترط في هذه الشركات ما يلي:²
 - أن تكون شركة مساهمة أو توصية بالأسهم فقط.
 - ألا يقل رأس مالها عن مبلغ محدد -يختلف المبلغ من دولة لأخرى- مدفوع نصفه على الأقل.
 - أن يتم تأسيسها مستوفية لإجراءات التأسيس التي حددتها هيئة السوق المالية.

¹ -Fanar .J. H, Fanar´S Company Law, Third Edition, Butter Worth ,London,1991 ,P 7.

² -عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاتة، المراجعة الالكترونية في أسواق المال، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014، ص 191.

- أن لا تتناول أي نشاط، خلاف تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية.

-أوجه الشبه والاختلاف بين شركات الاستثمار وصناديق الاستثمار

من خلال التعاريف السابقة لكل من صناديق وشركات الاستثمار، يتضح أنهما يحملان غرضا واحدا؛ ألا وهو تكوين وإدارة المحافظ الأوراق المالية وفق مبدأ توزيع المخاطر، وهذا يوفر الأمن للمستثمرين في كل منها، غير أنه يتمتع على صندوق وشركة الاستثمار القيام بأعمال التمويل، والسيطرة والمضاربة على الصكوك في سوق الأوراق المالية.

وتختلف شركات الاستثمار عن الصناديق من ناحية أن شركة الاستثمار تتخذ شكل شركة مساهمة، وتتمثل حقوق المساهمين فيها في الأسهم التي تصدرها، وهؤلاء المساهمين هم المدخرون الذين قدموا إلى الشركة مدخراتهم غرض تكوين وإدارة حافظة الأوراق المالية، وعلى ذلك، تعد شركة الاستثمار ذات بنية ثنائي الأطراف؛ الشركة شخص معنوي من جهة، والمساهمين شركاء من جهة أخرى.

بينما صندوق الاستثمار بنيانا ثلاثي الأطراف يعتمد على وجود المؤسس والأمين (مدير الاستثمار) والمدخرين؛ وهذا معناه عدم وجود مدير الاستثمار في شركة الاستثمار، وعلى عكس الصندوق تقوم شركة الاستثمار بدور مدير الاستثمار.

وعلى ذلك، يختلف الشكل القانوني لصناديق الاستثمار عن شركة الاستثمار؛ أي تختلف القواعد النظامية التي يخضع لها كل منهما، ورغم ذلك فهما يخضعان لقواعد واحدة؛ خاصة ما تعلق بالجوانب الفنية لتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية بالنظر لوحدة غرضهما، كما تتبع قواعد واحدة أيضا فيما يتعلق بالشروط الواجب توافرها في المدير من حيث الخبرة والكفاءة، أما ما تعلق بمصاريف الإدارة والخضوع لرقابة السلطات المالية في الدولة سواء للبنك المركزي أو هيئة سوق الأوراق المالية.¹

وأخيرا يمكن القول، إن صناديق الاستثمار وليدة مؤسسات مالية تدعى شركات الاستثمار، وهاته الأخيرة جاءت تلبية لحاجات المستثمرين، الذين تتوفر لديهم موارد مالية كافية، تمكنهم من شراء تشكيلة مناسبة من الأوراق المالية، إلا أنهم يحجمون عن ذلك؛ إما لعدم توفر معرفة بالإدارة، مثل: هذه التشكيلة، أو عدم توفر الوقت الكافي لديهم، أو خوفهم من تحمل المخاطر، فأنشئت شركات متخصصة في بناء وإدارة صناديق الاستثمار، تتيح لهم شراء عدد من الحصص -وثائق الاستثمار- في تلك المحافظ بما يتناسب مع ما يتوافر لديهم من موارد مالية.

¹ - محمد علي سويلم، مرجع سابق، ص ص 188، 189.

المبحث الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار

هناك أسلوبان لتقييم أداء صناديق الاستثمار؛ هما: الأسلوب البسيط الذي يناسب المستثمر العادي، والأسلوب المزدوج الذي يناسب المستثمر ذو المعرفة الواسعة بشؤون الاستثمار، إضافة إلى ملائمة بيوت السمسة، التي تقدم خدمات استثمارية لعملائها.

ورغم المزايا التي يحققها المستثمر من استخدام هذين المدخلين، إلا أنه يجب أن يأخذ في الحسبان جوانب أخرى للأداء سنتعرض لها لاحقاً، وقبل أن نلقي الضوء على هذه الأساليب، وجبت الإشارة إلى التقارير المالية، التي تنشرها شركات الاستثمار، والتي تمثل الأساس الذي يقوم عليه التقييم.

المطلب الأول: التقارير المالية والبيانات المنشورة

تقدم التقارير المالية لصناديق الاستثمار معلومات مفيدة، ومفهومة للمستثمرين الحاليين والمرتقبين، لاسيما من يملكون خلفية معقولة عن الأعمال والأحداث الاقتصادية، وتتوافر لديهم الرغبة في دراسة المعلومات المتاحة، حيث يستخدم المستثمرون الأرباح والمعلومات المتعلقة بعناصر القوائم المالية لتقييم أداء الإدارة، وتقدير المخاطرة المتعلقة بالاستثمار.

إن دور التقارير المالية يتطلب تقديم معلومات عادلة ومحايدة وغير متحيزة، ولذلك، فإن المعلومات المضللة تشير إلى مخاطرة أقل مما هو موجود بالفعل، أو معلومات قد تكون موجهة نحو هدف معين، مثل: التشجيع على إعادة توزيع الموارد لصالح شريحة معينة، تؤدي إلى اتخاذ قرارات خاطئة، وبالتالي، الإضرار بمصلحة شريحة واسعة من المستثمرين.

والتقارير المالية لصناديق الاستثمار لا بد أن تكون قابلة للمقارنة على اختلاف أنواعها، واختلاف البلدان الموجودة فيها، ولذلك كانت معايير المحاسبة الدولية هي الأساس المعتمد عليه في إعدادها.¹ وفي مقدمة تلك التقارير* نجد الميزانية العمومية** وقائمة الدخل*** إلى جانب بيانات مالية أخرى، مثل: قائمة الأوراق المالية التي استثمرت فيها موارد الشركة، إضافة إلى تصنيف تفصيلي لتلك الأوراق، وشرح تفصيلي للأرباح والخسائر غير المحققة، والمتمثلة في ارتفاع وانخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية المتضمنة بعض الصناديق، وتحليل لهدف الشركة، وسجلها الاستثماري.

ولا يقتصر الأمر على تلك البيانات، بل عادة ما تتيح الشركة لحملة أسهمها بيانات تكميلية، مثل: القيمة السوقية للأصول وليس قيمتها الدفترية، وهو ما يعني إمكانية حساب قيمة الأصل الصافية للسهم

¹ - ريم وحيد زوباري، التقارير المالية عن صناديق الاستثمار واستخدامها في اتخاذ القرارات الاستثمارية (دراسة تطبيقية)، دكتوراه في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2007، ص 38.

* التقارير المالية: هي الصورة الموجزة عن نتائج المؤسسة الاقتصادية خلال دورة محاسبية معينة، حيث توضح فيها المؤسسة عن جميع المعلومات المرتبطة بأنشطتها، ونتائجها المتحققة خلال الدورة.

** الميزانية العمومية "قائمة المركز المالي": تعد الميزانية المكون الرئيس للقوائم المالية، وهي عبارة عن بيان بالمركز المالي، الذي يوضح الأصول والخصوم، وحقوق الملكية في نقطة زمنية محددة.

*** تعد قائمة الدخل من القوائم المالية التي ينظر لها باهتمام متزايد، حيث تهدف إلى قياس مدى نجاح المؤسسة خلال فترة زمنية معينة، من خلال استغلال الموارد المتاحة لتحقيق الأرباح، ولا تقل هذه القائمة أهمية عن قائمة المركز المالي.

العادي، وذلك بقسمة القيمة السوقية للأصول، بعد استبعاد قيمة الأموال المقترضة، وقيمة الأسهم الممتازة المصدرة على عدد الأسهم العادية، كذلك صافي ربح الاستثمار، الذي يتمثل في قيمة التوزيعات والفوائد، وغيرهم من مصادر الدخل، مطروح منها مصروفات التشغيل، التي هي أتعاب الإدارة وتكلفة البحوث والضرائب الأخرى "غير ضريبة الدخل التي يخضع لها حملة الأسهم أنفسهم".

وكما يبدو، فإن هذه البيانات من شأنها أن تزود حملة الأسهم بمعلومات مفيدة، كما يمكنهم أن يستخلصوا منها مؤشرات أخرى إضافية، وإذا ما توفرت بيانات مقارنة من سنة أو سنوات سابقة، أمكن استخلاص كثير النتائج.¹

وبذلك يمكن القول، إن نجاح صندوق الاستثمار مرتبط بجودة المعلومات المحاسبية المقدمة، وبالإفصاح عن المعلومات، التي تحتويها القوائم المالية السالفة الذكر -الميزانية العمومية وقائمة الدخل-، حتى تكون أكثر فائدة لمستخدميها وللأطراف المعنية، وهو ما يؤكد المطلب الموالي.

المطلب الثاني: دور المعلومات المحاسبية في نجاح صناديق الاستثمار

إن كفاءة أسواق الأوراق المالية ترتبط ارتباطاً وثيقاً بما توفره النظم المحاسبية من معلومات عن الأوراق المالية التي يتم تداولها، وكذا عن الشركات المصدرة لها، ولذا يمكن أن يكون للمعلومات المحاسبية* دور كبير في نجاح وزيادة فاعلية أداء صناديق الاستثمار، وذلك من خلال الآتي²:

- توفير المزيد من الإفصاح في محتويات القوائم المالية لصناديق الاستثمار، واعتبار ما نصت عليه التشريعات في هذا الصدد هو الحد الأدنى.

- إعطاء أهمية خاصة للمذكرات والملاحظات، التي يتم بها تذييل القوائم المالية لصناديق الاستثمار، خاصة ما يتعلق بالطرق والمبادئ المحاسبية، التي يتبعها الصندوق والأصول، والالتزامات المحتملة وحقوق الدائنين، ومالكي الوثائق.

- التوسع في استخدام القوائم والكشوف والبيانات الإضافية، وكذا الملاحق، واعتبار ذلك متمماً للقوائم المالية المنشورة عن صناديق الاستثمار.

- إتاحة التقارير والقوائم المالية لصناديق الاستثمار للمستفيدين منها في الوقت المناسب.

- أن يتوافر في المعلومات الواردة بالتقارير المالية لصناديق الاستثمار الوضوح والقبالية للفهم من قبل مستخدميها.

¹ - تم الاعتماد على:

- منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، مرجع سابق، ص ص 69، 70.

- ريم وحيد زوياري، مرجع سابق، ص 38.

* تمثل المعلومات المحاسبية المخرجات النهائية لنظام المعلومات المحاسبي بعد تغذيته بالبيانات المالية لمعالجتها، وإخراجها في شكل تقارير مالية تؤدي إلى المعرفة العلمية، ومنه، نجد أن العلاقة بين البيانات والمعلومات هي علاقة تكاملية تتابع مترابطة التنسيق، فبمجرد الحصول على البيانات، يتم تجميعها، ثم معالجتها للحصول على المعلومة المحاسبية.

² - عصام عبد الهادي أبو النصر، نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في ضوء الفكر الإسلامي، ندوة: صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل، كلية التجارة، جامعة الأزهر، مصر، 1997/03/22، ص ص 10، 11.

- الإفصاح عن البنود غير العادية؛ كالتغيرات في السياسات المحاسبية والظروف الطارئة، والأحداث اللاحقة لتاريخ الميزانية.

- الإفصاح عن أسس ونسب توزيع الأرباح بين أطراف الصندوق المختلفة.

- الإفصاح عن الأسس التي يتبعها الصندوق في تحميل المخصصات، وكذا عدد حملة الوثائق، ونسبة الأموال المستثمرة، ونسبة الاسترداد.

- الإفصاح عن أتعاب مدير الاستثمار سواء أكانت في شكل نسبة من قيمة المحفظة أم صافي ربح الصندوق.

- الإفصاح عن موارد، واستخدامات الصندوق.

هذه العوامل من شأنها أن تعمل على توفير وترسيخ الثقة والطمأنينة لدى المستثمرين، وكذا الراغبين في الاستثمار، فضلا عن إتاحة الفرصة لهم لاتخاذ قرار التعامل مع هذا الصندوق أو ذلك.^{1**}

المطلب الثالث: طرق تقييم أداء صناديق الاستثمار

يمكن التمييز بين أسلوبين لقياس أداء صناديق الاستثمار؛ هما: الأسلوب البسيط والأسلوب المزدوج (الكمي)، وتعد هذه العملية خطوة هامة يسعى إليها كافة المتعاملين مع تلك الصناديق كالمؤسسين وحاملي الوثائق ومديري محافظ الصناديق، ضف الى ذلك ما لها من تأثير هام على تحقيق الأهداف التي يسعى إليها كل منهم، بالإضافة إلى المهتمين بصناديق الاستثمار بشكل عام، بوصفها من المؤسسات المالية ذات التأثير على سوق الأوراق المالية والاقتصاد الوطني، إضافة إلى أن المستثمر يجب أن يأخذ في الحسبان جوانب أخرى للأداء.

الفرع الأول: أهمية تقييم أداء صناديق الاستثمار

تعد عملية تقييم أداء صناديق الاستثمار ذات أهمية كبيرة للمستثمر الفرد المتعامل بوثائق الصناديق والمستثمر المؤسسي، والاقتصاد الكلي للآتية:²

1- يعد تقييم أداء الصندوق الاستثماري مهما للمستثمر الفردي لمقارنة أداء الصندوق الذي يستثمر فيه بغيره من الصناديق، وهذا لمعرفة:

- أساليب تحقيق مستوى معين للأداء.
 - مدى مساهمة الاستثمار في زيادة (أو على الأقل حماية) ثروته المالية.
 - وهل العائد المحقق منه يبرر الوقت والجهد والتكلفة التي تم إنفاقها؟.
 - ودرجة التزام مدير الصندوق بالسياسات الاستثمارية التي تحقق أهداف الاستثمار.
- وذلك من أجل اتخاذ القرارات المناسبة للتغير في حالة عدم تحقيق النتائج المتوقعة.

** تجدر الإشارة إلى أن عبء الإفصاح المالي والمحاسبي لا يقع على عاتق المحاسب الذي يعد المعلومات المالية والمحاسبية أو المراقب، الذي يضيف الثقة عليها، وإنما يقع أيضا على عاتق الجهة الرقابية؛ المتمثلة في هيئة السوق المالية، التي يتعين عليها التحقق من مدى الوفاء بالمعلومات التي يحتاج المستثمرون لها، من حيث النوع والكم والوقت.

¹- نفس المرجع السابق، ص 11.

²- أحمد حسن خضر، مرجع سابق، ص 43.

2- يهتم المستثمر المؤسسي بتقييم أداء الصندوق الاستثماري، سواءً أكان هذا المستثمر هو المؤسس للصندوق أم المتعامل معه، ففي حال كونه مؤسساً له سيهتم بتقييمه لأسباب الموائية:

* الحاجة لتقييم أداء مدير الصندوق الاستثماري، الذي عهد إليه إدارة الصندوق الاستثماري، الذي تم تأسيسه واختيار السياسات الاستثمارية التي يطبقها ومدى تحقيقه للأهداف المعلن عنها.

* معرفة القيمة المضافة التي ساهم فيها المدير الاستثماري في تنفيذ الخطة الاستثمارية للصندوق ككل.

* تحديد التكلفة المترتبة على فرض قيود معينة تحد من قدرة مدير الاستثمار على إدارة الصندوق.

وفي حالة كونه متعاملاً، فشأنه شأن المستثمر الفرد يستطيع هذا خلال تقييم أداء الصناديق

الاستثمارية المفاضلة بين الصناديق، التي سيقوم بتوجيه استثماراته نحوها.

3- تظهر أهمية تقييم أداء صناديق الاستثمار على مستوى الاقتصاد الوطني من حيث حاجة الاقتصاد

إلى تشجيع الاستثمار غير المباشر في سوق الأوراق المالية بصفة عامة، وفي صناديق الاستثمار بصفة

خاصة، لما تمثله هذه الصناديق من أداة استثمارية ملائمة لقاعدة عريضة من صغار المستثمرين،

وضرورة تحويل المدخرين إلى مستثمرين بتلك الصناديق، بجانب ما تمثله هذه الصناديق من أهمية

لكونها شريكا أساسيا في حجم التعاملات اليومية بالبورصة.

وعند تقييم أداء صناديق الاستثمار من المفيد الأخذ بالحسبان الاعتبارات الآتية:¹

- **استقرار الأداء سنة بعد أخرى:** يعد في درجة الأهمية نفسها إن لم يكن أكثر أهمية من الأداء الكلي

لعدد أكبر من السنوات، وبالإضافة إلى ذلك فعند فحص بيانات الأداء السنوية يجب على المستثمر

المرتقب أن يقرر ما إذا كانت النتائج التي تحققت إدارة الصندوق ترجع إلى الاختيار الموفق أو الرديء

للأوراق المالية، وما إذا كانت هناك ورقة مالية أو اثنتان التي تتكون منها المحفظة هي السبب الرئيسي

وراء النتائج التي يحققها الصندوق.

- **الأداء السابق:** هو مؤشر جيد لاتخاذ القرار المرتبط بالاستثمار في الصناديق الاستثمارية، ولكنه

مرشد فقط، إذ نجد أنه ليس هناك سبب ضروري لأن يعاد أداء الماضي في المستقبل، وبالتالي، فإن

النصيحة قد تكون شراء وثائق في عدد من صناديق الاستثمار المتميزة في أدائها، والتي تكون أهدافها

متفقة مع أهداف المستثمر بدلا من ربط أموال المستثمرين كلها بصندوق واحد.

- **أهداف صناديق الاستثمار على النحو المبين في النشرات والكتيبات التي تصدرها نشرات الإصدار قد**

تضع تأكيدا كبيرا على النمو بالمقارنة مع جوانب الدخل الجاري، وقد غير كافٍ من الأمان بجوانب

المخاطرة، ويجب على المستثمر أن يزن هذه الاعتبارات على ضوء ظروفه وأولوياته وإمكانياته.

الفرع الثاني: الأساليب المستخدمة في تقييم أداء الصناديق الاستثمارية

تمثل عملية تقييم صناديق الاستثمار أمرا ضروريا بالنسبة لكل من إدارة الصندوق والمستثمرين،

فإدارة الصندوق يهتما الوقوف على نتائج أداء الصندوق حتى يمكن تحديد الأساليب المزمع استخدامها

¹ - ملاذ خلف الله حسن إبراهيم، مرجع سابق، ص 38.

لتطوير أدائه في المستقبل، وبالنسبة للمستثمرين فيمكنهم تقييم الصناديق من الاختيار بين الصناديق المختلفة المتاحة في السوق.

أولاً: أسس قياس وتصنيف أداء مدير المحفظة الاستثمارية

1- أسس قياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية: لقياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية لابد من الأخذ بعين الاعتبار عدة مبادئ¹:

1- إن قياس القيمة الصافية لأصول المحفظة يجب أن يتم على أساس القيمة السوقية، وليس على أساليب تكلفتها التاريخية.

2- أن تتم مقارنة الأداء الفعلي والمتوقع من هذه الاستثمارات، وذلك وفق آلية السوق المالية بعد أخذ حساسية أصول المحفظة ممثلة بمعامل بيتا للمحفظة بعين الاعتبار.

3- يجب أن تتم عملية التقييم والأداء في إطار مراعاة عنصري العائد والمخاطرة.

4- كلما طالت الفترة الزمنية التي تنقضي بين عملية التقييم والتي يليها، كلما زادت النتائج دقة وموضوعية.

5- أن تتم مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية بأداء السوق المالي ككل مقاساً بأحد الأرقام القياسية أو المؤشرات المالية المتعارف عليها (مؤشر Dow Jones، مؤشر Standard & Poor....).

2- تصنيف أداء مدير المحفظة: يمكن تصنيف أداء مدير المحفظة ضمن إحدى المستويات الآتية:²

1- أداء جيد: يكون أداء مدير المحفظة جيداً عندما يكون عائد المحفظة أعلى من خط السوق.

2- أداء مقبول: يكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية مقبولاً عندما يكون عائد المحفظة على خط السوق.

3- أداء غير مقبول: يكون أداء مدير المحفظة الاستثمارية غير مقبول عندما يكون عائد المحفظة تحت خط السوق.

أما الأداة المستخدمة في هذا التصنيف فهي ما يعرف بمعادلة خط السوق؛ الذي يمثل العلاقة بين المتوسط والعائد على الاستثمار في السوق، ومتوسط المخاطرة المرجحة، ويمكن صياغة المعادلة كما يلي:³

$$R_p^* = R_F + \alpha S_p^*$$

حيث:

R_p^* : معدل العائد المرجح للمحفظة، R_F : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

α : معامل المقايضة بين العائد والمخاطرة، S_p^* : المخاطر المرجحة للمحفظة.

ويتم تصنيف أداء المدير بموجب ما تقدم على النحو الآتي بيانه:

* إذا كانت R_p^* مساوياً تماماً للعائد المحدد وفق معادلة خط السوق يكون أداءه مقبولاً.

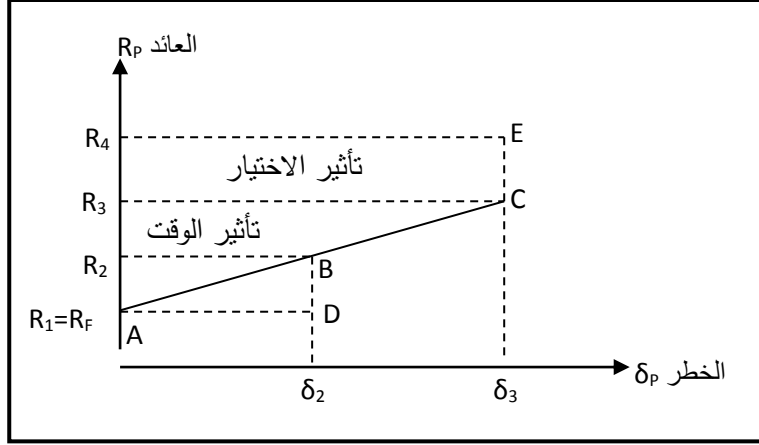
¹- محمد مطر، مرجع سابق، ص ص 139، 140.

²- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص 223.

³- محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 186.

* إذا كان R_p^* أكبر من العائد المحدد وفق معادلة خط السوق يكون أداءه جيدا.
 * إذا كان R_p^* أقل من العائد المحدد وفق معادلة خط السوق يكون أداءه ضعيفا وغير مقبول.
 ويمكن توضيح كيفية الاستفادة من معادلة خط السوق في تصنيف أداء مدير المحفظة من خلال الشكل الموالي:

شكل رقم: (5.2): تصنيف أداء المدير.



المصدر: محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص 188.

يتضح من الشكل ما يلي¹:

- أن الخط: ABC يمثل خط أداء السوق، والذي يبدأ من النقطة A التي تمثل العائد الخالي من المخاطرة R_F .

- أداء مديري المحفظة A مقبول؛ لأنه استطاع تحقيق R_1 والذي يمثل العائد الخالي من المخاطرة.

- كما أن أداء مدير المحفظة B هو الآخر مقبول؛ لأنه حقق العائد R_2 بمخاطر مقبولة هي S_2 ، كما أن أداء مديري المحفظة C هو الآخر مقبول طالما أنه يمكن من تحقيق العائد R_3 وفقا للمخاطرة المقبولة لمستوى هذا وهي S_3 .

- أما أداء مدير المحفظة D فهو غير مقبول؛ لأنه لم يحقق سوى العائد R_1 وذلك بمستوى مخاطرة S_2 علما بأنه من المفروض أن يحقق معدل العائد نفسه، ولكن بدون أي مخاطرة.

- وبالمقابل فإن أداء مدير المحفظة E كان جيدا؛ لأنه تفوق على أداء السوق محققا العائد R_4 بمستوى مخاطرة S_3 فقط.

- بمقارنة أداء مديري المحافظتين B و C يمكن إرجاع الفرق في الأداء الذي حققه المستثمر E عن C بما يعرف بتأثير إدارة المحفظة، وذلك بفضل عاملين²:

أ- تأثير التوقيت: ويعني أن مدير المحفظة B قد استغل التوقيت الجيد لبيع وشراء الأوراق المالية، حيث يتم الاحتفاظ بالأوراق المالية ذات الخطورة العالية في حالة الراج، والتخلص من الأوراق المالية ذات

¹- نفس المرجع السابق، ص 189.

²- غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 224.

الخطورة القليلة لتكون الأوراق المالية في المحفظة الاستثمارية أكثر حساسية في الرواج الاقتصادي، وفي حالة الكساد يحدث العكس حيث يتم التخلص من الأوراق المالية الأكثر خطورة، والاحتفاظ بالأوراق المالية الأقل خطورة من أجل تخفيض الخسائر، والمحافظة على وضع المحفظة كما هو.

ب- الاختيار: وهو اختيار السهم الذي يحقق عائدا أعلى من معدل عائد السوق بشكل عام من طرف مدير المحفظة.

ثانيا: نماذج تقييم أداء صناديق الاستثمار

هناك عديد الأساليب التي يتم من خلالها التعرف على أداء الصناديق الاستثمارية، نحاول التعرض لها بنوع من التفصيل في هذه النقطة من المبحث.

1/ النموذج البسيط: يناسب هذا الأسلوب المستثمر الذي لا يملك دراية كافية باستثماراته، وذلك لسهولة الأسلوب، إضافة إلى توفر البيانات المالية عن أداء الصناديق اللازمة لتطبيق الأسلوب البسيط، حيث تنشر صناديق الاستثمار المفتوحة بيانات دورية عن قيمة الأصل الصافية للسهم، وكذلك الأرباح الموزعة لكل صندوق، وتعد هذه المعلومات كافية لحساب قيمة معدل العائد على الاستثمار في ظل الأسلوب البسيط، وذلك من خلال استخدام المعادلة الآتية¹:

$$T_n = \frac{(P - P_1) + R_i + R}{P}$$

حيث إن:

T_n : العائد على الاستثمار، P : قيمة الأصل في بداية الفترة، P_1 : قيمة الأصل في نهاية الفترة.
 R_i : الأرباح الإيرادية خلال الفترة، R : الأرباح الرأسمالية خلال الفترة، $(P - P_1)$: الأرباح الرأسمالية.
 وعلى المستثمر القيام بمقارنة العائد على الاستثمار، الذي حققه الصندوق الذي يستثمر فيه أمواله مع معدل العائد على الاستثمار لصناديق أخرى مماثلة.

2/ النموذج المزدوج: (الكمي): يعاب على الأسلوب البسيط في تقييم صناديق الاستثمار، تركيزه على العائد دون أن يأخذ بعين الاعتبار المخاطرة في الحساب، فقد يحقق صندوق ما عائدا أكبر من العائد الذي يحققه صندوق آخر، غير أن الزيادة في العائد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قد ينطوي عليها الاستثمار فيه مقارنة بالصندوق الثاني، ولتجنب ذلك، فقد اقترحت بدائل لقياس مستوى أداء صناديق الاستثمار تأخذ في الحساب كل من العائد والمخاطرة، وأطلق عليها الأساليب المزدوجة²، ومن أهم هذه النماذج ما يلي:

1-2 نموذج شارب: (أسلوب المخاطر الكلية): قدم وليم شارب هذا النموذج سنة 1966 لقياس أداء محفظة الأوراق المالية لصناديق الاستثمار، ويمكن حسابه خلال فترات طويلة، وليس كما في النموذج البسيط الذي يحسب على أساس فترات قصيرة.

¹ - قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص ص 227، 228.

² - حنفي عبد الغفار، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 169.

ويوصف معيار شارب بأنه يمثل نسبة المكافأة في التقلب، ويقصد بالمكافأة الفرق بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطرة، وتتسبب هذه المكافأة إلى التقلب لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية¹، لذلك يقاس أداء المحافظ الاستثمارية، بواسطة الأنموذج الرياضي الآتي²:

$$T_n = \frac{E(R_i) - R_F}{\sigma}$$

حيث:

T_n ، قيمة المؤشر، $E(R_i)$: العائد على الاستثمار، R_F : العائد الخالي من المخاطر.
 σ : الانحراف المعياري لمعدل العائد على استثمارات الصندوق، وهو يعبر عن المخاطر الكلية لاستثمارات الصندوق.

2-2- نمودج ترينور (أسلوب المخاطر المنتظمة): يقوم هذا الأنموذج على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطرة غير المنتظمة، ويفترض التنوع الجيد للمحفظة، وبالتالي، يتم القضاء على المخاطر غير المنتظمة (مخاطر الشركة)، وقياس المخاطر النظامية (مخاطر السوق) باستخدام معامل B مقياساً لمخاطر المحفظة (المخاطر المنتظمة للمحفظة)، بدلاً من الانحراف المعياري، الذي يقيس المخاطر الكلية للمحفظة³.

$$T = \frac{R_P - R_F}{B}$$

ويمكن صياغة معادلة الأنموذج على النحو الموالي⁴:

حيث:

T : قيمة المؤشر، R_P : تمثل معدل العائد على الاستثمار للصندوق،
 R_F : معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، B : معامل بيتا.

$$B = \frac{\text{cov } R_p R_m}{\delta m^2}$$

حيث:

R_m : عائد السوق، δ_m : الانحراف المعياري لعائد السوق، B : مقياس مخاطر السوق.

وفيما يتعلق بأهم الاختلافات بين المؤشرين (شارب وترينور) نجد ما يلي⁶:

1- مقياس شارب يعتمد على الانحراف المعياري (δ)؛ أي المخاطر الكلية؛ وهو ما يعني أن الصندوق لم يتخلص من المخاطر غير النظامية.

¹ - غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 227.

² - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص 238.

³ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص 24.

⁴ - إلياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، العراق، المجلد 04، العدد 07، 2011، ص 321.

⁵ - عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية-، مرجع سابق، ص 162.

⁶ - موسى شقيري نوري، صالح ظاهر الزرقان، وسيم محمد الحداد، مهند فايز الدويكات، إدارة الاستثمار، دار المسيرة، الأردن، 2012، ص 201.

2- مقياس ترينور يعتمد على المخاطر النظامية؛ وهذا يعني أن الصندوق قد تخلص من المخاطر غير النظامية من خلال التنويع.

2-3- مقياس جنسن: يسمى هذا المقياس أيضا جنسن ألفا العائد التفاضلي لجنسن، ويعتمد على أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM¹، الذي يقوم على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد:²

➤ الأول: يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي.

➤ الثاني: يتمثل في حاصل ضرب المعامل B في الفرق بين متوسط عائد السوق، ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، والتي يطلق عليها علاوة خطر السوق.

وكما أشرنا أعلاه فإن أنموذج جنسن يعتمد على أنموذج تسعير الأصول الرأسمالية Modèle d'évaluation des Actif financier واختصارا MEDAF والانجليزية Capital Asset Pricing model أو اختصارا CAPM.

وينطلق هذا الأنموذج من فرضية أن المستثمرين يملكون المعلومات الضرورية لاتخاذ القرارات، ويمتازون بالرشد، وهو الأمر الذي يتيح لهم تعظيم منافعهم أو تعظيم عوائدهم الناتجة عن توظيف أموالهم، ومن جهة أخرى يسعى هؤلاء المستثمرين إلى تخفيض المخاطر الكلية المرتبطة بتوظيفاتهم، وبذلك فإن، أنموذج تسعير الأصول الرأسمالية يربط بين العائد المطلوب على الأصول المختلفة (أسهم عادية مثلا) وبين المخاطر المنتظمة (السوقية)؛ التي لا يمكن تجنبها بالتنويع بفرض أن يتم ذلك في أسواق مالية تعمل بكفاءة معقولة، وبذلك يدرس هذا الأنموذج العلاقة بين عائد الورقة ومخاطرها، كما يقوم بدراسة العلاقة بين عائد المحفظة ومخاطرها³.

وعلى ذلك يمكن صياغة أنموذج جنسن بالمعادلة الآتية:⁴

$$\alpha = (R_p - R_F) - B(R_M - R_F)$$

حيث:

R_p : عائد الصندوق، R_F : معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر، R_M : عائد السوق.

وتشير المعادلة الى أن معامل α إما أن يكون موجبا؛ وهو يعني الأداء الجيد للمحفظة، أو أن يكون سالبا؛ وهذا معناه الأداء السيئ للمحفظة، أما إذا كان معامل α يساوي الصفر؛ فيشير ذلك إلى عائد التوازن، حيث لا يختلف في الواقع عائد المحفظة عن عائد السوق.

¹- إلياس خضير الحمدوني، مرجع سابق، ص 322.

²- فتيحة كحلي، مرجع سابق، ص ص 44، 45.

³-سمية بلعيد، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، 2013، 2014، ص ص 98، 99.

⁴- Abd Karim Rahimie, Analying the Characteristics and Performance of Islamic Funds: A critical Review of the Malaysian, Case, Doctorat thesis, Durham University, Malaysia, 2010, P 150.

2-4- نموذج فاما 1972 fama: بعد الأعمال التي قدمها ترينور، شارب وجنسن، قام فاما باقتراح أسلوب آخر لتقييم أداء مديري الاستثمار: يقوم على تقسيم الأداء إلى عناصر، وتحديد قيم مساهمة كل عنصر في العائد على المحفظة على حدى على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات المخاطرة، ويفترض هذا النموذج وجود سوق مالي كفاء تعكس أسعار الأسهم فيها جميع المعلومات،

$$ER_p = R_F + \left[\frac{R_M - R_F}{\sigma_M} \right] \text{COV} \left[\frac{E_R - R_F}{\sigma_M} \right]$$

وتوصل فاما إلى النموذج الآتي:¹

حيث: ER_p : العائد المتوقع للمحفظة.

2-5- نموذج الأداء المعدل بالمخاطر (RAP) "Risk adjusted Performance": قدم (Leath & France Modigliani 1997) مؤشرا أطلق عليه أنموذج الأداء المعدل بالمخاطر، ويسمى أيضا أنموذج (M^2) نسبة إلى الأحرف الأولى من اسميهما، حيث إن مقياس شارب ويرينور مقياس جيدة عند تقييم أداء صناديق الاستثمار، بينما يصبح تقييم أداء صندوق استثماري واحد باستخدام هذه المقياس أمرا صعبا، حيث إن مقياس الأداء المعدل بالمخاطر، هو مقياس مبنٍ على أساس حساب النقاط الأساسية للمحفظة، وهو ما يجعل إمكانية تقييم المحفظة الاستثمارية أمرا سهلا، ويمكن صياغة معادلته كما يلي:

$$RAP = R_F + (\bar{R}_p - R_F) \left[\frac{\delta_m}{\delta_p} \right]$$

حيث:

RAP : معدل الأداء المعدل بالمخاطر، R_F : معدل العائد الخالي من المخاطر،
 \bar{R}_p : متوسط عائد المحفظة، δ_m : الانحراف المعياري لمخاطر محفظة السوق،
 δ_p : الانحراف المعياري لمخاطر المحفظة محل التقييم.

ويعكس المقدار $\left(\frac{\delta_m}{\delta_p} \right)$ العلاقة النسبية بين مخاطرة محفظة السوق، ومخاطر المحفظة محل التقييم.

بينما يشير $(\bar{R}_p - R_F)$ إلى مقدار العائد الإضافي، الذي تحققه المحفظة محل التقييم من سندات حكومية خالية من المخاطر.

أما الجديد الذي قدمه مؤشر RAP فيتمثل في إضافة العائد الخالي من المخاطرة إلى أداء المحفظة، باعتبار أن المستثمر سوف يحصل على هذا العائد في أسوأ الافتراضات إذا ما قرر عدم استثمار أمواله في المحفظة مع تفضيل الاستثمار الخالي من المخاطرة في أوراق مالية حكومية².

¹- Anderson Sethc, Ahmed Parvez, Mutal funds-fifty years of Research Findings, Springer, United states of America, 2005, P 20.

²- جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 25.

ويمكن استخدام مقياسين أو أكثر من المقاييس الواردة أعلاه لقياس أداء الصندوق، خاصة عند المقارنة بين أداء أكثر من صندوق لغايات اتخاذ قرار الاستثمار، وقد يفضل استخدام إحداها في صناديق معينة دون غيرها وفق ما يراه المحلل في طبيعة الأصول، ونوع الصندوق قيد البحث.

3- جوانب أخرى في مقياس الأداء: إلى جانب معدل العائد على الاستثمار، ومؤشرات الأداء التي تقيس أداء الصندوق وفقا لمعيارى العائد والمخاطرة، ثمة جوانب أخرى لتقييم أداء الصندوق ينبغي الوقوف عليها، ونقصد بها مدى إمكانية المحافظة على مستوى المخاطر المحددة في هدف إنشاء الصندوق، والتأكد من ملائمة مستوى التنوع، والتأكد من تحقيق عائد ملائم، إضافة إلى الوقوف على حجم التكاليف التي يتكبدها المستثمر، ومدى تأثيرها على العائد الذي يحققه، ويمكن إيجاز هذه الجوانب فيما يلي¹:

3-1- المحافظة على مستوى المخاطر: يبين مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطرة، التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق، وذلك بالمقارنة مع مستوى المخاطرة المحددة في الهدف من إنشائه.

3-2- قياس مستوى التنوع: من بين الأسباب المشجعة لشراء أسهم شركات الاستثمار ذات المستوى العالي للتنوع الذي تتسم به تشكيلات الأوراق المالية التي تتضمنها صناديق الاستثمار، فأسهم شركات الاستثمار عادة ما تمثل الجانب الأكبر من استثمارات بعض الأفراد، الأمر الذي يجعل من الأهمية ضرورة الاطمئنان على أن تشكيلة الأوراق المالية، التي يتضمنها الصندوق على مستوى عالٍ من التنوع.

3-3- قياس متوسط العائد: قد يكون من الملائم الاطمئنان على مدى ملائمة معدل العائد على الاستثمار، الذي يتولد عن الصندوق، وقد يتم ذلك بمقارنة متوسط العائد عن الصندوق مع متوسط العائد لأحد المؤشرات المعروفة مثل: (Dow Jones) أو مؤشر (Standard Poor's).

3-4- قياس التكاليف: هناك نوعان من التكاليف يصاحبان صناديق الاستثمار، النوع الأول: هو التكاليف المباشرة التي يمكن قياسها، ويقصد بها أتعاب الإدارة والمصاريف الإدارية، وعادة ما تكون هذه التكاليف منشورة. أما النوع الثاني: فهو تكاليف المعاملات (تكاليف غير مباشرة)، وتتقسم بدورها إلى تكاليف يمكن قياسها وأخرى يصعب قياسها، ويقصد بالتكاليف التي يسهل قياسها؛ عمولة السمسرة وعادة ما تتوافر عليها بيانات منشورة، أما التكاليف التي يصعب قياسها؛ فهي هامش ربح بيع وشراء السهم، إضافة إلى التأثير الذي تحدثه الصفقات الكبيرة بيعا أو شراءً على القيمة السوقية للسهم.

¹- تم الاعتماد على:

²- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مذكرات في الأسواق والمؤسسات المالية، مؤسسة شباب الجامعة للطباعة والنشر، مصر، 1995، ص ص 398، 399.

- منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق المال، دار المعرفة الجامعية، مصر، 2014، ص ص 177، 179.

الخلاصة:

- من خلال هذا الفصل تطرقنا إلى مجموعة من النقاط البحثية المتعلقة بالصناديق الاستثمارية بوصفها أسلوباً استثمارياً حديثاً في إدارة المدخرات والأموال، حيث توصلنا إلى:
- 1- صناديق الاستثمار عبارة عن أوعية استثمارية تنشئها شركات الاستثمار أو المؤسسات المالية بغرض تجميع الأموال من مختلف المدخرين، لتوجيهها إلى جهات خيرة لاستثمارها في أوراق مالية متعددة تعود بعائد معتبر، وأقل مخاطرة لكلا الطرفين.
 - 2- يعتمد تصنيف صناديق الاستثمار على مجموعة من المعايير، إذ تختلف صناديق الاستثمار باختلاف هيكلها التمويلي، مكونات محفظتها وأهدافها المقررة، ويرجع هذا الاختلاف إلى تعدد رغبات وأهداف المستثمرين، بالإضافة إلى تجدد الأدوات الاستثمارية في سوق المال، وتغير البيئة الاستثمارية من بلد لآخر.
 - 3- تسعى صناديق الاستثمار بوصفها أداة جديدة من أدوات الاستثمار إلى تحقيق أهداف المدخرين وأصحاب الأموال على اختلاف ميولهم، وتتمثل هذه الأهداف فيما يلي:
 - * تحقيق أرباح رأسمالية لأصحاب الأموال، ودخل دوري مناسب للمدخرين. * الوفاء بمتطلبات السيولة.
 - * المحافظة على رأس المال وتنميته * التقليل من مخاطر الاستثمار.
 - 5- صناديق الاستثمار الإسلامية هي صناديق تستخدم أموالها في استثمارات حقيقية، وفي عمليات مباشرة، مبنية على المضاربة الشرعية، ومجالات أخرى: كالتأجير، السلم... إلخ، وإذا ما تطرقنا إلى أهم الفروقات أو الاختلافات الموجودة بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية، وجدناها تتمثل أساساً في: مجالات الاستثمار، صيغ التمويل (الأدوات الاستثمارية) وكذا في وجود هيئات للإفتاء والرقابة الشرعية على هذه الصناديق.
 - 6- تبعاً لاختلاف أنواع صناديق الاستثمار (التقليدية والإسلامية) وأهداف المستثمرين، تختلف السياسات الاستثمارية المتبعة من أجل ذلك، حيث نجد: السياسة المتحفظة، الهجومية والمتوازنة، ويتحمل المستثمر في هذه الصناديق التكاليف عند الاكتتاب أو الاسترداد.
 - 7- تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال جذب المزيد من المستثمرين للاستثمار في الأسواق المالية، وتقوم هذه الصناديق بدور فعال في زيادة حجم الاستثمارات المتاحة للاستثمار في أسواق الأوراق المالية، وبدور مهم في توجيهه، وترشيد استثمارات المستثمرين، والتأثير على قراراتهم في البيع والشراء في أسواق الأوراق المالية، ويمكن زيادة دور صناديق الاستثمار في توجيه الاستثمارات إذا ما تم الاهتمام بها من الناحية التشريعية والرقابية.
 - 8- من أجل تقييم أداء صناديق الاستثمار وُجدت مجموعة من الأساليب، والطرق البسيطة والمزدوجة، تسمح بقياس قيمة الوحدات الاستثمارية للصندوق، وبالتالي المساعدة على تحليل وتقييم أداء الصناديق والمفاضلة بينهما، وبالتالي تفضيل الصندوق الذي يعود بأكبر عائد وأقل مخاطرة.

الفصل الثالث:

دراسة تحليلية قياسية لدور صناديق الاستثمار
في تنشيط سوق الأوراق المالية - دراسة حالة
صناديق الاستثمار السعودية.-

تعد المملكة العربية السعودية أول دولة عربية خاضت تجربة إنشاء صناديق الاستثمار في عام 1992، لما لها من دور كبير في جذب المدخرات من المدخرين والمستثمرين الصغار لاستثمارها داخل الأسواق المالية، فضلا عن رغبة الدولة في تطوير أسواقها المالية، وزيادة مستوى كفاءتها، وذلك للدور المهم في تمويل الاستثمارات المحلية والإسهام في دفع عجلة التنمية الاقتصادية نحو التقدم. ومنذ ذلك الحين، عملت البنوك التجارية على إنشاء عديد الصناديق الاستثمارية المتنوعة نتيجة لنجاح هذه التجربة في المملكة العربية السعودية، وبالرغم من الأزمة التي ضربت سوق الأسهم السعودي عام 2006 والمؤدية إلى انهياره، إلا أن صناديق الاستثمار أخذت بالزيادة في طرحها بالرغم من تراجع أصولها بسبب الأزمة، وعلى هذا الأساس قام نظام السوق المالي السعودي بإصدار مرسوم ملكي نصّ على نقل الإشراف على الصناديق من مؤسسة النقد العربي السعودي إلى هيئة السوق المالي، وجاء هذا القرار نتيجة حرص الهيئة على وضع أسس ومعايير سليمة من أجل تطوير أداء صناديق الاستثمار داخل المملكة.

وعليه، فقد خُصص هذا الفصل لدراسة أهم التطورات التي حققتها صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي، وبيان مدى تأثيرها على أداء السوق عن طريق دراسة المتغيرات المستقلة الرئيسية، والمتمثلة في (إجمالي عدد الصناديق الاستثمار، إجمالي أصول الصناديق، عدد المشتركين في الصناديق) ومدى تأثير هذه المتغيرات على المؤشرات التابعة للسوق المالي السعودي، المتمثلة في (القيمة السوقية، عدد الأسهم المتداولة، المؤشر العام للأسعار ومعدل الدوران)، وذلك باستخدام البرنامج الإحصائي Eviews10 لتحليل معامل الارتباط بين المتغيرات، كما تم استخدام طريقة المربعات الصغرى لتقدير معلمات النموذج التي يمكن من خلالها معرفة مدى أثر المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة. ومن أجل الإحاطة أكثر بهذه الصناديق ودورها في سوق الأسهم السعودي، تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: تقديم سوق الأسهم السعودي

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي

المبحث الثالث: قياس أثر نشاط صناديق الاستثمار على تنشيط سوق الأوراق المالية - دراسة حالة صناديق الاستثمار السعودية-

المبحث الأول: تقديم سوق الأسهم السعودي

يعد سوق الأسهم السعودي من أنشط الأسواق العاملة في منطقة الشرق الأوسط، وبالتالي، فإن إنشاء هذا السوق ضرورة أمثلتها مجموعة ظروف اقتصادية واجتماعية لما له من دور في تحقيق متطلبات التنمية الاقتصادية والاجتماعية، سواء أكان ذلك من حيث القيمة السوقية وحجم التداول في الشركات المدرجة ضمن السوق، أو من خلال الإفصاح والشفافية التي تسود تعاملاته.

المطلب الأول: لمحة تاريخية عن نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي

مرّ سوق الأسهم السعودي في نشأته وتطوره بعدد المراحل حتى وصل للصورة التي هو عليها الآن، كما تسعى هذه السوق إلى تحقيق مجموعة من الأهداف.

الفرع الأول: مراحل تطور سوق الأسهم السعودي

يعد نظام الشركات الصادر سنة 1965 وتعديلاته هو المصدر الوحيد الذي ينظم إصدارات الأوراق المالية وتداولها في سوق الأسهم السعودي، أما السوق الثانوية فهي تخضع للقواعد التنفيذية التي صدرت عام 1983، والتي بموجبها يتم تنظيم عملية تداول أسهم الشركات عن طريق المصارف التجارية¹. تعود البداية التاريخية لسوق الأسهم السعودي إلى سنة 1934 حين أنشأت أول شركة مساهمة سعودية وهي الشركة العربية للسيارات تلتها ثلاث شركات كهرباء، وفي عام 1954 تم تأسيس شركة الاسمنت العربية²، وفيما يلي نعرض تطورا تاريخيا لأهم المراحل التي مرّ بها سوق الأسهم السعودي:

*** المرحلة الأولى: البداية 1954 - أوائل الثمانينات:** بلغ عدد الشركات المساهمة خلال الفترة (1954-1975) أربعة عشر (14) شركة برأسمال بلغ 7.1 مليون ريال وحتى نهاية السبعينيات الميلادية كان معظم تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة³.

* المرحلة الثانية: أوائل الثمانينات - 2000: تميزت هذه المرحلة بما يلي:

- تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم سنة 1983، وصدور مرسوم ملكي بإنشاء لجنة رقابية وزارية على سوق الأسهم، وعليه، تشكل هيكل السوق المالي السعودي⁴.

- في عام 1984 أصدرت مؤسسة النقد السعودي تعميما يوضح أسلوب تداول الأسهم في السوق السعودية، وعُهد إلى ثلاثة أجهزة رئيسية إدارة تلك العمليات⁵:

¹ - رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص 213.

² - وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 200.

³ - أحمد حسن محمود عربيات، أثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات السوق المالي السعودي، أطروحة دكتوراه في المصارف الإسلامية، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، 2017، ص 94.

⁴ - رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص 213.

⁵ - فهد بن محمد النفيعي، الحماية الجنائية للسوق المالي السعودي دراسة تحليلية مقارنة، أطروحة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة دكتوراه الفلسفة في العلوم الأمنية، قسم العدالة الجنائية، كلية الدراسات العليا، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، المملكة العربية السعودية، بدون سنة، ص 111.

- 1- وزارة التجارة: تتولى العناية بتنظيم السوق الأولي للإصدار وتسجيل الشركات وعمليات طرح الأسهم للاكتتاب العام والخاص، وزيادة رأس مال الشركات وغيرها.
- 2- وزارة المالية: هي الجهة الرقابية على أعمال مؤسسة النقد التي تقوم بدور هام في ممارسة الرقابة على سوق الأسهم من الناحيتين التشغيلية والوظيفية.
- 3- مؤسسة النقد العربي السعودي: تتولى من خلال إدارتها المختصة مسؤولية الإشراف والرقابة على سوق الأسهم السعودي.

وفي عام 1990 تم العمل بنظام آلي للتداول، وهو أول نظام إلكتروني في العالم حيث تم تطبيق نظام ESIS أو ما يعرف بالنظام الآلي لمعلومات الأسهم وهو نظام إلكتروني يختص بالتداول والقيام بعمليات المقاصة والتسوية، والذي أصبح نتيجة لذلك أول سوق إلكتروني في منطقة الشرق الأوسط، وأصبحت عملية تنفيذ الصفقات تتم في لحظات، وتتم التسويات في نفس اليوم، واستمر العمل به حتى أواخر سنة 2001.¹

***المرحلة الثالثة: أواخر 2001-2005:** في أواخر سنة 2001 وبالتحديد في 2001/10/06 تم تبني نظام تداول جديد سمي باسم تداول وهو نظام إلكتروني متكامل للتداول والتسوية والمعلومات حيث يقوم بربط وحدات التداول المركزي بالبنوك (وهي الجهات التي تقوم بدور السمسار في صناعة تداول الأسهم في المملكة) بالحاسب المركزي في مؤسسة النقد، مما يمكن الوسطاء في هذه الوحدات من إدخال أوامر العملاء مباشرة في النظام.²

وبهدف تنظيم السوق المالية في المملكة على أسس حديثة تواكب التطور الاقتصادي، وتعزيز ثقة المستثمرين وتوفير المزيد من الشفافية والإفصاح والعدالة في معاملات الأوراق المالية، تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ: 2003/07/31، وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري ترتبط مباشرة برئيس الوزراء، وتتولى الإشراف على تنظيم السوق المالي وتطويره وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية.³ وفي عام 2005 عززت الهيئة من توفير البيانات والمعلومات، واستخدام قنوات حديثة للاكتتاب من أهمها الانترنت والصراف الآلي والهاتف.⁴

¹-تم الاعتماد على:

-السوق المالية السعودية، نبذة حول تداول، متوفر على الرابط: www.tadawul.com.sa بتاريخ: 2019/03/08، 11:35.

-أحمد مداني، صناعة التحوط ضد الأزمات المالية في أسواق الأوراق المالية دراسة للسوق السعودية، مجلة الباحث الاقتصادي، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، العدد 02، 2014، ص 101.

²-حسام مسعودي، أثر تطبيق نظام التداول الإلكتروني على أداء السوق المالية السعودية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 04، ديسمبر 2013، ص 122.

³-هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2013، السعودية، 1434، 1435 (2015)، ص 16.

⁴-أحمد حسن محمود عربيات، مرجع سابق، ص 95.

وتعد هذه المرحلة - من مراحل تطور سوق الأسهم السعودي - العصر الذهبي للسوق، حيث إنها تصدرت أسواق الأسهم العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي من حيث قيمة وعدد الأسهم المتداولة والقيمة السوقية للأسهم المصدرة، فقد بلغت نسبتها في المؤشر المركب للصندوق 35.73%¹.

***المرحلة الرابعة: [2006-2015]:** في عام 2007 وافق مجلس الوزراء السعودي على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم شركة السوق المالية السعودية (تداول)، بوصفها شركة مساهمة برأس مال قدره مليار ومئتا مليون ريال سعودي، ومن أهم أغراض الشركة توفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية، والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية وإيداعها، وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها، وقضى القرار بأن يتم طرح جزء من أسهم الشركة للاكتتاب العام في الوقت الذي تحدده الجمعية غير العادية للشركة.²

ويوضح نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) المؤرخ في: 2003/06/16، الوضع القانوني والأهداف والمسؤوليات المنوطة بالسوق ومركز إيداع الأوراق المالية*، وانضمت تداول عضوا منتسبا في المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، وعضوا في الاتحاد الدولي للبورصات.

وفي عام 2008 حدثت الأزمة المالية العالمية التي عصفت بالاقتصاد العالمي، حيث كانت لها تأثيرات مباشرة في الاقتصاد السعودي، من خلال حدوث تباطؤ في نمو الاقتصاد السعودي وتراجع في الصادرات السعودية (البتروولية وغير البتروولية)، وانخفاض في تدفق الاستثمار الأجنبي للمملكة، إضافة إلى بقاء سعر صرف الريال منخفضا اتجاه معظم عملاء الشراء التجاريين للمملكة، ليهبط المؤشر العام للسوق المالي حوالي 56 نقطة مقارنة بالعام الماضي، ولتفقد القيمة السوقية لإجمالي الأسهم المصدرة حوالي 52%.

وفي عام 2013 قامت الشركة المالية للسوق المالي السعودي (تداول) بالتوقيع على اتفاقية مع شركة نازداك أو أم أكس لترقية أنظمة التداول آليا وتوفير الدعم الفني لها عدة سنوات بعد تشغيلها، وقامت ببحث اتفاقيات تعاون مع عدد من البورصات الإقليمية والدولية بهدف تبادل المعلومات والخبرات والإطلاع على تجاربها والتعاون بينها، وأطلقت الشركة نظام الإفصاح وذلك لتعزيز مستوى الشفافية في

¹ - عبد الله سعيد المرزاقي، صالح عبد الرحمن السعد، أثر المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية على القرار المتداول في السوق المالية السعودية: دراسة ميدانية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد والإدارة، المجلد 24، العدد الأول، 2010، ص 91.

² - السوق المالية السعودية، نبذة عن السوق، <http://www.tadawul.com.sa>، تاريخ وساعة الإطلاع 12:00، 2019/03/08.

* شركة السوق المالية السعودية ((السوق)): هي شركة مساهمة مغلقة سعودية، وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل من خلال إدراج الأوراق المالية في المملكة وتداولها، وتعد المصدر الرسمي لجميع المعلومات المتعلقة بالصفقات المنفذة للأوراق المالية المتداولة في السوق.

- مركز إيداع الأوراق المالية ((مركز الإيداع)): شركة ذات شخص واحد مساهمة مغلقة، مملوكة بالكامل لشركة السوق المالية السعودية (تداول)، وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية السعودية المتداولة في السوق، ونقلها وتسويتها ومقاصتها وتسجيل ملكيتها وفق نظام السوق المالية والأنظمة والقواعد ذات العلاقة.

السوق المالي، وهو نظام آلي موحد يمكّن مصدري الأوراق المالية المدرجة في السوق من الإفصاح عن المعلومات والقوائم المالية الخاصة بهم على الموقع الإلكتروني للشركة (تداول). كما شهدت نهاية العام 2014 تنفيذ 70 % من مبادرات إستراتيجية تقنية المعلومات التي أطلقت في عام 2012.

***المرحلة الخامسة [2015-2017]:** في عام 2015 اعتمدت السوق المالية السعودية (تداول) نظاماً آلياً جديداً للتداول هو "x-stream INET"، الذي يعد من أحد أنظمة التداول التي طورتها شركة NASDAQ، المتميز بفعاليته وسرعته في تنفيذ الأوامر بشكل دقيق وآمن، ويتم تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق من خلال ربط أوامر البيع بالشراء حسب الأولوية السعرية، والترتيب الزمني للأوامر عن طريق صفقات يتم إبرامها بين الوسطاء لصالحهم أو لصالح عملائهم، وأتاحت "تداول" أوامر جديدة تمثلت في تنفيذ أوامر السوق بأفضل سعر ثم إلغاء الكمية المتبقية في حال إدخال الأوامر في فترة ما قبل الافتتاح، بينما يتم تحويلها إلى أمر محدد في حال إدخالها أثناء التداول المستمر.

كما تم في جانفي 2017 تطبيق نظام المعيار الدولي للتقارير المالية (IFRS) في الشركات المدرجة، وتطبيق المعيار العالمي للقطاعات (Gics) في السوق المالية السعودية لتمكين كل المستثمرين من تحليل وتقييم ومقارنة مؤشرات الأداء الاستثماري بين قطاعات السوق المالية السعودية ومثيلاتها من القطاعات بالأسواق المالية العالمية، وتطبيق قواعد جديدة لحوكمة الشركات بقرار من هيئة السوق المالية في فيفري 2017 بهدف تعزيز حقوق المساهمين وأعضاء مجالس الإدارة ورفع مستوى الشفافية.¹

الفرع الثاني: أهداف سوق الأسهم السعودي

تتخصر أهداف سوق الأسهم السعودي في النقاط الموالية:²

- التأكد من عدالة متطلبات الإدراج من حيث كفايتها وشفافيتها، ومن قواعد التداول وآلياته الفنية ومعلومات الأوراق المالية المدرجة في السوق.
- توفير القواعد والإجراءات السليمة والسريعة ذات الكفاية للتسوية والمقاصة، وهذا من خلال مركز إيداع الأوراق المالية.
- تحديد المعايير المهنية لعمل شركات الوساطة في السوق ووكلائها، والعمل على تطبيقها.

¹- تم الاعتماد على:

- <http://www.alueeam.com.sa/357629/08/03/2019,16:30>.

- مداخلة المدير التنفيذي لتداول خالد الحصان، متاحة على الموقع: <http://www.alhayat.com/article/909405> بتاريخ: 2019/03/08، 20:45.

- أحمد حسن محمود عربيات، مرجع سابق، ص ص 95، 96.

²- تم الاعتماد على:

- المادة 20 من الفصل الثالث لنظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) المؤرخ في: 2003/07/30، ص 15.

- شافية كتاف، مرجع سابق، ص 336.

- التحقق من متانة وقوة الأوضاع المالية للوسطاء من خلال المراجعة الدورية لمدى التزامهم بمعايير كفاية رأس المال، ووضع الترتيبات المناسبة لحماية الأموال والأوراق المالية المودعة لدى شركات الوساطة.

- إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة، وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية من خلال:

- ✓ إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية مع ضمان جودة وعدالة السوق.
- ✓ العمل على رفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين.
- ✓ تطوير إمكانيات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية.
- ✓ تقديم خدمات متميزة وذات جودة عالية للعملاء سواء أكانوا: وسطاء، مستثمرين، مصدري، مزودي خدمات البيانات، وغيرهم.

- تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية، وذلك من خلال:

- ✓ توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم.
- ✓ تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكارية.
- ✓ تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق.
- ✓ العمل على تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق.

الفرع الثالث: شروط الإدراج ومتطلباته

يجري إدراج الشركات المساهمة السعودية في سوق الأسهم إذا تحققت الشروط الآتية:¹

- أن تكون شركة مساهمة عامة، أسهمها قابلة للتداول طبقاً لنظام الشركات السعودية.
- لا يجوز تداول الأسهم النقدية التي يكتب بها المؤسس، أو الأسهم العينية، أو حصص التأسيس في السوق قبل نشر قائمتي الدخل والمركز المالي عن سنتين كاملتين.
- أن تقدم الشركة طلباً للإدراج مرفقاً به نسخة من النظام الأساسي، وقائمة بأعضاء مجلس إدارتها، ونموذج ملكية أسهمها.

المطلب الثاني: الجهات الرقابية على تعاملات سوق الأسهم السعودي

قبل عام 1984 لم تكن هناك سوق رسمية، وبالطبع لم تكن هناك أي جهة رقابية على تبادلات الأسهم في السعودية، إلا أنه في العام المذكور وبعد صدور التنظيم الرسمي للسوق، جعلت الرقابة والإشراف والمتابعة للجنة وزارية مشكلة من وزير التجارة ووزير المالية ومحافظ مؤسسة النقد العربي اعتباراً من النصف الأول من عام 1985 بناء على قرار تأسيس السوق السعودي مع صدور الأمر السامي عام 1984.

¹ - رولى شفيق إسماعيل، استخدام نماذج تحليل السلاسل الزمنية لدراسة تقلبات أسعار الأسهم والتنبؤ باتجاهاتها (حالة تطبيقية على سوق السعودية للأوراق المالية)، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الإحصاء التطبيقي، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، بدون سنة، ص 103.

واستمر عمل هذه اللجنة غاية صدور نظام السوق المالية بالمرسوم الملكي رقم (م/30) المؤرخ في 16/06/2003¹، الذي ارتكز على تحديد دور المؤسسات الإشرافية والرقابية والتشغيلية للسوق الجديدة للسوق المالية وبيان مهماتها، وفصل الدور الإشرافي والرقابي عن الدور التنفيذي، من خلال إنشاء مؤسسات جديدة للسوق، من أهمها:²

1- هيئة السوق المالية: هي الهيئة الرقابية والإشرافية للسوق المالية، تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، وترتبط مباشرة برئيس الوزراء، ولها جميع الصلاحيات اللازمة لأداء مهامها ووظائفها بموجب النظام ويحظر عليها أن تقوم بأي نشاط تجاري، أو أن تكون لها مصلحة خاصة في أي مشروع بقصد الربح، أو أن تقترض أو تقرض أي أموال، أو أن تقتني أو تمتلك أو تصدر أي أوراق.³ وتعد هيئة السوق المالية الجهة المسؤولة عن إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات وتطبيق أحكام هذا النظام، وفي سبيل ذلك تقوم الهيئة بأهم ما يلي:⁴

- تنظيم السوق المالية وتطويرها، والعمل على تنمية وتطوير أساليب الأجهزة والجهات العاملة في تداول الأوراق المالية، وتطوير الإجراءات الكفيلة بالحد من المخاطر المرتبطة بمعاملات الأوراق المالية.
- تنظيم، إصدار، مراقبة الأوراق المالية والتعامل بها.
- العمل على تحقيق العدالة والكفاية والشفافية في معاملات الأوراق المالية.
- حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة، أو التي تتطوي على احتيال أو غش أو تدنيس أو تلاعب.
- وفي سبيل تنفيذ هذه المهام تقوم بما يلي:⁵
- وضع الخطط والسياسات العامة للهيئة، وإصدار اللوائح التنفيذية الضرورية، والقواعد اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية.
- الموافقة على طرح الأوراق المالية، أو تعليقها وإصدارها، أو تداولها إذا رأت الهيئة ضرورة ذلك.
- تعليق نشاط السوق لمدة لا تزيد عن يوم واحد، ويتعين في الحالات الضرورية التي ترى الهيئة أو وزير المالية تعليق نشاطه لمدة تزيد عن يوم، وأن يُصدر وزير المالية قراراً بالموافقة عليه.
- الموافقة على تأسيس صناديق للاستثمار ودمجها وتصنيفها وقواعد لعملها، ومنح التراخيص اللازمة التي تصدر بموجب أحكام نظام السوق المالية، بما في ذلك الترخيص لشركات ووكالات التصنيف، طبقاً لأحكام المادة 39 من ذات النظام.

¹ منصور بن حامد بن حسين العمرو، أثر البيوع المنهي عنها في تعاملات الأسهم وعلاجها في الفقه الإسلامي (دراسة تطبيقية في سوق المال السعودي)، أطروحة دكتوراه في الفقه وأصوله، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، 2007، ص 52.

² عمار صايفي، محددات الاستثمار المحفظي في السوق المالية السعودية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية)، العدد 71، 2015، ص 131.

³ المادة (4) من الفصل الثاني لنظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) المؤرخ في 30/07/2003، ص 7.

⁴ المادة (5) من الفصل الثاني لنظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) المؤرخ في 30/07/2003، ص 7.

⁵ المادة (6) من الفصل الثاني لنظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) المؤرخ في 30/07/2003، ص 8، 9.

2- السوق المالية: هي الجهة المعنية بالمهام التشغيلية للسوق، الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة وتكون الصفة النظامية شركة مساهمة، ويتم تداول الأوراق المدرجة في السوق عن طريق صفقات يتم إبرامها بين الوسطاء كل لصالح عميله¹، ما لم يتم استثناء هذه الصفقات من التداول بموجب القواعد والتعليمات الصادرة عن الهيئة²، كما تحدد لوائح وقواعد السوق شروط ومتطلبات العضوية فيه.³

3- لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية: هي لجنة تختص بالفصل في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام نظام السوق المالية ولوائحها التنفيذية، وقواعد الهيئة والسوق وتعليماتها.

4- لجنة إيداع الأوراق المالية: هي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق، وتسجيل ملكيتها ونقلها وتسويتها.⁴

المطلب الثالث: مؤشرات قياس وتقييم أداء السوق

هناك مجموعة مؤشرات يمكن من خلالها الوقوف على مدى نمو السوق المالية وتطورها، وإيماننا من هيئة السوق المالية السعودية بأهمية تنمية السوق المالية وتطويرها واستقطاب المدخرات وتوزيع الأدوات الاستثمارية، وزيادة عمق السوق كماً ونوعاً، قامت بإصدار عديد اللوائح التي تقضي بذلك، وسنخصص هذا العنصر لدراسة التطورات التي عرفها سوق الأسهم السعودي على مستوى عدد من المؤشرات.

الفرع الأول: مؤشر حجم السوق

يعد اتساع حجم السوق مؤشراً إيجابياً على نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، وتعد السوق في تطور إيجابي مع زيادة حجمه، ويقاس مدى اتساع حجمه من خلال مؤشرين هما:

1- عدد الشركات المسجلة في البورصة: يقيس هذا المؤشر مدى اتساع حجم السوق، حيث إن زيادة عدد الشركات بمثابة قيد شركات جديدة في البورصة، وهذا ما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات والمساهمة في زيادة كفاءتها، في حين أن انخفاض عدد الشركات المسجلة أو معدل النمو السلبي لها يعني شطب الشركات التي لم تلتزم بشروط ومعايير القيد في البورصة.⁵

وقد عرفت سوق الأسهم السعودي ارتفاعاً في عدد الشركات المدرجة، وهو الأمر الذي يعكس للوهلة الأولى انتعاش سوق الإصدار والتداول، حيث يُظهر الجدول أدناه ارتفاع عدد الشركات المدرجة في سوق

¹ المادة (20/ب) من الفصل الثالث لنظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) المؤرخ في: 2003/07/30، ص 15.

² المادة (22) من الفصل الثالث لنظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) المؤرخ في: 2003/07/30، ص 15.

³ المادة (21) من الفصل الثالث لنظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) المؤرخ في: 2006/07/30، ص 16.

⁴ عمار صايفي، مرجع سابق، ص 131.

⁵ تم الاعتماد على:

-المختار عيواج، الإفصاح المالي وأثره على كفاءة بورصة الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق السعودية، مجلة معارف، جامعة البويرة، العدد 22، جوان 2017، ص 412.

- إحسان بويريمة، دور الإصدارات في استقرار الأسواق المالية -حالة البورصات العربية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عباس فرحات عباس سطيف -01-، 2017، 2018، ص 308.

الأسهم السعودي خلال مدة الدراسة ليبلغ عددها 179 شركة نهاية عام 2017، بعد أن كان لا يتجاوز 86 شركة بداية سنة 2006.

والذي يعد محصلة لإدراج شركات جديدة التزمت بشروط ومعايير القيد بالبورصة، وذلك بعد ما كان عددها منخفضاً بسبب الشروط الصعبة والصارمة المطلوبة لتحويل الشركات إلى شركات مساهمة مؤهلة للإدراج في سوق الأسهم السعودي، والتي غالباً ما كانت تتوفر في كبرى الشركات سواء من حيث الحد الأدنى لرأس المال، وعدد المساهمين أو مستوى الربحية خلال السنوات التي تسبق طلب الإدراج. ويعزى أيضاً ارتفاع عدد الشركات إلى جملة من العوامل لعلّ من أهمها: الجهود المبذولة والمتواصلة من طرف هيئة السوق المالية السعودية، بالإضافة إلى تماشي سوق الأسهم السعودي مع التقنيات الحديثة والمتطورة قصد مواكبة التغيرات العالمية، مثل: تبني تقنية تداول، تطبيق نظام Esis، اعتماد أحداث أنظمة التداول المطورة بفضل شركة NASDAQ... الخ. والجدول الموالي يوضح تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2017).

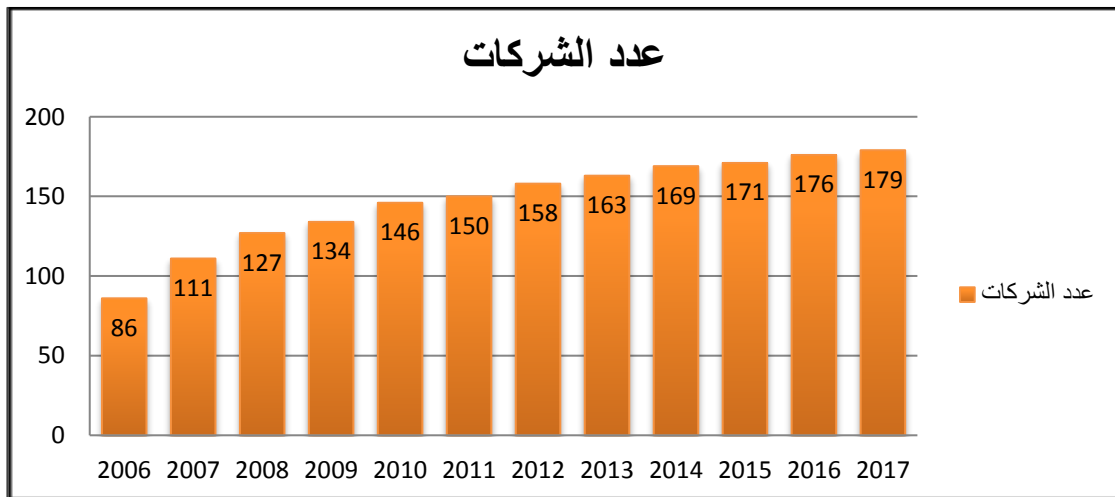
جدول رقم (1.3): عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال (2006-2017)

السنة	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
عدد الشركات المدرجة	86	111	127	134	146	150	158	163	169	171	176	179
نسبة التغيير (%)	-	29.07	14.41	5.51	8.95	2.74	5.33	3.16	3.68	1.18	2.92	1.70

المصدر: -هيئة السوق المالية، التقارير السنوية للسنوات (2008، 2010، 2011، 2012)، ص ص 36، 42، 37، 41 على الترتيب.

-مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للسنوات (2015، 2016، 2017، 2018)، ص ص 87، 91، 87، 89، 87 على الترتيب.

شكل رقم (1.3): عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2017)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم 10.

ويوضح الجدولان الآتيان الشركات الخمس الأكثر نشاطا خلال سنة 2017 من حيث:

جدول رقم: (2.3): عدد الأسهم المتداولة

الشركة	الاسهم المتداولة	نسبة الشركة من القطاع	نسبة الشركة من اجمالي السوق
دار الأركان	8,793,325,870	90.82%	20.31%
الإنماء	6,697,057,195	71.28%	15.47%
كيان السعودية	1,819,070,152	24.50%	4.20%
سابك	907,556,769	12.22%	2.10%
زين السعودية	851,287,905	63.14%	1.97%

المصدر: السوق المالية السعودية، التقرير الإحصائي السنوي لسنة 2017 (السوق الرئيسي)، ص 21.

جدول رقم: (3.3): قيمة الأسهم المتداولة

الشركة	قيمة الاسهم المتداولة	نسبة الشركة من القطاع	نسبة الشركة من اجمالي السوق
الإنماء	106,750,246,409	54.78%	12.76%
سابك	89,673,712,849	46.54%	10.72%
دار الأركان	66,927,656,392	75.06%	8.00%
الراجحي	48,632,740,009	24.96%	5.82%
الطيار	17,582,118,221	68.51%	2.10%

المصدر: السوق المالية السعودية، التقرير الإحصائي السنوي لسنة 2017 (السوق الرئيسي)، ص 21.

2- **معدل الرسملة البورصية:** يعكس هذا المؤشر مدى قدرة السوق على تعبئة الموارد المالية اللازمة للاستثمار؛ بمعنى قدرتها على تعبئة المدخرات قصد توجيهها إلى المؤسسات المقيدة في السوق، والتي تستثمر مواردها فيه.

ويؤدي ارتفاع معدل الرسملة البورصية أو القيمة السوقية إلى آثار ايجابية على النشاط الاقتصادي، وبالتالي، اتساع القاعدة الاستثمارية، كما يوضح هذا المعدل مدى سرعة وايجابية تطور البورصة وقدرتها على توزيع المخاطر على شريحة واسعة من المستثمرين¹، ويمكن حسابه بالصيغة الرياضية الآتية: ²

$$\text{معدل رسملة السوق} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

ويوضح الجدول الموالي تطور معدل الرسملة البورصية في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2017).

¹- تم الاعتماد على:

- عز الدين شرشار، صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية ودورها في الرفع من أداء الأسواق المالية الناشئة - حالة سوق الأسهم السعودي للفترة (2010-2016)، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة أم البواقي، العدد 08، الجزء (02)، ديسمبر 2017، ص 384.

- مختار عيواج، مرجع سابق، ص 413.

²- الشريف ربحان، الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر-رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية-، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة باجي مختار عنابة، العدد 34، جوان 2013، ص 52.

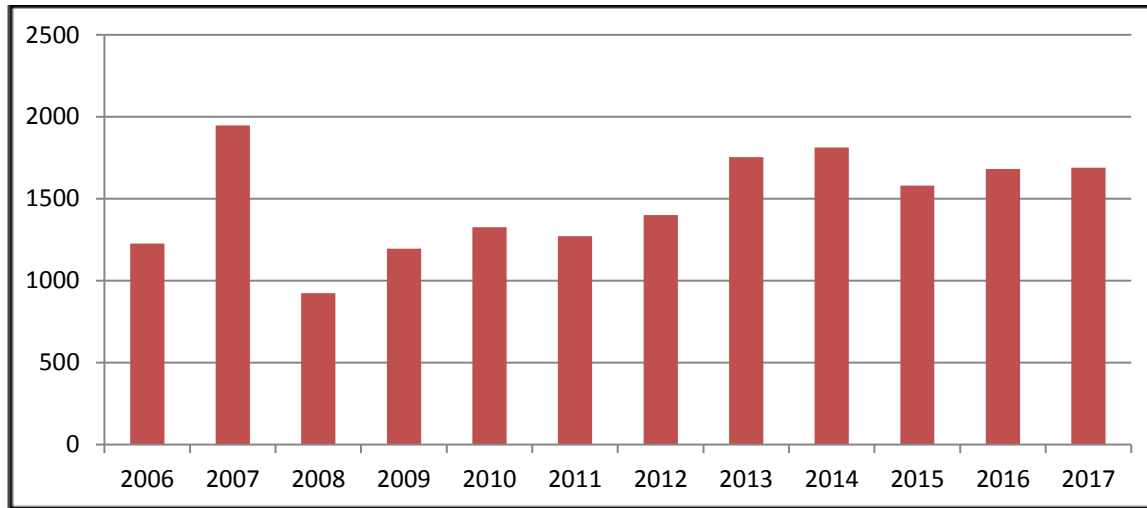
جدول رقم: (4.3): معدل الرسملة البورصية في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2017)

السنة	القيمة السوقية للأسهم المصدرة (مليون ريال)	الناتج المحلي الإجمالي (مليون ريال)	معدل الرسملة البورصية
2006	1.225.9	1.324.556	%0.93
2007	1.946.4	1.427.714	%1.36
2008	924.5	17.721.3	%0.05
2009	1.195.5	13.997.1	%0.08
2010	1.325.4	16.644.4	%0.08
2011	1.270.8	249.336.5	%5.09
2012	1.400.3	273.840	%5.11
2013	1.752.9	2.791.259	%0.63
2014	1.812.9	2.826.869	%0.64
2015	1.579.1	2.453.512	%0.64
2016	1.682.0	2.418.508	%0.70
2017	1.689.6	2.575.269	%0.66

المصدر: - من إعداد الباحثة اعتماداً على:

-مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للسنوات (2009، 2010، 2011، 2013، 2014، 2015، 2016، 2017، 2018).

شكل رقم: (2.3): تطور القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق (2006 - 2017)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول 11.

✓ تحليل الجدول السابق: يستعمل مؤشر القيمة السوقية لقياس مدى اتساع حجم السوق، فارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على ارتفاع مستوى السوق (كبيره) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم والشركات المدرجة فيه أو ارتفاع الأسعار أو كليهما معاً.

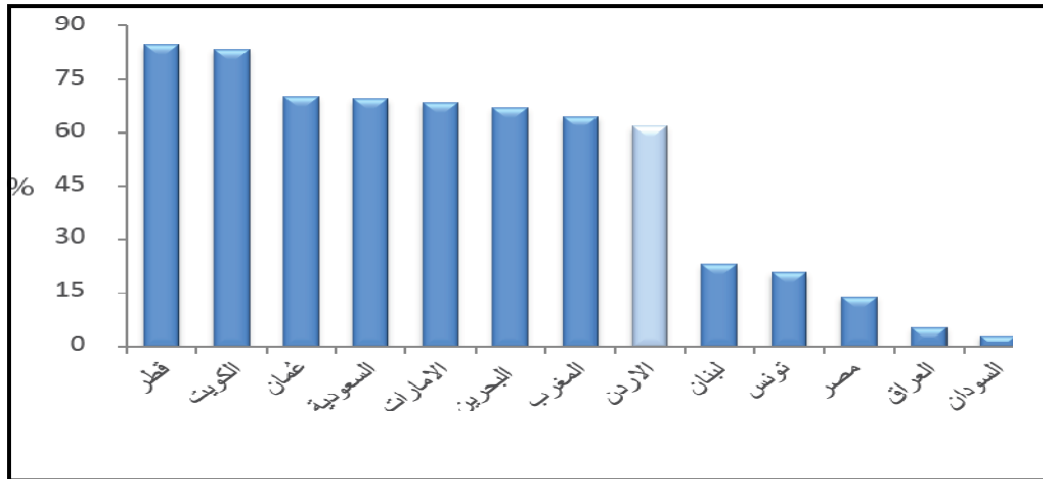
حيث تشير بيانات الجدول أعلاه إلى ارتفاع مستمر لمؤشر القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودي، وقد ساهم في ذلك زيادة عدد الشركات المدرجة في هذا السوق، وهذا إن دل فإنما يدل على قدرة سوق

الأسهم السعودي على تعبئة المدخرات وزيادة الاستثمار وارتفاع حجم الإصدارات الجديدة، كما أن تطور هذا المعدل يدل على سرعة تطور سوق الأسهم السعودي، وبالرغم من إدراج ثلاث (03) شركات جديدة وافق عليها مجلس الهيئة سنة 2008 وأربع (04) شركات سنة 2011، إلا أن هذا لم يمنع القيمة السوقية من الانخفاض بنسبة تفوق 50% سنة 2008 وانخفاض قدره 4.11% سنة 2011 مقارنة بنسبة 2010 نتيجة انخفاض قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي من جهة، ولتبعات الأزمة المالية العالمية التي تسربت محليا إلى الاقتصاد السعودي من جهة أخرى.

في حين شهدت معدلات الناتج المحلي الإجمالي نمواً معتبراً طيلة فترة الدراسة، لاعتماد الاقتصاد السعودي على النفط، الذي يشكل ما يقارب 45% من الناتج المحلي الإجمالي وبأفضلية واضحة على القطاع غير النفطي، والذي يتضمن كلاً من القطاعين العام والخاص، باستثناء سنة 2011 التي انخفض فيها معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 81.20%. مقارنة بسنة 2010 لتراجع إنتاج النفط تأثراً بالأزمة المالية العالمية.

وحسب البيانات الصادرة عن اتحاد البورصات العربية، فقد ارتفعت القيمة السوقية للبورصات العربية في نهاية عام 2017 بنسبة 3.5% لتصل إلى 1155.7 مليار دولار أمريكي مقابل 1117.0 مليار دولار في نهاية عام 2016، وقد احتلت السوق المالية السعودية المرتبة الأولى من حيث القيمة السوقية مقارنة مع باقي الأسواق العربية، فقد بلغت القيمة السوقية لها 450.6 مليار دولار؛ أي ما نسبته 39% من إجمالي القيمة السوقية للأسواق العربية نهاية عام 2017¹، والشكل الموالي يوضح ذلك.

شكل رقم: (3.3): نسبة القيمة السوقية للبورصات العربية إلى الناتج المحلي الإجمالي نهاية 2017



المصدر: بورصة عمان، التقرير السنوي لسنة 2017، ص 46.

الفرع الثاني: مؤشر سيولة السوق

يشير مصطلح السيولة إلى القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة، ولأن السيولة تسمح للمستثمرين بتغيير محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم بسرعة وبتكلفة يسيرة، فإنها تجعل الاستثمار المالي

¹ - بورصة عمان، التقرير السنوي لسنة 2017، ص 46.

أقل خطراً وتسهل عملية الاستثمار طويل الأجل، ففي الأسواق مرتفعة السيولة تزيد فرص المؤسسات المدرجة بها في الحصول على احتياجاتها المستمرة من الموارد المائية بتكلفة معقولة سواء عن طريق إصدار سندات أو إصدار المزيد من الأسهم، ويقاس مستوى السيولة في السوق من خلال مؤشرين هما:¹

✓ **مؤشر حجم التداول** = قيمة الأوراق المالية المتداولة / الناتج المحلي الإجمالي.

✓ **مؤشر حجم المعاملات (معدل الدوران %)** = قيمة الأوراق المالية المتداولة / رأس المال السوقي.

والجدول الموالي يوضح حركة مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2017).

جدول رقم: (5.3): تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2017)

البيان السنة	قيمة التداول مليون ريال	القيمة السوقية مليون ريال	قيمة التداول/ الرسملة السوقية (معدل الدوران %)	معدل نمو قيمة التداول
2006	5.261.9	1.225.9	429.22	-
2007	2.557.7	1.946.4	131.40	-51.39%
2008	1.964.9	924.5	210.50	-23.25%
2009	1.264.0	1.195.4	105.73	-35.60%
2010	759.2	1.325.4	57.28	-39.90%
2011	1.098.8	1.270.8	86.46	+44.73%
2012	1.929.3	1.400.3	137.78	+73.27%
2013	1.369.7	1.752.9	78.13	-28.06%
2014	2.146.5	1.812.9	118.40	+56.71%
2015	1.660.6	1.579.1	105.16	-22.63%
2016	1.157.0	1.682.0	68.78	-30.32%
2017	836.3	1.689.6	04.95	-27.72%

المصدر: تم الاعتماد على:

- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي لسنة 2010، ص 81.
- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي لسنة 2014، ص 87.
- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي لسنة 2018، ص 88.

يعبر معدل الدوران عن النسبة بين قيمة التداول ورأس المال السوقي، حيث يعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة والمعتمدة في الدراسات المالية؛ لأنه يشير إلى سيولة السوق المالية وإلى مستوى تكاليف إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق، بوصفه يمثل قيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية، فإذا ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاضت قيمة هذا المؤشر، الذي يشير بدوره إلى ارتفاع درجة السيولة في السوق المالية.

¹- مختار عيواج، مرجع سابق، ص ص 413، 414.

وبلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن هناك تذبذبات بين ارتفاع وانخفاض في قيمة التداول للسنوات (2006-2010) ليتراجع معدل دوران السهم تبعا لذلك من 429.22% سنة 2006 إلى 57.28% سنة 2010؛ لأن قيمة التداول أقل بكثير من القيمة السوقية للأسهم المصدرة، التي تتأثر (قيمة التداول) بحجم التداول وبأسعاره.

وكل هذا يشير إلى انخفاض مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودي، ليتعافى معدل الدوران سنة 2012 بنسبة بـ 138.78% للتحسن الذي طرأ على قيمة التداول، ويليغ أقل نسبة له سنة 2017 المقدره بـ: 4.95% للتراجع الحاد الذي لوحظ في قيمة التداول مقارنة بالقيمة السوقية، وذلك ينعكس سلبا على سيولة السوق المالي، ودرجة كفاءته.

مما سبق بيانه من مؤشرات يتضح لنا وجود مؤشرات إيجابية تضمّنها سوق الأسهم السعودي، ويتعلق الأمر بكل من عدد الشركات المدرجة ومؤشر قيمة التداول، إلا أن حجم السوق يبقى صغيرا مقارنة بأسواق أخرى (عالمية أو عربية)، كما أن أوضاع السيولة في السوق لازالت تتأثر سلبيا بالانخفاض في: أحجام وقيم التداول ومعدل دوران السهم خلال الفترة (2006-2017)، ولاشك أن لكل ذلك انعكاسات سلبية على كفاءة السوق، ودرجة تطوره.

الفرع الثالث: مؤشر عدالة السوق

تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين سواء من ناحية توفر المعلومات أو إبرام الصفقات، حيث يؤدي شعور المتعاملين بوجود عدالة في التعامل بسوق الأوراق المالية إلى دفعهم للمزيد من الاستثمار في الأوراق المالية¹، ويمكن معرفة مدى تطور مؤشر عدالة السوق في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2017) من خلال الجدول الموالي.

¹- مختار عيواج، مرجع سابق، ص ص 414، 415.

الفصل الثالث: دراسة تحليلية قياسية لدور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة صناديق الاستثمار السعودية-

جدول رقم:(6.3): عدد الشكاوي التي تلقتها الهيئة من سنة (2006-2017)

الإجمالي	شكاوي أخرى	المضاربون	اكتتابات	أرباح الشركات	إدارة المحافظ	محافظ استثمارية	صناديق استثمارية	تسهيلات وعقود مرابحة	عمليات التنفيذ	نوع الشكوى	
1818	532	/	/	/	/	58	37	90	1101	العدد	2006
%100	%29.3	/	/	/	/	%3.2	%2.0	%5	%60.5	النسبة	
725	114	/	/	/	/	54	65	9.3	399	العدد	2007
%100	%15.7	/	/	/	/	7%	%9	%12.8	%55	النسبة	
444	69	/	/	/	/	93	43	12	227	العدد	2008
100	%15	/	/	/	/	21%	%10	%3	%51	النسبة	
348	98	/	/	/	/	59	28	14	149	العدد	2009
100	28.16	/	/	/	/	16.95	8.04	4.02	42.81	النسبة	
405	63	57	36	26	16	71	32	13	91	العدد	2010
%100	%15.6	%14.1	%8.9	%6.4	%4	%17.5	%7.9	3.2	%22.5	النسبة	
311	60	12	35	13	32	58	20	05	76	العدد	2011
%100	%19.3	3.9	%11.3	%4.2	%10.3	%18.6	%6.4	%1.6	%24.4	النسبة	
800	214	19	44	50	119	196	11	05	142	العدد	2012
100	26.75	2.37	5.5	6.25	14.87	24.50	1.37	0.625	17.5	النسبة	
846	422	15	27	52	94	138	16	02	80	العدد	2013
100	49.88	1.77	3.19	6.15	11.11	16.31	1.89	0.23	9.45	النسبة	
1225	875	09	52	44	11	121	45	08	60	العدد	2014
100	71.43	0.73	4.24	3.59	0.90	9.88	3.67	0.65	4.90	النسبة	
1022	841	/	/	/	/	100	44	/	37	العدد	2015
100	82.29	/	/	/	/	9.75	4.31	/	3.62	النسبة	
1276	1104	/	/	/	/	73	78	/	21	العدد	2016
100	68.52	/	/	/	/	5.72	6.11	/	1.65	النسبة	
1709	1373	/	/	/	/	137	146	/	53	العدد	2017
100	80.34	/	/	/	/	8.02	8.54	/	3.10	النسبة	

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على: - هيئة السوق المالية، التقارير السنوية للسنوات: 2007، 2009-2011، ص 65، 88، 85، 91 على الترتيب.

- هيئة السوق المالية، التقارير السنوية للسنوات: [2013-2017]، ص 92، 89، 81، 95، 154 على الترتيب.

قبل البدء بعملية التحليل تجدر الإشارة إلى ما يلي:

- تضم شكاوي أخرى لسنة 2012 شهادات أسهم، خدمات، طلب معلومات، شركات مدرجة.
- تضم شكاوي أخرى لسنة 2013 شهادات أسهم، خدمات، طلب معلومات، شركات مدرجة.
- تضم شكاوي أخرى لسنة 2014 شهادات أسهم، خدمات، طلب معلومات، شركات مدرجة، خدمات مقدمة من الوسطاء، ضد شركة السوق المالية تداول، الوسطاء ضد المستثمرين، إدارة محافظ استثمارية من قبل الأفراد، ضد شركة مدرجة، أرباح الشركات المدرجة، ضد هيئة السوق المالية، البلاغات والاستفسارات والمعاملات.
- تضم شكاوي أخرى لسنة 2015 خدمات مقدمة من الوسطاء، ضد شركة السوق المالية تداول والوسطاء ضد المستثمرين، إدارة محافظ استثمارية من قبل أفراد، ضد شركة مدرجة، أرباح الشركات المدرجة، ضد هيئة السوق المالية، البلاغات والاستفسارات والمعاملات، اتفاقيات وعقود مبرمة بين المستثمرين وأشخاص مرخص لهم، اكتتابات وشراء حقوق الأولوية.
- تضم شكاوي أخرى لسنة 2016 خدمات مقدمة من الوسطاء، ضد شركة السوق المالية تداول، إدارة محافظ استثمارية من قبل أفراد، ضد شركة مدرجة، أرباح الشركات المدرجة، ضد هيئة السوق المالية، البلاغات والاستفسارات والمعاملات، اتفاقيات وعقود مبرمة بين المستثمرين وأشخاص مرخص لهم، اكتتابات وشراء حقوق الأولوية.
- تضم شكاوي أخرى لسنة 2017 خدمات مقدمة من الوسطاء، إدارة محافظ استثمارية من قبل أفراد، أرباح الشركات المدرجة، اتفاقيات وعقود مبرمة بين المستثمرين وأشخاص مرخص لهم، اكتتابات وشراء حقوق الأولوية.

✓ ويمكن إبراز أهم نتائج تصنيف الشكاوي في الآتي:

- بلغ عدد الشكاوي المستلمة سنة 2007 عبر مختلف القنوات 725 شكوى بانخفاض مقداره 60.12% عن العام 2006 حينما كان عددها 1818 شكوى، حيث جاءت الشكاوي المتعلقة بعمليات التنفيذ في المرتبة الأولى عدداً، إذ تمثل نسبتها أكثر من 50% من الشكاوي المقدمة سنتي 2006 و2007.
- في حين انخفض عدد الشكاوي بعد هذه المرحلة إلى غاية سنة 2011 لانخفاض الشكاوي المتعلقة بعمليات التنفيذ عما كانت عليه في السنوات السابقة لسنة 2001 من جهة، وانخفاض الشكاوي المتعلقة بالمضاربيين بنسبة 78.94% بين سنتي 2010 و2011 من جهة أخرى.
- في حين شهدت السنوات [2012-2017] ارتفاع عدد الشكاوي المقدمة لهيئة السوق المالية من جديد، حيث صنفت الهيئة الشكاوي التي تتسلمها إلى عدة أنواع حسب طبيعة كل نوع، فيلاحظ أن عمليات التنفيذ في انخفاض تدريجي خلال هذه الفترة، وارتفاع عدد الشكاوي المتعلقة بالمحافظ بالاستثمارية وإدارتها وشكاوي أخرى مقارنة بالسنوات الأخرى.

الفرع الرابع: المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي

تستخدم مؤشرات أسواق الأوراق المالية لقياس المستوى العام لأسعار السوق، وتقوم مؤشرات أسعار الأسهم بدور مهم في تقييم أداء السوق ورصد اتجاهه العام، إذ يمكن الاسترشاد بها في اتخاذ القرارات الاستثمارية وتوقيتها، كما أنها تساعد الباحثين على التنبؤ الاقتصادي بالأوضاع المستقبلية للاقتصاد لوجود علاقة طردية بين مؤشرات أسعار الأسهم والدورات الاقتصادية، كما تساعد المستثمر العادي على قياس أداء المحافظ الاستثمارية المختلفة وإجراء المقارنة بينها، ومعرفة فعالية السوق.¹

ويقيس المؤشر العام "TASI" (اسمه مؤلف من الأحرف الأولى لاسم المؤشر باللغة الانجليزية Tadawul All Share Index) في السوق السعودية مستوى الأسعار العام للشركات المدرجة فيه، أما مؤشر القطاع فهو مؤشر خاص لقياس مستوى الأسعار العام لشركات القطاع في السوق.²

مع نهاية شهر فيفري 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)، وتضم عينة المؤشر كل الشركات المدرجة في السوق، الذي يتم فيه تداول أسهمها والإعلان عن أسعارها يومياً من خلال نظام "تداول" Tadawul.³

وعملياً يحسب هذا المؤشر بالصيغة الآتية⁴:

المؤشر في وقت ما: (قيمة السوق عند هذا الوقت/ قيمة السوق في وقت سابق) × المؤشر (في الوقت السابق).

حيث:

- قيمة السوق: مجموع القيم السوقية لجميع الشركات المدرجة في السوق.
 - القيمة السوقية لإحدى الشركات = (عدد الأسهم المصدرة للشركة) × (سعر السهم).
 - ومن هنا، فإن القيمة السوقية (وبالتالي المؤشر) تعتمد على عاملين:
 - أ- عدد الأسهم المصدرة: تعد ثابتة بشكل عام وتتغير إذا تم إصدار أو دمج أو تخفيض عدد الأسهم.
 - ب- سعر السهم في السوق: الذي يتغير خلال فترات فتح السوق للتداول (فترات التداول).
- ويوضح الجدول والمنحنى الآتيين مسيرة التطورات التي شهدتها المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2017).

¹ رولى شفيق إسماعيل، مرجع سابق، ص 106.

² هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الأسهم، (<http://cma.org.sa/IA/default.html>) بتاريخ 2013/03/13، 12:05.

³ عز الدين شرشار، مرجع سابق، ص 379.

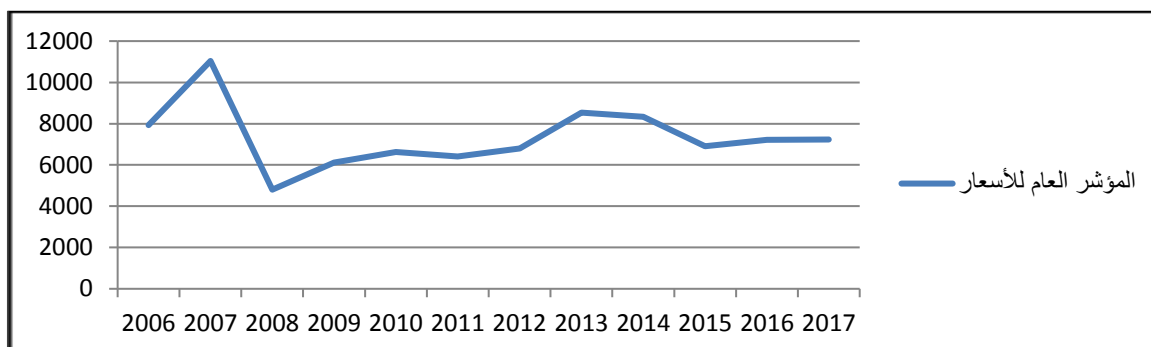
⁴ فطوم حوحو، مرجع سابق، ص 215.

جدول رقم: (7.3): تطور الأداء السنوي لمؤشر سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2006-2017)

الوحدة: نقطة												السنة
2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	المؤشر العام (1985=1000)
7226.3	7210.43	6911.76	8333.30	8535.60	6801.22	6417.73	6620.75	6121.76	4802.99	11038.66	7933.29	

المصدر: -مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للسنوات 2010، 2014، 2018، ص 81، 87، 88 على الترتيب.

شكل رقم: (4.3): تطور المؤشر العام للسوق المالي السعودي خلال الفترة (2006-2017)



المصدر: -من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم (7.3).

من خلال الجدول والشكل أعلاه نلاحظ أن المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي في نمو وتطور، إذ واصل ارتفاعاته القياسية للعام الثالث على التوالي وحقق ارتفاعا بلغت نسبته (103.65%) نهاية سنة 2005 مقارنة بسنة 2004 كأعلى ارتفاع سنوي له منذ تأسيسه عام 1984، وقد شهد السوق خلال 2005 عدة تطورات إيجابية دفعته اتجاه تحقيق معدلات نمو قياسية، حيث سجل المؤشر العام أعلى قيمة له في تاريخه بوصوله مستوى 16988.08 نقطة، وهذا نهاية تعاملات يوم الخامس عشر من ديسمبر بارتفاع نسبته 107% مقارنة بالعام نفسه.¹

لكن هذه الارتفاعات القياسية ما لبثت أن أخذت الاتجاه العكسي، وبدأت في الانخفاض بشكل كبير جدا وتحديدا منذ فيفري 2006، وهذا ما أريك توجهات صغار وكبار المستثمرين على حد سواء، وتسبب في حدوث هزات في مختلف القطاعات الاقتصادية، كما أثر سلبا على الثروات والمركز المالي للعديد المواطنين والمقيمين، الذين ترسخ لديهم الاعتقاد في فترات سابقة بأن سوق الأسهم هو الطريق الأمثل لتوظيف مدخراتهم على المدى القصير والطويل.²

وعاود المؤشر العام ارتفاعه تدريجيا سنة 2007 قبل أن يشهد من جديد انخفاضا حادا سنة 2008، ثم بلغ معدل 56% عند مستوى 4802.99 نقطة مقارنة ب 11038.66 نقطة عام 2007، متأثرا في ذلك بتداعيات الأزمة المالية العالمية، تبعه بعد ذلك ارتفاع نسبي عند مستوى 6121.76 نقطة سنة

¹ رفيف مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات "دراسة حالة سوق الأسهم السعودية"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2006، 2007، ص 193.

² حسن بن رقدان الهجوج، دراسة العلاقة بين أداء سوق الأسهم السعودية والمتغيرات الاقتصادية الكلية، مجلة التعاون، الرياض، المملكة العربية السعودية، العدد 70، جوان 2010، ص 20.

2009 و 6620.75 نقطة في 2010، كما شهد السوق انخفاضا وصل إلى 6417.73 نقطة سنة 2011 بنسبة انخفاض تقدر بـ3.7%، وكان هذا الانخفاض ناتجا عن انخفاض في بعض المؤشرات القطاعية خاصة قطاع المصارف والخدمات، وقطاع الصناعات البتروكيميائية، وقطاع الاتصالات وتقنية المعلومات، بالإضافة إلى قطاع المرافقة الخدمية والتطوير العقاري.

ومنذ عام 2011، بدأت بوادر التحسن والتعافي من تبعات الأزمة المالية تظهر على أداء السوق، إذ سجل المؤشر العام ارتفاعا سنتي 2012 و 2013، حيث يمكن رد التحسن الذي شهده عام 2013 إلى جملة من العوامل الجوهرية لعل أهمها: الازدياد الملحوظ في نشاط هيئة سوق المال لدعم ثقة المستثمرين وتشجيعهم على الاستثمار أكثر في السوق، إضافة إلى بلوغ أسعار النفط مستويات قياسية خاصة مع مطلع عام 2013، وتزايد السيولة النقدية في الاقتصاد الوطني...الخ.

ليشهد المؤشر بعد ذلك تراجعا بمعدل (17.05%) سنة 2015 مقارنة بسنة 2014، ليعود إلى مستوياته السابقة محققا 6911.76 نقطة، ويعود سبب انخفاضه إلى تسجيل 27% من الشركات المدرجة في السوق لخسائر كبيرة، إضافة إلى انخفاض أسعار النقط خلال الربع الرابع منذ سنة 2014، لينتشر السوق من جديد سنتي 2016 و 2017، حيث أغلق المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي عند مستوى 7226.3 نقطة سنة 2017 مقارنة بـ 7210.43 نقطة سنة 2016، مرتفعا بـ 15.87 نقطة؛ أي بنسبة 0.22%.

وفي هذا الصدد، تجدر الإشارة إلى أنه بمقارنة أداء مؤشرات أسواق الأسهم العربية خلال عام 2017 نجد أن سوق الأسهم السعودي سجل أعلى المؤشرات بين أسواق الأسهم العربية الأخرى، حيث احتل مركز الصدارة في القيمة السوقية، إذ بلغت قيمته السوقية 451.150 مليار دولار نهاية عام 2017، مقارنة بمتوسط بلغ 75.750 مليار دولار أمريكي للدول العربية المكونة لمؤشر صندوق النقد العربي.

وشكلت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي ما نسبته 39.7% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية نهاية عام 2017، وبلغت قيمة الأسهم المتداولة نهاية عام 2017 نحو 61.2 مليار دولار أمريكي؛ أي ما نسبته 69% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة لأسواق الدول العربية المشاركة في قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية.

ووصل عدد الشركات التي جرى تداول أسهمها في سوق الأسهم السعودية نهاية عام 2017 إلى 179 شركة بمتوسط قيمة سوقية بلغت نحو 2.4 مليار دولار أمريكي للشركة، مقارنة بمتوسط عدد شركات الدول العربية البالغ 100.3 شركة، ومتوسط قيمة سوقية بلغت نحو 0.81 مليار دولار أمريكي للشركة، محتلا بذلك المرتبة الرابعة عربيا من حيث إجمالي الشركات المدرجة بعد كل من: مصر (257 شركة)، الكويت (216 شركة)، الأردن (194 شركة).¹

¹ - مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الرابع والخمسون لسنة 2018، ص ص 95، 96.

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي

يعد سوق الأوراق المالية السعودي من الأسواق العربية الأكثر تطوراً في مجال صناديق الاستثمار من حيث العدد والأصول والتنوع والتنظيم، بوصف السعودية أول دولة عربية أنشأت صندوقاً استثمارياً سنة 1979.

وبهذا عملت المملكة العربية السعودية على تنشيط سوقها المالي وتحقيق المزيد من الحماية للأموال الوطنية من التسرب إلى الخارج، وفي سبيل ذلك نشطت صناعة صناديق الاستثمار، الأمر الذي أدى إلى نمو كبير في عددها وازدياد نشاطها ليصل نهاية عام 2017 إلى 273 صندوقاً بأصول قدر حجمها بـ 110.2 مليار ريال، ووصل عدد المشتركين فيها أكثر من 238 ألف مشترك نهاية عام 2017 بارتفاع 6.3 في المائة عن العام السابق، ومن خلال هذا المبحث نتعرف عن نشأة هذه الصناديق، تطورها وكذا آدائها خلال الفترة (2006-2017).

المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية

جاءت فكرة صناديق الاستثمار السعودية* تلبية لرغبات وطلبات المستثمرين لفئاتهم المختلفة وإقبالهم على هذه الصناديق التي تسوّق محلياً وعالمياً، وبسبب ازدهار صناعة الصناديق تبنت مؤسسة النقد العربي السعودي مهمة الرقابة عليها، وأصدرت القرار الوزاري رقم 2053/03 المؤرخ في: 14/07/1413 الموافق لـ: 07/01/1993 الذي عمل على تنظيم إدارة الصناديق والاشتراك فيها، بوضع صيغة لها تتضمن التعاريف والإطار التنظيمي وكيفية الترخيص لها، إذ عرّف صندوق الاستثمار بأنه: برنامج استثماري مشترك ينشئه البنك المحلي بموافقة مسبقة من مؤسسة النقد العربي السعودي، بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه للمشاركة جماعياً في نتائج أعمال البرنامج، وتتم إدارته من قبل البنك مقابل أتعاب محددة.¹

المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي

تتميز صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي بالتنوع الكبير، وهذا ما زاد من إقبال المستثمرين عليها سواء المستثمرين المحليين أو الأجانب، ويمكن ذكر أهم تصنيفات صناديق الاستثمار في السوق على الشكل الموالي:

1- حسب الهيكل التمويلي: وهو نوعان:

1-1- صناديق الاستثمار المفتوحة: في نهاية عام 2017 تضمن سوق رأس المال السعودي 255 صندوق استثمار مفتوح، فقد تراجع عدد هذه الصناديق بنسبة 3.04% مقارنة بسنة 2016 أين بلغ فيها عدد الصناديق 263 صندوق، ومن بين الصناديق الاستثمارية المفتوحة المتداولة في سوق الأسهم

* للإشارة فإن أول صندوق استثماري ظهر في المملكة العربية السعودية عام 1979، وهو صندوق استثماري قصير الأجل بالدولار الأمريكي للبنك الأهلي التجاري.

¹- عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية-، مرجع سابق، ص 173.

الفصل الثالث: دراسة تحليلية قياسية لدور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة دراسة
صناديق الاستثمار السعودية-

السعودي: صندوق الفريد للأسهم السعودية؛ وهو صندوق استثماري مفتوح يستثمر في أسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي، وتشرف عليه شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار، وفيما يلي موجز لأهم بيانات الصندوق.¹

جدول رقم: (8.3): بيانات صندوق الفريد للأسهم الخليجية

الإدارة	سابكابيتال sambacapital	سعر الوحدة	10 ريال	عملة الصندوق	ريال
الفئة	الأسهم	النوع	مفتوح	الأتعاب الإدارية	1.75 %
تأسيس الصندوق	2003/12/15	درجة المخاطر	عالية	رسوم الاشتراك	غير مفروضة
حجم الصندوق	-	الحد الأدنى للاشتراك	7500 ريال	الحد الأدنى للاشتراك	2000 ريال

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على دليل صندوق الفريد للأسهم السعودية.

1-2- صناديق الاستثمار المغلقة: حسب التقرير السنوي لمؤسسة النقد العربي السعودي لسنة 2017 تضمن سوق الأسهم السعودي 18 صندوقاً مغلقاً بارتفاع قدرته نسبتته بـ 0.5% عما كانت عليه سنة 2016، ومن بين الصناديق المغلقة الناشطة في السوق نجد: الصندوق السعودي الفرنسي للعقار وهو صندوق مغلق متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية مدته أربع سنوات، ويمكن تمديد مدة الصندوق فترتين متتابعتين بعد موافقة مجلس إدارة الصندوق (فترة التمديد سنة واحدة)، وفيما يلي جدول بيانات الصندوق.²

جدول رقم: (9.3): بيانات صندوق السعودي الفرنسي للعقار

الإشراف	السعودي الفرنسي كابيتال Saudi Fransi Capital Distinguished Service, Outstanding Performance	سعر الوحدة	10 ريال	عملة الصندوق	ريال
مدة الصندوق	04 أعوام	النوع	مغلق	الأتعاب الإدارية	02%
تأسيس الصندوق	2013/09/03	درجة المخاطر	متوسط إلى عالي	رسوم الاشتراك	حتى 3 %
حجم الصندوق	-	الحد الأدنى للاشتراك	10.000 ريال	رسوم الاسترداد	لا يوجد

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على دليل صندوق السعودي الفرنسي للعقار .

2- حسب معيار مكونات التشكيلة: وتنقسم إلى:

1-2- صناديق الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية: تنقسم بدورها إلى:

1-1-2- صناديق الأسهم: تتنوع هذه الصناديق بين صناديق أسهم محلية وأخرى أجنبية، ومن بين صناديق الأسهم المحلية الناشطة بالسوق، صندوق الرياض للأسهم السعودية والملخصة بياناته بالجدول الموالي:³

¹ شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار، صندوق الفريد للأسهم السعودية.

² شركة السعودي الفرنسي كابيتال، دليل صندوق السعودي الفرنسي للعقار (نشرة المعلومات).

³ شركة الرياض المالية، دليل صندوق الرياض للأسهم السعودية (الشروط والأحكام).

الفصل الثالث: دراسة تحليلية قياسية لدور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة دراسة صناديق الاستثمار السعودية-

جدول رقم: (10.3): بيانات صندوق الرياض للأسهم السعودية

الإشراف	الرياض المالية riyad capital	سعر الوحدة	/	عملة الصندوق	الريال
الفئة	أسهم	النوع	مفتوح	الأتعاب الإدارية	1.5 % سنويا
تأسيس الصندوق	1992/12/03	درجة المخاطر	عالي	رسوم الاشتراك	1 %
حجم الصندوق	-	الحد الأدنى للاشتراك	5000 ريال	رسوم للاسترداد	1000 ريال

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على دليل صندوق الرياض للأسهم السعودية.

ومن بين أبرز صناديق الاستثمار الأجنبية الناشطة في السوق نجد صندوق الرياض للأسهم الأمريكية وبياناته كالتالي:¹

جدول رقم: (11.3): بيانات صندوق الرياض للأسهم الأمريكية

الإدارة	الرياض المالية riyad capital	سعر الوحدة	/	عملة الصندوق	دولار أمريكي
المدة	غير محددة	النوع	مفتوح	الأتعاب الإدارية	1.5 %
تأسيس الصندوق	1992/05/26	درجة المخاطر	عالي	رسوم الاشتراك	2 %
حجم الصندوق	/	الحد الأدنى للاشتراك	\$2500	الحد الأدنى للاسترداد	\$ 1000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على دليل صندوق الرياض للأسهم الأمريكية.

2-1-2 - صناديق السندات: يفتقر سوق الأوراق المالية إلى صناديق تستثمر في السندات كون سوق الأسهم السعودي يعتمد على الأسهم فقط، لكن هذا لم يمنع من إنشاء صناديق سندات دولية، إذ من بين صناديق السندات الدولية المتداولة فيه، نجد:²

جدول رقم: (12.3): بيانات صندوق الرياض للسندات الدولية

الإشراف	الرياض المالية riyad capital	سعر الوحدة	/	عملة الصندوق	الدولار
الفئة	سندات	النوع	مفتوح	الأتعاب الإدارية	1 %
تأسيس الصندوق	1992/05/12	درجة المخاطر	متوسط	رسوم الاشتراك	1.5 %
حجم الصندوق	/	الحد الأدنى للاشتراك	/	رسوم الاسترداد	لا توجد

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على دليل صندوق الرياض للسندات الدولية.

يستثمر الصندوق أمواله كاملة في صندوق فيدلتي للسندات الدولية، ويهدف إلى تحقيق تنمية رأس مال على المدى الطويل في ظل مخاطر متوسطة، ويعمل مدير الصندوق على تنويع تشكيلة السندات بين حكومية وشركات ذات تصنيف ائتماني استثماري بمختلف العملات.

¹- شركة الرياض المالية، دليل صندوق الرياض للأسهم الأمريكية (الشروط والأحكام).

²- شركة الرياض المالية، دليل صندوق الرياض للسندات الدولية.

الفصل الثالث: دراسة تحليلية قياسية لدور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة دراسة
صناديق الاستثمار السعودية-

2-1-3- الصناديق المتوازنة: من بين أقدم صناديق الاستثمار المتوازنة في سوق الأسهم

السعودي: صندوق الراجحي المتوازن المتعدد الأصول، حيث يهدف الصندوق إلى تحقيق نمو طويل الأجل لرأس المال من خلال الاستثمار في وحدات مختارة من صناديق الأسهم والسلع المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويوفر الصندوق سيولة للمستثمرين، وفيما يلي أهم تفاصيل الصندوق.¹

جدول رقم: (13.3): بيانات صندوق الراجحي المتعدد الأصول

الإشراف	الراجحي المالية Al Rajhi Capital	سعر الوحدة	3.75 ريال	عملة الصندوق	الريال
الفئة	متوازن	النوع	مفتوح	الأتعاب الإدارية	لا توجد
تأسيس الصندوق	1998/11/28	درجة المخاطر	منخفضة	رسوم الاشتراك	2 %
حجم الصندوق	/	الحد الأدنى للاشتراك	7500 ريال	الحد الأدنى الاسترداد	3750 ريال

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على ملخص المعلومات الأساسية الخاص بصندوق الراجحي المتوازن المتعدد الأصول.

2-2- أسواق النقد: يضم سوق الأسهم السعودي عديد الصناديق التي تستثمر في أسواق النقد

سواءً محلياً أو أجنبياً، ومن بين صناديق أسواق النقد المحلية نجد: صندوق الإنماء للسيولة بالريال السعودي، وفيما يلي بياناته:²

جدول رقم: (14.3): بيانات صندوق الإنماء للسيولة بالريال السعودي

الإشراف	الإنماء للاستثمار alinma investment	سعر الوحدة	10 ريال	العملة	ريال
مدة الصندوق	سندات	النوع	مفتوح	الأتعاب الإدارية	20 %
تأسيس الصندوق	2010/08/29	درجة المخاطر	منخفضة	رسوم الاشتراك	لا توجد
حجم الصندوق	/	الحد الأدنى للاشتراك	5000 ريال	الحد الأدنى الاسترداد	1000 ريال

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على دليل صندوق الإنماء للسيولة بالريال السعودي.

من بين صناديق أسواق النقد الأجنبية نجد صندوق الرياض للمتاجرة بالدولار، حيث يهدف إلى

استثمار أمواله في أدوات أسواق نقد متفقة مع الضوابط الشرعية المقررة من قبل الهيئة الشرعية، ويهدف إلى المحافظة على رأس المال المستثمر مع تحقيق معدلات عوائد مناسبة، وفيما يلي بياناته:³

جدول رقم: (15.3): بيانات صندوق الرياض للمتاجرة بالدولار

الإشراف	الرياض المالية riyad capital	سعر الوحدة	10 ريالات	عملة الصندوق	بدولار
مدة الصندوق	أسواق نقد، مرابحة بعملات أجنبية	النوع	مفتوح	الأتعاب الإدارية	1.75 %
تأسيس الصندوق	1990/10/03	مدة الصندوق	لا توجد مدة محددة له	رسوم الاشتراك	لا توجد
حجم الصندوق	/	الحد الأدنى للاشتراك	\$2500	رسوم الاسترداد	2000 ريال

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات صندوق الرياض للمتاجرة بالدولار.

¹ شركة الراجحي المالية، ملخص المعلومات الأساسية لصندوق الراجحي المتوازن المتعدد الأصول.

² شركة الإنماء للاستثمار، دليل صندوق الإنماء للسيولة بالريال السعودي.

³ شركة الرياض المالية، دليل صندوق الرياض للمتاجرة بالدولار.

3- حسب الغرض من الاستثمار: تنقسم صناديق الاستثمار في السعودية حسب الغرض من

الاستثمار إلى:

3-1- صناديق تنمية رأس المال: يوفر سوق الأسهم السعودي بيئة استثمارية ملائمة للمستثمرين

الذين يتطلعون إلى تنمية رأس المال، ومن بين الصناديق التي تلبي هذا الغرض: صناديق المساهم للأسهم السعودية، وفيما يلي أهم بياناته:¹

جدول رقم: (16.3): بيانات صناديق المساهم للأسهم السعودية

الإشراف	سأهبا كابتال sambacapital	سعر الوحدة	10 ريالات	عملة الصندوق	الريال
مدة الصندوق	تنمية رأس المال	النوع	مفتوح	الأتعاب الإدارية	1.75 %
تأسيس الصندوق	1992/05/15	درجة الخطر	عالية	رسوم الاشتراك	لا توجد
حجم الصندوق	/	الحد الأدنى للاشتراك	7500 ريال	رسوم الاسترداد	2000 ريال

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات صندوق المساهم للأسهم السعودية.

3-2- صناديق العائد الدوري: من بين صناديق الاستثمار السعودية التي تستجيب لهذا الهدف

الصندوق الأهلي للدولار قصير الأجل، وهو صندوق يهدف إلى تحقيق الدخل من خلال تقديم عوائد متميزة من الاستثمار في السوق المالية، وخفض المخاطر المحيطة برأس المال، وتيسير الوصول إلى رأس المال في مدة قصيرة، والجدول الآتي يوضح أهم الملامح المتعلقة بالاستثمار في الصندوق.²

جدول رقم: (17.3): بيانات الصندوق الأهلي للدولار قصير الأجل

الإشراف	الأهلي كابيتال NCB Capital	سعر الوحدة	\$ 100	عملة الصندوق	الدولار
غرض الصندوق	الدخل	النوع	مفتوح	الأتعاب الإدارية	0.75 %
تأسيس الصندوق	ديسمبر 1979	درجة المخاطر	منخفضة	رسوم الاشتراك	/
حجم الصندوق	35.72 مليون \$	الحد الأدنى للاشتراك	\$2000	رسوم الاسترداد	/

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على حقائق صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل.

3-3- صناديق الدخل والنمو: من بين الصناديق المسخرة لهذا الغرض صندوق صائب للمتاجرة

بالسلع، فبالإضافة إلى سعي الصندوق إلى تحقيق نمو معتدل لرأس المال، فهو يعمل أيضاً للحفاظ على سيولة كافية من خلال الاستثمار في أدوات مالية متنوعة متوافقة مع معايير الشريعة الإسلامية، والجدول الموالي يوضح بيانات الصندوق.³

¹ شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار، دليل صندوق المساهم للأسهم السعودية.

² شركة الأهلي كابيتال، حقائق عن صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل.

³ شركة الاستثمار للأوراق المالية والوساطة، دليل صندوق صائب للمتاجرة بالسلع.

الفصل الثالث: دراسة تحليلية قياسية لدور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة دراسة صناديق الاستثمار السعودية-

جدول رقم (18.3): بيانات صندوق صائب للمتاجرة بالسلع

الإشراف	الاستثمار كابيتال ALISTITHMAR CAPITAL	سعر الوحدة	10 ريال	عملة الصندوق	الريال
غرض الصندوق	دخل ونمو	النوع	مفتوح	الأتعاب الإدارية	0.5 %
تأسيس الصندوق	2008/11/12	درجة المخاطر	منخفضة	رسوم الاشتراك	لا توجد
حجم الصندوق	/	الحد الأدنى للاشتراك	\$2000	الحد الأدنى الاسترداد	2000 ريال.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات صندوق صائب للمتاجرة بالسلع.

المطلب الثالث: تطور صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الأسهم السعودي

يمثل الجدول الموالي تطور عدد الصناديق العاملة في السعودية، وعدد المشتركين فيها بالإضافة

إلى التطور في حجم أصولها.

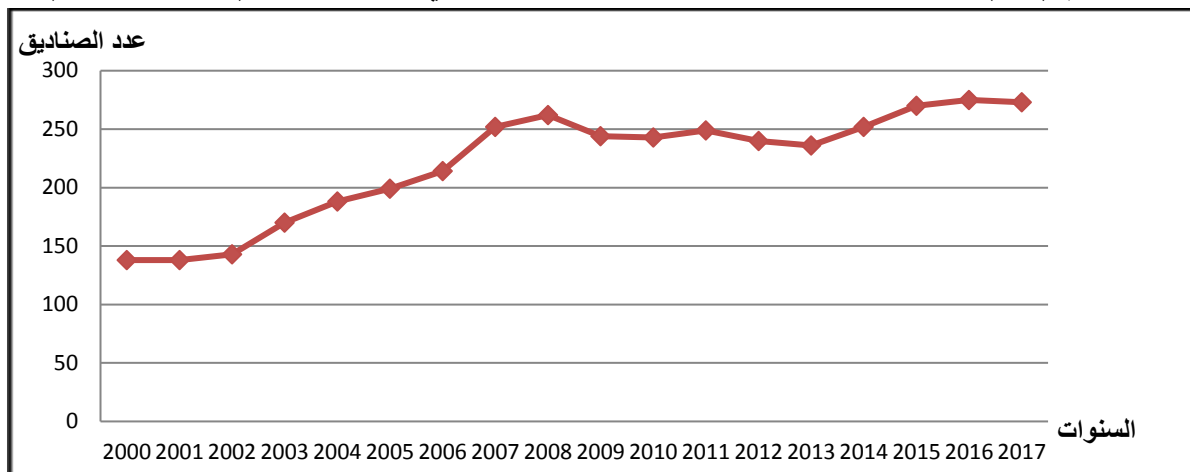
جدول رقم: (19.3): إجمالي الصناديق الاستثمارية في المملكة العربية السعودية وإجمالي

الأصول المالية التي تديرها للفترة (2000-2017)

السنة	عدد الصناديق العاملة	إجمالي أصول الصناديق مليار ريال	عدد المشتركين في نهاية الفترة المالية	معدل نمو أصول الصناديق	معدل نمو المشتركين
2000	138	38.56	95.800	/	/
2001	138	50.06	173.999	30%	82%
2002	143	48.82	165.044	-2%	-5%
2003	170	53.87	172.197	10%	4%
2004	188	60.32	198.357	12%	15%
2005	199	136.97	568.284	127%	186%
2006	214	84.1	499.968	-39%	-12%
2007	252	105.1	426.085	25%	-15%
2008	262	74.81	374.975	-29%	-12%
2009	244	89.55	356.331	20%	-5%
2010	243	94.74	320.415	6%	-10%
2011	249	82.19	293.905	-13%	-8%
2012	240	88.07	275.624	7%	-6%
2013	236	103.18	258.110	17%	-6%
2014	252	110.71	246.031	7%	-5%
2015	270	102.90	236.977	-7%	-4%
2016	275	87.84	224.411	-15%	-5%
2017	273	110.20	238.445	25.5%	6%

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي لسنة 2018، ص 99.

شكل رقم (5.3): تطور عدد الصناديق الاستثمارية المدرجة في السوق للفترة (2000 - 2017)



المصدر: من إعداد الباحثة استناداً إلى بيانات الجدول رقم (19.3).

يلاحظ من الجدول والشكل أعلاه أن النمو في أصول الصناديق الاستثمارية كان بشكل متناسق إلا أنه قفز عام 2005 إلى مستوى عال جداً نتيجة الارتفاع الكبير في أسعار النفط، وعرف نمو الصناديق تذبذباً في السنوات الأخرى إلى غاية سنة 2007 (عام الأزمة المالية العالمية)، فقد عصفت هذه الأزمة بالاقتصاد العالمي وكان لها تأثيرات مباشرة على الاقتصاد السعودي من خلال حدوث تباطؤ في نمو اقتصاده وتراجع في الصادرات السعودية (البتروولية وغير البتروولية) وانخفاض تدفق الاستثمار الأجنبي للمملكة، إضافة إلى بقاء سعر صرف الريال منخفضاً اتجاه معظم عملاء الشركاء التجاريين للمملكة، ليهبط المؤشر العام للسوق المالي السعودي حوالي 56 نقطة مقارنة بالعام الماضي، ولتفقد القيمة السوقية لإجمالي الأسهم المصدرة حوالي 52% من قيمتها¹، وانخفضت أسعار النفط إلى أدنى مستوى لها عام 2009 مسببة هزة مالية للاقتصاد السعودي، الذي يعتمد على الصادرات النفطية والتي تشكل أكثر من 45% من إيرادات المملكة العربية السعودية.

كما شهدت سنتي 2012 و 2013 انخفاضا في عدد الصناديق المدرجة في السوق إلى 240 و 236 صندوقاً على التوالي، ويعود سبب هذا الانخفاض إلى تداعيات أزمة الديون السيادية اليونانية وإلى تجميد هيئة السوق المالي لعمل بعض الصناديق نتيجة لعدم الإفصاح والشفافية على التقارير المالية². كما انخفض عدد صناديق الاستثمار التي تديرها شركات الاستثمار في المملكة عام 2017 بنسبة 0.7% ليصل إلى 273 صندوقاً، وارتفع إجمالي أصول الصناديق نحو 25.5 في المائة لتصل إلى نحو 110.2 مليار ريال نهاية عام 2017، ومن جهة أخرى يلاحظ الأثر الواضح للأزمة المالية العالمية بالانخفاض المتزايد في عدد المشتركين في الصناديق حتى نهاية عام 2017، ويرتبط عدد المشتركين في

¹ - هيئة السوق المالية، التقرير السنوي لسنة 2008.

² - عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية-، مرجع سابق، ص 174.

الفصل الثالث: دراسة تحليلية قياسية لدور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة دراسة
صناديق الاستثمار السعودية-

الصناديق الاستثمارية بعدد المستثمرين في السوق المالي إذ يؤدي انخفاض عدد المستثمرين في السوق إلى انخفاض عدد المشتركين في صناديق الاستثمار¹.

2- إجمالي أصول صناديق الاستثمار: بالتطرق إلى تنوع أصول صناديق الاستثمار بلغة الأرقام نصل إلى ما يلي:
2-1- إجمالي الأصول حسب النوع: يبين الجدول الآتي أصول صناديق الاستثمار موزعة حسب نوع الاستثمار.

جدول رقم (20.3): أصول صناديق الاستثمار موزعة حسب نوع الاستثمار (2006-2017)

الوحدة: مليار ريال.

نوع الصندوق	أسهم محلية	أسهم أجنبية	سندات وصكوك محلية	سندات أجنبية	أدوات نقدية محلية	أدوات نقدية أجنبية	أصول محلية أخرى	أصول أجنبية أخرى	استثمارات عقارية	إجمالي الأصول
2006	31.960	15.583	1.683	168	23.951	3.512	3.749	3.501	/	84.108
2007	45.206	16.809	531	264	29.362	3.518	4.611	4.799	/	105.099
2008	17.085	9.749	1.618	559	38.289	2.252	2.145	995	2.149	74.814
2009	19.281	10.009	1.960	324	49.402	4.099	1.167	974	2.332	89.548
2010	20.948	10.933	2.995	363	48.330	8.028	693	976	1.473	94.740
2011	18.472	9.289	3.031	2.560	40.132	5.454	1.156	359	1.740	82.193
2012	19.192	10.354	2.086	1.807	44.874	6.034	1.833	60	1.817	88.068
2013	23.639	12.170	2.878	1.731	50.809	7.005	1.411	409	3.127	103.179
2014	24.477	11.215	3.973	2.019	45.674	15.194	4.189	410	3.560	110.711
2015	20.025	10.573	5.830	2.017	43.691	12.976	4.014	407	3.365	102.898
2016	16.386	4.940	5.577	2.282	70.793	10.570	4.698	388	3.200	87.836
2017	17.988	5.420	4.996	1.528	55.169	11.598	8.743	542	4.249	110.233

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير متفرقة لسوق المال السعودي.

يُبين الجدول السابق توزيع أصول صناديق الاستثمار حسب نوع الاستثمار في سوق الأسهم السعودي

في الفترة الممتدة ما بين 2006-2017، ونلاحظ ما يلي:

هناك تذبذب في تطور إجمالي أصول صناديق الاستثمار طيلة فترة الدراسة، ونخص بالذكر الفترة الممتدة من 2006 إلى 2009 بسبب أزمة الفقاعة المالية التي ضربت سوق الأوراق المالية السعودية، فقد تراجعت أصول صناديق الاستثمار بصفة عامة والاستثمارات في الأسهم المحلية بصفة خاصة،

¹- أحمد حسن محمود عربيات، مرجع سابق، ص 84.

وانخفضت أصول استثمارات الصناديق في الأسهم المحلية إلى 32 مليار ريال، ورغم ذلك حافظت صناديق الاستثمار بالأسهم المحلية على الصدارة بين الأنواع الأخرى، ثم عادت للنمو سنة 2007، لتصل إلى 45.2 مليار ريال، وبنسبة قدرت بـ: 43% من إجمالي الأصول.

وفي سياق غير منفصل، جاءت الأزمة المالية العالمية التي اندلعت في بداية سنة 2007 وانفجرت في الشهر التاسع من سنة 2008، والتي اعتبرت الأسوأ منذ أزمة الكساد الكبير سنة 1929، بخسائر جسيمة مست جميع الأسواق العالمية وانهارت مؤشراتنا وتراجعت أصولها بشكل هائل، وسوق الأوراق المالية السعودي شأنه شأن بقية الأسواق العالمية شهد تراجعاً كبيراً على مستوى مؤشراتنا، وتراجعت أصول صناديق الاستثمار فيه متأثرة بتراجع الأسهم المحلية والأجنبية والأصول الأخرى، ويبقى التراجع المؤثر هو تراجع الأسهم المحلية إلى 17 مليار ريال سنة 2008 بعدما كانت 45.2 مليار ريال سنة 2007 وتمثل بذلك 22.8% من إجمالي الصناديق، كما نلاحظ هروب مدراء صناديق الاستثمار إلى الاستثمار في الأدوات النقدية المحلية التي ارتفعت إلى 38.2 مليار ريال خلال السنة نفسها (2008).

واللافت للانتباه، أنه كلما حدثت أزمة تضرب الأسواق المالية يتم اللجوء نحو الأدوات النقدية بوصفها الملاذ الآمن للصناديق لتجنب الخسائر الكبيرة، وهو ما يميز صناديق الاستثمار في الحفاظ على الأصول من خلال التنوع، وكلما استقرت الأسواق يعود مدراء الصناديق للاستثمار في الأسهم المحلية والأجنبية، وهذا ما حدث عام 2009، حيث عادت الأسهم المحلية للارتفاع لتصل سنة 2010 إلى 20.9 مليار ريال، أما فيما يخص سنة 2011 فقد شهدت انخفاضاً في إجمالي الأصول وصلت نسبته إلى 13.2% نتيجة تداعيات أزمة الديون السيادية اليونانية، أما إذا تم التطرق إلى بقية السنوات فنلاحظ تحسناً في إجمالي أصول الصناديق باستثناء سنة 2016، التي انخفضت بنسبة 14.64% ثم ما لبثت أن ارتفعت بنسبة 25.50% سنة 2017.

2-2- عدد الصناديق المفتوحة والمغلقة: الجدول الموالي يوضح ذلك.

جدول رقم (21.3): صناديق الاستثمار (مفتوحة/ مغلقة) خلال الفترة (2000-2017)

الأصول: مليون ريال.

الفترة	مفتوحة		مغلقة		إجمالي	
	عدد	أصول	عدد	أصول	عدد	أصول
2000	136	38552	2	4	138	38556
2001	137	49862	1	198	138	50060
2002	139	48149	4	678	143	48827
2003	166	53190	4	676	170	53866
2004	176	58741	12	1576	188	60317
2005	188	135838	11	1136	199	136974
*2006	--	--	--	--	214	84108
*2007	--	--	--	--	252	105100
2008	243	71652	19	3162	262	74814
2009	235	87929	9	1619	244	89548
2010	233	93592	10	1148	243	94740
2011	239	80746	10	1447	249	82193
2012	229	86324	11	1744	240	88068
2013	226	100644	10	2535	236	103179
2014	242	107711	10	3 000	252	110 711
2015	261	100572	9	2 326	270	102 898
2016	263	84976	12	2 859	275	87 836
2017	255	98251	18	11 982	273	110 233

المصدر: www.cma.org.sa 18:35*31-04-2019

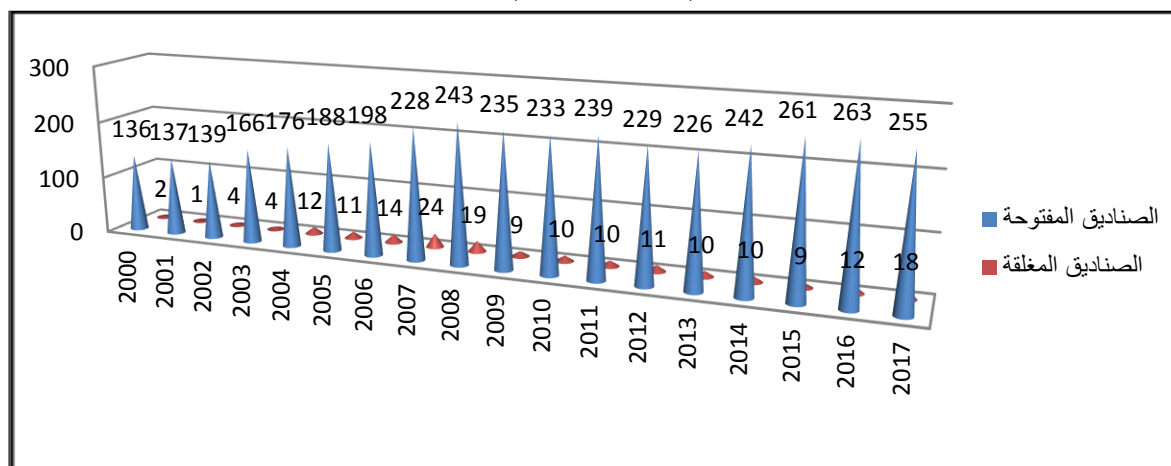
*عدم وجود معلومات عن حجم أصول صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة خلال سنتي 2006 و2007 راجع إلى تغير مصدر المعلومة من مؤسسة النقد العربي السعودي إلى هيئة السوق المالي.

تحليل الجدول:

من الجدول أعلاه يتضح جليا أن المستثمرين في صناديق الاستثمار يفضلون التوجه إلى صناديق الاستثمار المفتوحة على المغلقة نظرا لخصائصها (توفير السيولة للمشاركين باستمرار) من خلال الاستعداد الدائم لإعادة شراء واثاق الاستثمار بناء على طلب المشترك، إلا أن علاقة صناديق الاستثمار بسوق الأوراق المالية السعودية تبقى محدودة جدا وخاضعة لسياسة إدارة الصندوق وفتته، عكس الصناديق المغلقة التي لها علاقة وثيقة بسوق التداول، حيث يتم تداولها في سوق مثلها مثل الأوراق المالية (الأسهم والسندات) ويتم تداولها على شكل واثاق استثمار، إلا أن عددها يبقى قليلا وفي تذبذب مستمر حيث استقر عددها إلى 18

صناديق سنة 2017، في حين أن الصناديق المفتوحة في نمو مستمر حيث وصل عددها إلى 255 مقارنة بالسنة نفسها.

شكل رقم (6.3): عدد الصناديق المغلقة والمفتوحة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة
(2017-2000)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول (21.3).

3- الاستثمارات بالأصول المحلية والأجنبية في صناديق الاستثمار: يمكن توضيح مقدار الاستثمار في كل من الأصول المحلية والأجنبية في صناديق الاستثمار الناشطة في سوق الأسهم السعودي، وكذا نسبة تغيرها خلال الفترة (2017-2006) من خلال الجدول أدناه.

جدول رقم (22.3): الاستثمارات بالأصول المحلية والأجنبية في صناديق الاستثمار

الوحدة: مليار ريال.

السنة	الأصول المحلية	نسبة التغير %	الأصول الأجنبية	نسبة التغير %	إجمالي الأصول	نسبة التغير %
2006	61.34	-	22.76	-	84.10	-
2007	79.9	30.26 -	25.2	10.72	105.1	25
2008	61.3	23.3 -	13.6	46.2 -	74.8	28.80 -
2009	74.1	21	15.4	13.7	89.5	19.7
2010	74.4	0.4	30.3	31.7	94.7	05.8
2011	64.5	13.3 -	17.7	13 -	82.9	13.2 -
2012	69.8	08.2	18.3	03.4	88.01	07.1
2013	81.9	18.3	21.3	16.8	103.2	17.2
2014	81.9	00.00	28.8	35.3	110.7	07.3
2015	75.92	07.30 -	26.98	6.32 -	102.90	7.05 -
2016	70.66	6.93 -	17.18	8.36 -	87.84	14.64 -
2017	91.15	29.00	19.09	11.11	110.23	25.49

المصدر: - مؤسسة النقد العربي السعودي، التقارير السنوية للسنوات: 2010، 2015، 2018، ص ص 93، 98، 97 على الترتيب.

باستقراء الجدول السابق، نلاحظ أن هناك تطورا في إجمالي الأصول، حيث ارتفع حجم أصول صناديق الاستثمار عام 2007 إلى نحو 105.1 مليار ريال مقارنة بـ 84.10 مليار ريال عام 2006 بنسبة ارتفاع قدرها 25%، وانخفض حجم أصول صناديق الاستثمار سنة 2008 إلى نحو 74.8 مليار ريال مقارنة بـ 105.10 مليار ريال سنة 2007، وأن إجمالي أصول صناديق الاستثمار التابعة للمصارف التجارية وشركات الاستثمار سجلت انخفاضا خلال الربع الرابع من سنة 2008 بنسبة 23.06% (22.426 مليار ريال) مقارنة بانخفاض نسبة 11.5% (12.607 مليار ريال) في الربع الثالث من 2008. وفي ذات السياق سجلت الأصول المحلية معدل نمو سلبي بنسبة 23.3%؛ أي ما يعادل 18.45 مليار ريال والأصول الأجنبية كذلك بنسبة 46.2% بسبب الأزمة المالية العالمية التي حلت بالعالم سنة 2008، أما فيما يخص سنتي (2009 و2010) فشهدت تطورا في حجم إجمالي الأصول قدرت بـ: 89.5 و94.7 مليار ريال على التوالي.

هذا وقد عرفت الأصول الأجنبية تطورا ملحوظا من 15.4 سنة 2009 إلى 30.3 سنة 2010، أما فيما يخص سنة 2011 فقد شهدت انخفاضا في إجمالي الأصول بنسبة 13.2% لتداعيات أزمة الديون السيادية اليونانية، لتشهد الثلاث سنوات اللاحقة (2012، 2013، 2014) ارتفاعات في إجمالي أصول صناديق الاستثمار بنسب مئوية قدرت بـ: 7.1%، 17.2% و 07.3 على التوالي، في حين شهدت سنتي 2015 و2016 تراجعاً في إجمالي الأصول للتراجع الملاحظ في كل من الأصول المحلية والأجنبية، لترتفع نسبة إجمالي الصناديق إلى 25.49% سنة 2017 عما كانت عليه سنة 2016 للتحسن الملحوظ في قيمة الأصول المحلية، فقد ارتفعت بمقدار 29.00% لتصل إلى 91.15 مليار ريال وارتفاع الأصول الأجنبية من جهة أخرى إلى 19.09 مليار ريال بنسبة مئوية قدرت بـ: 11.11% . وفي توزيع الأصول حسب القطاعات نلاحظ في الجدولين الآتيين توزيع أصول الصناديق حسب القطاعات في سوق الأسهم السعودي للأعوام 2006-2007 و2008-2011 كما يلي:

جدول رقم (23.3): حجم أصول صناديق الاستثمار في قطاعات سوق الأسهم السعودي خلال عامي
2006 - 2007

التغير	2006		2007		القطاع
	النسبة	الحجم بالمليون ريال	النسبة	الحجم بالمليون ريال	
%31.5	%22.5	6,975	%21	9,175	البنوك
%82.0	%38.3	11,891	%49.5	21,640	الصناعة
%2.0-	%11.2	3,469	%7.8	3,401	الاسمنت
%49.8	%4.9	1,535	%5.3	2,300	الخدمات
%-72.2	%2.2	686	%0.4	191	الكهرباء
%-23.7	%13.2	4,114	%7.2	3,137	الاتصالات
%6.9	%3.3	1,017	%5.2	1,087	التأمين
%30.9	\$0.3	97	%0.3	127	الزراعة
%104.8	%4.1	1,279	%6	2,620	سيولة نقدية
%40.6	%100	31,063	%100	43,678	الإجمالي

المصدر: -هيئة السوق المالي السعودي.

✓ وترصد الباحثة أهم مخرجات الجدول السابق في النقاط الآتية:

- تركزت أكثر استثمارات صناديق الاستثمار في قطاع الصناعة، فقد بلغ إجمالي حجم الاستثمار نحو 216 مليون ريال عام 2007 وبنسبة 49.5% من إجمالي الاستثمارات في جميع القطاعات، أما في عام 2006 فقد بلغت نسبة استثمار صناديق الاستثمار نسبة 38.3%.

- ارتفع حجم أصول صناديق الاستثمار عام 2007 في قطاعات البنوك، الصناعة، خدمات، التأمين، والزراعة بنسبة تتراوح بين 6.9% في قطاع التأمين و31.5% في قطاع البنوك عما كانت عليه سنة 2006.

- انخفض حجم أصول الصناديق عام 2007 في قطاعات الاسمنت والكهرباء والاتصالات بنسبة تتراوح بين 2% قطاع الاسمنت و72.2% قطاع الكهرباء.

إلا أن توسع نشاط صناديق الاستثمار شمل عديد القطاعات الأخرى كما هو موضح في الجدول الموالي.

الفصل الثالث: دراسة تحليلية قياسية لدور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة دراسة
صناديق الاستثمار السعودية-

جدول رقم (24.3): حجم أصول صناديق الاستثمار في قطاعات سوق الأسهم السعودي للأعوام
2011-2008

التغير	2011		2010		التغير	2009		2008		القطاع
	النسبة الى الاجمالي	الحجم مليون	النسبة الى الاجمالي	الحجم مليون		النسبة الى الاجمالي	الحجم مليار	النسبة الى الاجمالي	الحجم مليار	
-22.7 %	%21.2	3639.0	24.7%	4707.9	%27	%22	4,119	%19.7	3.237	المصارف والخدمات المالية
%12-	%28.7	4920.8	29.3%	5592.8	%44	%25	4,640	%19.6	3.22	الصناعات البتروكيماوية
%33.3	%7.4	1267.4	5%	950.6	%9	%6	1,067	%6.0	0.981	الاسمنت
%44	%6.4	1103.5	4%	766.4	%58	%4	0,725	%2.8	0.458	التجزئة
%17-	%7.2	1237.8	7.8%	1491.8	%38	%6	1,167	%5.1	0.843	الزراعة والصناعات الغذائية
-38.8 %	%1.2	208.6	1.8%	340.9	%71	%0.5	0,084	%0.3	0.049	الطاقة والمرافق الخدمية
-22.2 %	%8.7	1494.8	10.1%	1921.6	%15	%11	1,981	%10.5	1.728	الاتصالات وتقنية المعلومات
-83.3 %	%0.01	0.9	0.03%	5.4	- %25	%0.2	0,045	%0.4	0.06	شركات الاستثمار المتعدد
%5.8	%0.4	74.6	0.4%	70.5	%31	%0.2	0,064	%0.01	0.002	التأمين
%7.0	%7.8	1336.2	6.5%	1248.8	%43	%7	1,304	%5.5	0.912	الاستثمار الصناعي
-25.5 %	%4.9	837.1	5.9%	1123.1	%28	%8	1,467	%6.9	1.144	التشييد والبناء
%1.7	%2.7	468.1	2.4%	460.1	- %80	%3	0,489	%14.5	2.396	التطوير العقاري
-87.7 %	%0.1	13.0	0.6%	105.6	%1	%1	0,173	%1	0.172	النقل
%12.4	%0.1	17.2	0.1%	15.3	%40	%0.1	0,021	%0.1	0.015	الإعلام والنشر
%0	%0.0002	0.04	0.0002%	0.04	-	%0.002	0,0004	%0	0	الفنادق والسياحة
%88.9	%3	516.2	1.4%	273.3	%5-	%6.0	1,196	%7.6	1.253	أخرى (سيولة نقدية وأسواق النقد)
%100	%100	17135.1	100%	19074.1	%13	%100	18,542	%100	16.470	الإجمالي

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: - هيئة السوق المالي السعودي، التقرير السنوي لسنة 2011، ص 56.

- هيئة السوق المالي السعودي، التقرير السنوي لسنة 2009، ص 56.

✓ ويمكن إبراز أهم ملامح الجدول في الآتي:

- ازداد عدد القطاعات التي تستثمر أصول الصناديق فيها، لتشمل 16 قطاعاً وقد تركزت معظم الاستثمارات في قطاع المصارف بعدما كانت تتضمن 09 قطاعات فيما سبق.
 - تركزت معظم استثمارات صناديق الاستثمار في قطاعي الصناعات البتروكيمياوية والمصارف والخدمات المالية، حيث بلغ حجم الاستثمار في قطاعي الصناعات البتروكيمياوية والمصارف والخدمات المالية نحو 4,64 مليار ريال و4,1 مليار ريال عام 2009 بنسبة مقدارها 25% و22% على التوالي من إجمالي حجم الاستثمارات في جميع القطاعات، وبالتالي، يشكل هذان القطاعان تقريباً نصف استثمارات الصناديق بنسبة 47% لترتفع هذه النسبة إلى ما يفوق 50% من النسبة الإجمالية لاستثمارات الصناديق في جميع القطاعات المشاركة في السوق المالية السعودي سنة 2010، حيث قدر حجم أصول كل من قطاعي الصناعات البتروكيمياوية والمصارف والخدمات المالية 4.70 مليار ريال، 5.59 مليار ريال على التوالي.
 - من بين القطاعات التي شهدت تراجعاً في أداءها قطاع التطوير العقاري الذي تراجع من 14.5% سنة 2008 إلى 3% سنة 2009، والذي يعد من أكبر القطاعات تضرراً نتيجة أزمة دبي العالمية* التي رمت بضلالها على جميع دول الخليج، خاصة في الجانب العقاري.
 - تكاد استثمارات الصناديق تكون معدومة في قطاع الفنادق والسياحة، فقد جاء الاستثمار فيه في المرتبة الأخيرة من حيث الحجم بمبلغ يقارب 400 ألف ريال وبنسبة مئوية قدرت بـ: 0,002%.
- الفرع الخامس: نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية للفترة (2000-2017):

ويتضح ذلك من خلال الجدول الموالي.

*جاءت هذه الأزمة نتيجة التوسع الكبير والغير مدروس بحجم الاقتراض، فسوء سياسة الاقتراض التي اتبعتها مجموعة دبي العالمية (شركة استثمارية مقرها دبي، وتشمل استثمارات الشركة أربعة مجالات أساسية وهي: النقل والخدمات اللوجستية، الأحواض الجافة والخدمات الملاحية، التطوير الحضري، والاستثمار والخدمات المالية)، كان لها الأثر الرئيس والكبير في إشعال فتيل الأزمة في دبي، فعندما أدركت مجموعة دبي العالمية بأنها مقبلة على تعثر مالي شديد طالبت من إمارة أبو ظبي إقراضها مبلغ 9 مليار دولار، ولكن أبو ظبي امتنعت عن إقراضها مما أجبر المجموعة على الطلب من دائنيها بتأجيل استحقاق ديونهم المتمثلة في صكوك أصدرتها شركة النخيل الأمر الذي أدى إلى إشعال فوضى كبيرة، مما أدى إلى إعلان مجموعة دبي لاحقاً أن كلا من نخيل وليمس العقارين ستخضعان لإعادة الهيكلة، وستطلبان إعادة جدولة ديونهما البالغة 26 مليار دولار، الأمر الذي شكل الصدمة الكبرى على العالم لما لهذا الأمر من تأثيرات على الاقتصاد العالمي.

جدول رقم (25.3): نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة
(2017-2000)

السنة	اجمالي القيمة السوقية مليار ريال.	استثمارات الصناديق الاستثمار في الأسهم مليار ريال.	نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في السوق المالي السعودي %
2000	255	1360	5.33
2001	275	2355	8.56
2002	281	2437	8.67
2003	590	4841	8.20
2004	1149	14.572	12.68
2005	2438.2	89.444	3.67
2006	1225.9	31.960	2.61
2007	1946.4	45.206	2.32
2008	924.5	17.085	1.84
2009	1195.5	19.281	1.61
2010	1325.4	20.948	1.58
2011	1270.8	18.472	1.45
2012	1400.3	19.192	1.37
2013	1752.9	23.639	1.34
2014	1812.9	24.477	1.35
2015	1579.1	20.025	1.27
2016	1682.0	16.386	0.97
2017	1689.6	17.988	1.06

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- البيانات الواردة في الجدول (20.3).

- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوية لسنة 2010، ص 81.

- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوية لسنة 2014، ص 87.

- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي لسنة 2018، ص 90.

تحليل الجدول:

من الجدول السابق نلاحظ أن سنة 2004 حققت أعلى نسبة لمساهمة الصناديق في سوق الأسهم السعودي لأن إجمالي القيمة السوقية كان منخفضاً بسبب قلة وجود القطاعات الاقتصادية، التي تعمل على استقطاب أموال المدخرين لاستثمارها، مما دفع بعديد المدخرين إلى التعامل بتلك الصناديق في تلك

الفترة، أما السنوات الأخرى فقد شهدت المساهمات انخفاضات ملحوظة بشكل مختلف من سنة لأخرى، وهذا الانخفاض في المساهمات يعود إلى قلة عدد الصناديق في السوق السعودي، فضلا على أن إجمالي أصول الصناديق أصبح منخفضا مقارنة مع قيمة الأوراق المالية، وذلك بفعل التقدم في القطاعات الاقتصادية الأخرى، واستحداث الخدمات المتنوعة التي أثرت على نسبة مساهمة الصناديق الاستثمارية في السوق.

المطلب الرابع: تقييم أداء عينة من صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي

بناء على المعطيات الواردة في الملحق رقم 01 والذي يتضمن تصنيف شركات الاستثمار وفقا لأصول وعدد الصناديق وعدد المشتركين خلال الفترة (2014-2017).

على هذا الأساس، سيتم الاعتماد على الشركات الأكثر مساهمة من حيث عدد الأصول، عدد الصناديق وكذا عدد المشتركين في السوق لقياس عائد هذه الصناديق، وبإجراء مقارنة بين الجداول التي تضمنها الملحق، فقد وقع الاختيار على ثلاث شركات مساهمة: شركة الرياض المالية، شركة الأهلي المالية، شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار.

الفرع الأول: أسلوب تقييم أداء صناديق الاستثمار وفقا لنموذج العائد على الاستثمار

يعد هذا النموذج من أبسط النماذج المستخدمة في تقييم أداء الصناديق، والذي يتطلب معلومات عن قيمة الأصل في بداية ونهاية الفترة وبيانات عن التوزيعات، حيث يعتمد هذا المؤشر أو المقياس على معدل العائد الذي حققه الصندوق دون أخذ عامل المخاطرة بعين الاعتبار، وذلك على مر الفترة السابقة ومع أن الأداء السابق ليس ضمانا للأداء المستقبلي إلا أنه يعد مؤشرا جيدا له في كثير الأحيان، ومن أهم ما يقال فيه:

✓ عادة ما يقاس العائد لمدة سنة، ثلاث، خمس سنوات، وفي بعض الأحيان لمدة أطول ومنذ الإنشاء، وبهذا يمكن فحص أداء الصندوق وحده، ولكن الأهم هو المقارنة بين أداء الصندوق والمؤشر الاسترشادي* الخاص به، أو بين أداء صندوقين، ولكن يجب التأكد عند المقارنة بين الصندوقين أنهما يستثمران في الفئة الاستثمارية والسوق نفسيهما، فلا ينبغي مقارنة أداء صندوق مربحة بصندوق أسهم للاختلاف الكبير في الأصل الذي يستثمر كل منهما فيه، كما يحبذ دائما المقارنة بين فترات واحدة فلا نقارن بين العائد السنوي لخمس سنوات لصندوق وثلاث سنوات لصندوق آخر.

✓ عند النظر لفترات تزيد عن سنة، ينبغي استخدام المتوسط الهندسي للعائد وليس المتوسط الحسابي؛ لأن الهندسي أكثر دقة.

✓ عند قياس أداء الصندوق مقارنة بالمؤشر الاسترشادي الخاص به، يجب التأكد أن المؤشر المستخدم صحيح ومناسب بالنظر إلى الصندوق وغرضه والفئات التي يستثمر فيها، فلا يعقل أن يكون

*- المؤشر الاسترشادي يشير إلى المؤشر الذي يقارن به أداء الصندوق.

المؤشر الاسترشادي لصندوق الأسهم هو مؤشر سوق السندات؛ "لأنه لا يمثله"، كذلك لا يعقل لأي صندوق يختص بالأسهم الشرعية السعودية أن يستخدم المؤشر الكلي لسوق التداول كمؤشر استرشادي؛ لأنه يحوي شركات غير شرعية لا يمكن للصندوق الاستثمار فيها، وبالتالي، فهو لا يتماثل مع المجال الاستثماري للصندوق.

أولاً: صناديق شركة الرياض المالية

يعد بنك الرياض أحد أكبر المصارف في المملكة العربية السعودية، الذي يقوم بتزويد عملائه من الأفراد والشركات بمجموعة متكاملة من الخدمات المصرفية والاستثمارية، وقد قام البنك بتأسيس شركة الرياض المالية لتكون الوجهة الاستثمارية له، حيث إنها تعمل على توفير خدمات استثمارية مبتكرة ذات قيمة تنافسية عالية يتم طرحها في إطار خدماتها، ويضم البنك مجموعة معتبرة من الصناديق بنوعها التقليدية والإسلامية.

1- صندوق الرياض للأسهم السعودية: أنشئ الصندوق بتاريخ 1992/12/03، والغرض من الاستثمار فيه؛ تحقيق تنمية رأس المال على المدى الطويل من خلال استثمار أصوله بشكل رئيسي في أسهم الشركات السعودية المدرجة من مختلف الأحجام والقطاعات، وهو من النوع المفتوح الذي يناسب المستثمرين الذين يسعون إلى تنويع استثماراتهم من خلال الاستثمار في الأسهم السعودية¹، والجدول الآتي يتضمن تطور أداء الصندوق.

جدول رقم: (26.3): معدل العائد لصندوق الرياض للأسهم السعودية

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
عائد الصندوق	-51.94 %	%22.04	%14.31	-1.32 %	%8.90	%30.66	%11.57	%14.36	-1.64 %	%0.41
عائد المؤشر الإرشادي	-56.49 %	%27.46	%8.15	-3.07 %	%5.98	%25.50	-2.37 %	-17.06 %	%4.76	%-0.54

المصدر: - شركة الرياض المالية، ملخص المعلومات الرئيسية لصندوق الرياض للأسهم السعودية، ص 02

ويتضمن الجدول الموالي العائد الكلي للصندوق خلال 10 سنوات.

¹ - شركة الرياض المالية، التقرير السنوي 2017، متاح على الموقع: www.riyadcapital.com، ص 03.

الفصل الثالث: دراسة تحليلية قياسية لدور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة دراسة صناديق الاستثمار السعودية-

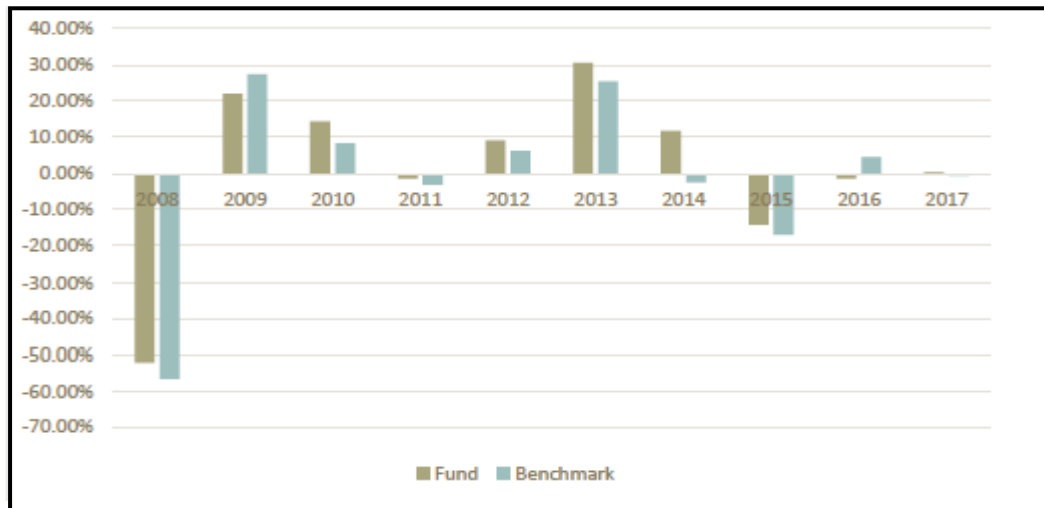
جدول رقم: (27.3): العائد الكلي لصندوق الرياض للأسهم السعودية خلال عشر سنوات

الفترة الزمنية	منذ سنة	منذ 03 سنوات	منذ خمس سنوات	منذ عشر سنوات	منذ التأسيس
عائد الصندوق	0.41%	-15.13%	23.73%	-10.85%	1996.39%

المصدر: - شركة الرياض المالية، التقرير السنوي لسنة 2017، ص 05.

- شركة الرياض المالية، مذكرة المعلومات الخاصة بصندوق الرياض للأسهم السعودية، ص 4.

شكل رقم (7.3): أداء صندوق الرياض للأسهم السعودية مقارنة بالمؤشر الاسترشادي



المصدر: - الرياض المالية، مذكرة معلومات حول صندوق الرياض للأسهم السعودية، فيفري 2018، ص 4.

من الجدولين والشكل أعلاه نلاحظ أن انخفاض أداء الصندوق خلال عام 2008 بـ 51.94% يعود إلى الأزمة المالية العالمية، ليستعيد الصندوق عافيته بعد ذلك وينخفض سنة 2011 إلى 1.32% بسبب أزمة الديون السيادية.

وبمقارنة عائد الصندوق بعائد المؤشر الإرشادي الخاص به، نجد أن الصندوق قد حقق معدلات عائد تفوق المؤشر الإرشادي خلال العشر السنوات السابقة، وبملاحظة الانخفاضات أو التراجعات التي تعرض لها كل من عائد الصندوق وعائد المؤشر الاسترشادي الخاص به بسبب كل من الأزمات المالية العالمية والديون السيادية، فقد كان تأثير عائد المؤشر الاسترشادي أكبر من تأثير عائد الصندوق.

2- صندوق الرياض للأسهم (2): عبارة عن وعاء للاستثمار في أسهم الشركات السعودية المتوافقة مع الضوابط الشرعية المقررة من الهيئة الشرعية، ويهدف صندوق الرياض للأسهم (2) إلى تنمية رأس المال على المدى البعيد في ظل المخاطر المصاحبة للاستثمار في أصول الصندوق. ويعد الصندوق ذو مخاطر مرتفعة، حيث يقوم مدير الصندوق بقياس أداءه مقارنة بأداء مؤشر الإرشاد "مؤشر ستاندرد آند بورز للشركات المتوافقة مع الضوابط الشرعية"¹، وبخصوص أداء الصندوق فنلاحظ من خلال الجدولين والشكل أدناه أنه حقق عائدا سلبيا نهاية سنة 2017 وصل إلى 0.48%، ومن جهة أخرى حقق الصندوق أعلى عائدا له سنة 2009 (25.38%) بعد تراجع سلبي كبير لآثار

¹ - شركة الرياض المالية، ملخص المعلومات الرئيسية الخاص بصندوق الرياض للأسهم (2)، ص 1.

الفصل الثالث: دراسة تحليلية قياسية لدور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة دراسة صناديق الاستثمار السعودية-

الأزمة المالية على مختلف القطاعات المشكلة للاقتصاد السعودي، وبصفة خاصة سوق الأسهم سنة 2008 ليصل إلى 53.60%.

وبمقارنة أداء الصندوق بالمؤشر الإرشادي الخاص به، نجد أن معدلات العوائد المحققة في كل منهما كانت متقاربة حتى نسب التراجع، التي شهدها كل من الصندوق ومؤشره الاسترشادي نتيجة الأزميتين: العالمية والسيادية، فقد كانت متقاربة من حيث نسب الانخفاض.

جدول رقم (28.3): إجمالي العائدات السنوية لصندوق الرياض للأسهم (2)

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
عائد الصندوق	-53.60%	25.38%	15.37%	-0.44%	13.00%	25.19%	2.99%	-17.68%	1.03%	-0.48%
عائد المؤشر الإرشادي	-57.89%	31.42%	9.10%	-1.69%	7.82%	23.26%	-7.96%	-17.73%	6.42%	-0.23%

المصدر: شركة الرياض، مذكرة المعلومات الخاصة بصندوق الرياض للأسهم (2)، ص 4.

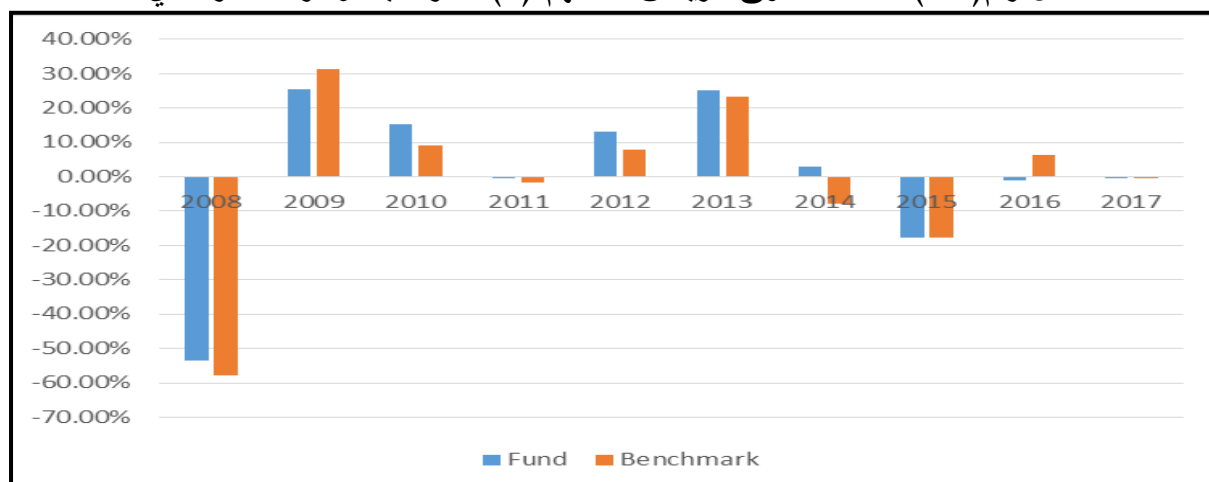
جدول رقم (29.3): العائد الكلي لصندوق الرياض للأسهم (2) خلال عشر سنوات

الفترة الزمنية	منذ سنة	منذ ثلاث سنوات	منذ خمس سنوات	منذ عشر سنوات	منذ التأسيس
عائد الصندوق	-0.48%	-19.02%	4.41%	-21.16%	563.05%

المصدر: - شركة الرياض المالية، صندوق الرياض للأسهم (2)، التقرير السنوي لسنة 2017، ص 5.

- شركة الرياض المالية، مذكرة المعلومات الخاصة بصندوق الرياض للأسهم (2)، ص 4.

شكل رقم (8.3): أداء صندوق الرياض للأسهم (2) مقارنة بالمؤشر الاسترشادي



المصدر: الرياض المالية، مذكرة معلومات حول صندوق الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، فيفري 2018، ص 4.

3- صندوق الرياض للأسهم (3): أنشئ الصندوق في 2000/12/31، غير محدد المدة ويهدف

إلى تحقيق تنمية رأس المال على المدى الطويل، ويستثمر أصوله في أسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية ذات القيمة السوقية العالية التي يحددها مؤشر الصندوق، ويقوم مدير الصندوق بقياس

الفصل الثالث: دراسة تحليلية قياسية لدور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة دراسة
صناديق الاستثمار السعودية-

أدائه مقارنة بالمؤشر الإرشادي "مؤشر إيديال ريتنجز للأسهم الكبرى للسوق السعودي- للمستثمر السعودي"¹، وقد حقق الصندوق عائداً وصل إلى 5.64% سنة 2017 غير أن أثر الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 كان واضحاً، إذ أثرت سلباً على عائد الصندوق، الذي حقق عائداً قدر بـ: -54.63% وحقق المؤشر الإرشادي عائداً بـ: -57.01%.

جدول رقم (30.3): إجمالي العائدات السنوية لصندوق الرياض للأسهم (3)

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
عائد الصندوق	-54.63%	20.34%	16.87%	-6.99%	5.02%	21.79%	3.44%	-18.70%	1.88%	-5.64%
عائد المؤشر الإرشادي	-57.01%	25.40%	11.64%	-9.98%	2.40%	21.35%	-9.65%	-17.13%	5.13%	-3.31%

المصدر: شركة الرياض المالية، مذكرة المعلومات الخاصة بصندوق الرياض للأسهم (3)، ص 4.

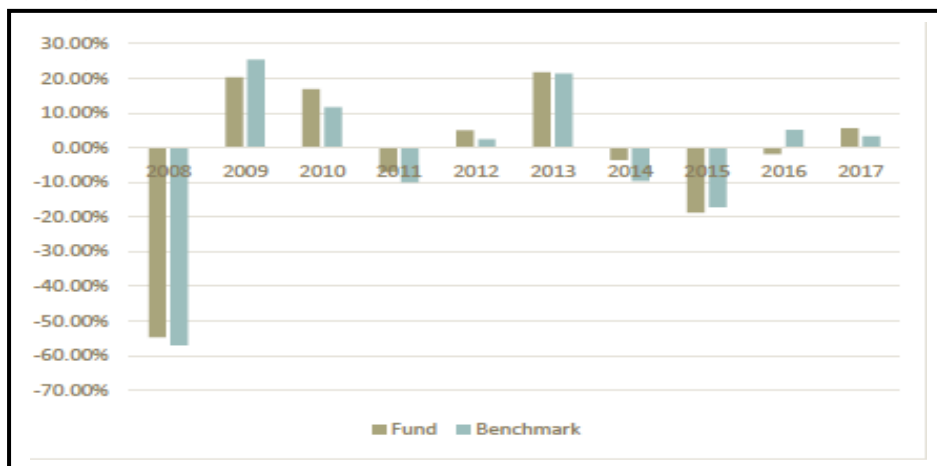
جدول رقم (31.3): العائد الكلي لصندوق الرياض للأسهم (3) خلال عشر سنوات

الفترة الزمنية	منذ سنة	منذ ثلاث سنوات	منذ خمس سنوات	منذ عشر سنوات	منذ التأسيس
عائد الصندوق	5.64%	-15.81%	1.00%	-38.30%	359.91%

المصدر: - شركة الرياض المالية، صندوق الرياض للأسهم (3)، التقرير السنوي لسنة 2017، ص 05.

- شركة الرياض المالية، مذكرة المعلومات الخاصة بصندوق الرياض للأسهم (3)، ص 04.

شكل رقم (9.3): أداء صندوق الرياض للأسهم (3) مقارنة بالمؤشر الاسترشادي



المصدر: - شركة الرياض المالية، مذكرة معلومات حول صندوق الرياض للأسهم القيادية، فيفري 2018، ص 5.

✓ وبمقارنة أداء الصناديق الثلاثة السابقة، نجد أن عامل عمر الصندوق مهم جداً، فكلما كان عمر الصندوق أكبر كلما أعطى ذلك انطباعاً للمستثمر بتوفر المهارة والخبرة لدى مديره، فالصناديق

1- تم الاعتماد على:

- شركة الرياض المالية، ملخص المعلومات الرئيسية لصندوق الرياض للأسهم (3)، ص 01.

- مذكرة المعلومات الخاصة بصندوق الرياض للأسهم (3)، ص 02.

الحديثة تعاني في الغالب من نقص الخبرة وارتفاع التكاليف خاصة في فترة بداية مزاوله النشاط الاستثماري.

فقد أثبتت عديد الدراسات التي أجريت على كثير الصناديق أن عامل الخبرة بين الصناديق في السوق يرتبط بشكل أساسي بأدائه، حيث إن الصناديق ذات العمر الطويل تتوسع بشكل أكبر من خلال إصدار المزيد من الوثائق مقارنة بالصناديق الحديثة في السوق، وهو ما ينطبق على صناديق شركة الرياض المالية، حيث حقق صندوق الرياض للأسهم السعودية معدل أداء وصل إلى 1996.39% منذ تأسيسه سنة 1992، في حين حقق كل من الصندوقين الآخرين (صندوق الرياض للأسهم 2 وصندوق الرياض للأسهم 3) معدلات عائد أقل بكثير من نصف العائد، الذي حققه صندوق الرياض للأسهم السعودية منفردا.

ثانياً: شركة الأهلي المالية: تم تأسيس الأهلي كابيتال في عام 2007 لتكون الذراع الاستثمارية ومدير الأصول للبنك الأهلي التجاري (يملك أكثر من 90% من الشركة)، والتي تقدم لعملائها حلولاً رائدة ومتكاملة في الخدمات الاستثمارية، وتعد شركة الأهلي اليوم أكبر مدير أصول في المملكة العربية السعودية وإحدى أكبر مدير للأصول المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في العالم بأكثر من 140 مليار ريال سعودي أصول تحت الإدارة¹.

ومن بين الصناديق المدارة من قبل شركة الأهلي المالية ما يلي:

1- صندوق الأهلي لأسهم الشركات السعودية الصغيرة والمتوسطة: هو صندوق استثماري مفتوح، يهدف إلى تحقيق النمو في رأس المال على المدى الطويل من خلال الاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة في سوق الأسهم السعودي وفقاً للمعايير الشرعية²، والجدول الموالي يوضح العائد الإجمالي للصندوق منذ إنطلاقه.

جدول رقم (32.3): عائد صندوق الأهلي لأسهم الشركات السعودية الصغيرة والمتوسطة منذ إنطلاقه

السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
العائد	44.76%	13.83%	5.34%	18.57%	36.63%	16.3%	-23.29%	2.59%	-4.42%
المؤشر	39.95%	9.34%	7.61%	24.67%	36.58%	7.72%	-22.04%	3.19%	-0.10%

المصدر:- شركة الأهلي المالية، التقرير السنوي لصندوق الأهلي لأسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة، 2016، ص 04.

- شركة الأهلي المالية، التقرير السنوي لصندوق الأهلي لأسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة 2017، ص 04.

¹ - <http://www.alahlicapital.com.24/03/2019.20:55>.

² - شركة الأهلي المالية، التقرير السنوي لصندوق الأهلي لأسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة لسنة 2016، ص 03.

جدول رقم (33.3): العائد الإجمالي لصندوق الأهلي لأسهم الشركات السعودية الصغيرة والمتوسطة لسنة، ثلاث، خمس سنوات

الفترة الزمنية	سنة	03 سنوات	05 سنوات
العائد الإجمالي	4.42 % -	9.06 % -	3.63 %
عائد المؤشر	0.10 %	6.96 % -	3.45 %

المصدر: - شركة الأهلي المالية، التقرير السنوي لصندوق الأهلي لأسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة 2017، ص 04.

من الجدولين أعلاه، نلاحظ أن عائد الصندوق الأهلي لأسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة بلغ 4.42% في عام 2017، وهو ما يقل عن عائد المؤشر المعياري المقدر بـ: 0.10%، وبمقارنة عائد 03 و05 سنوات بين عائد الصندوق وعائد المؤشر، نتوصل إلى أن المؤشر الإرشادي قد تفوق بعائده على عائد الصندوق، وهو ما تظهره المعطيات الرقمية الموضحة.

2- الصندوق الأهلي الخليجي للنمو والدخل: هو صندوق مفتوح يهدف إلى تحقيق النمو في رأس المال على المدى الطويل، وتوزيع الدخل من خلال الاستثمار في أسواق الأسهم الخليجية وفق قواعد الشريعة الإسلامية الصادرة عن الهيئة الشرعية للصندوق¹، والجدول الآتية تتضمن تطور أداء الصندوق.

جدول رقم (34.3): العائد الإجمالي السنوي لصندوق الأهلي الخليجي للنمو والدخل منذ إنطلاقه

الفترة	2012	2013	2014	2015	2016	2017
العائد	12.94 %	27.37 %	8.80 %	13.32 % -	4.19 %	0.99 % -
المؤشر	6.06 %	23.12 %	9.21 % -	17.90 % -	6.89 %	1.56 % -

المصدر: - شركة الأهلي المالية، صندوق الأهلي الخليجي للنمو والدخل، التقرير السنوي 2017، ص 04.

جدول رقم (35.3): العائد الإجمالي لصندوق الأهلي الخليجي للنمو والدخل، مقارنة بالمؤشر لسنة، ثلاث، خمس سنوات

الفترة	سنة	ثلاث سنوات	خمس سنوات
عائد الصندوق %	-0.99	-3.66	4.38
عائد المؤشر %	-1.56	-4.76	-0.70

المصدر: - شركة الأهلي المالية، التقرير السنوي لصندوق الأهلي الخليجي للنمو والدخل والنمو 2017، ص 03.

وقد تفوق الصندوق في عائدته على عائد المؤشر، حيث حقق الصندوق الخليجي للدخل والنمو معدلا سلبيا في أدائه سنة 2017 وصل إلى -0.99%، في حين تراجع أداء المؤشر الإرشادي إلى -1.56% في السنة ذاتها.

3- الصندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية: هو صندوق استثماري مفتوح يهدف إلى تحقيق النمو في رأس المال على المدى الطويل، من خلال الاستثمار في الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي وفق المعايير الشرعية.

¹ - شركة الأهلي المالية، التقرير السنوي لصندوق الأهلي الخليجي للنمو لسنة 2017، ص 03.

جدول رقم (36.3): العائد الإجمالي لصندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية خلال الفترة (2006-
2017)

السنة	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
العائد%	-49.38	43.61	-51.50	33.63	16.57	1.97	5.29	31.34	-0.10	-12.82	8.35	-2.23
المؤشر%	-55.63	44.05	-56.68	38.59	13.35	2.47	12.43	28.64	-4.74	-14.98	10.57	3.89

المصدر: - شركة الأهلي المالية، التقرير السنوي لصندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية 2016، ص 4.

- شركة الأهلي المالية، التقرير السنوي لصندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية 2017، ص 4.

وقد حقق الصندوق أداء بمقدار -2.23% مقارنة بالمؤشر المعياري الذي أحرز نسبة 3.89% خلال عام 2017، في حين بدأ تأثر الصندوق واضحا بالأزمات المالية العالمية والسيادية، إذ حقق الصندوق عائدا قدر ب: -51.50% سنة 2008 و 1.97% سنة 2011.

✓ وبمقارنة أداء الصناديق الثلاثة الأتفة الذكر، نجد أن عامل خبرة وكفاءة مدير الاستثمار كانت العامل الأساسي والمحدد لأداء الصندوق، فكلما زادت خبرة وكفاءة مديري الاستثمار كلما كان أداء الصندوق أفضل، حيث تشير الدراسات إلى استقطاب الصندوق ذي الخبرة والإدارة الكفاءة لعدد كبير من المستثمرين، وهذا للثقة التي يضعها المستثمر في الإدارة الكفاءة.

حيث إن وجود الخبرة والكفاءة من شأنه خفض تلك الأتعاب نظرا لقدرة الإدارة الكفاءة على تحليل واستخلاص النتائج بسرعة وكفاءة أكبر، وهو ما تؤكد الأرقام المحصل عليها من نتائج أداء الصناديق الثلاثة، فبالرغم من قدم صندوق الأهلي لأسهم الشركات السعودية الصغيرة والمتوسطة والذي يعود في تأسيسه إلى سنة 2009 إلا أن المؤشر الاسترشادي قد تفوق بأدائه على أداء الصندوق من حيث العائد، وبالرغم من حداثة صندوق الأهلي الخليجي للنمو والدخل إلا أن أداء الصندوق كان أفضل، وهو ما يؤكد أن خبرة وكفاءة مدير الصندوق هي العنصر الحاسم في أدائه.

ثالثا: شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار: هي شركة مساهمة مقلقة ذات شخص واحد تأسست بالرياض، بدأت نشاطها بتاريخ 2008/01/19 ويبلغ رأس مالها 500 مليون ريال سعودي مقسمة إلى 50.000.000 سهم بقيمة اسمية قدرها 10 ريالات سعودي لكل سهم، وتقدم الشركة خدماتها لجميع فئات المستثمرين من خلال إدارتها المحترفة لأنواع مختلفة من الصناديق سواء أكانت تقليدية أو متوافقة مع الشريعة الإسلامية¹، ومن بين الصناديق المدارة من قبل الشركة ما يلي:

1- شركة العطاء للأسهم السعودية: تم تأسيس الصندوق بتاريخ: 2011/07/18، وهو صندوق استثماري مفتوح يهدف إلى تنمية رأس المال على المدى الطويل من خلال الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية مع الوعد بتوزيعات نقدية 2.5% كل نصف سنة (تصرف النسبة من صافي قيمة أصول الصندوق في آخر يوم تداول من شهري أبريل

¹- <http://sambacapital.samba.com,25/03/2019,21:05>

وأكتوبر لمساهمي الصندوق المالكين لوحدات الصندوق كما في آخر يوم من أيام التعامل أو التقييم) ويقوم المدير بقياس أدائه مقارنة بأداء مؤشر S&P للأسهم السعودية المتوافقة مع المعايير الشرعية¹. وتوضح الجداول أدناه المعلومات الآتية: العائد الكلي لسنة، ثلاث وخمس سنوات وإجمالي العائدات السنوية خلال الفترة (2011-2017)، وكذا أداء الصندوق مقارنة مع المؤشر الاسترشادي على مدار الست سنوات السابقة لسنة 2017.

جدول رقم (37.3): العائد الكلي لصندوق العطاء للأسهم السعودية خلال الفترة (2011-2017)

السنة	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
العائد السنوي الكلي	6.27%	12.35%	34.55%	18.08%	-11.10%	-2.87%	-1.37%

المصدر: - شركة سامبا كابيتال، الشروط والأحكام المتعلقة بصندوق العطاء للأسهم السعودية، ص 07.

جدول رقم (38.3): أداء صندوق العطاء للأسهم السعودية مقارنة بالمؤشر الإرشادي

المدّة	السنة	03 سنوات	05 سنوات	منذ التأسيس
أداء الصندوق	-1.37%	-14.83%	35.31%	61.56%
أداء المؤشر*	-0.32%	-12.67%	-0.82%	8.17%

المصدر: - شركة سامبا كابيتال، الشروط والأحكام المتعلقة بصندوق العطاء للأسهم السعودية، ص 07.

بملاحظة الجدولين أعلاه نجد أن الصندوق قد حقق عوائد سلبية في الثلاث سنوات الأخيرة، فقد وصل أدائه إلى عائد قدر بـ: -1.37% نهاية عام 2017، في حين حقق معدل عائد مغري وإيجابي خلال الخمس السنوات السابقة لسنة 2017، وقد فاق معدل العائد 35% خلال هذه سنوات بفضل العائد المعتبر المحقق سنة 2013، والذي حدد بمقدار: 34.55% .

وبمقارنة أداء الصندوق بأداء المؤشر المعياري الخاص به، نجد أن المؤشر لم يحقق أداء إيجابيا منذ سنة تأسيسه، إذ وصل أداء المؤشر إلى 8.17% سنة 2011، ليبدأ بعدها سلسلة من التراجعات بمعدلات أداء سلبية انطلاقاً من سنة 2012 وصولاً إلى نهاية عام 2017، أين بلغ معدل الأداء السلبى للمؤشر 0.32%؛ وهذا يعني أن أداء صندوق العطاء للأسهم السعودية أفضل بكثير من أداء مؤشر S&P للأسهم السعودية المتوافقة مع المعايير الشرعية.

2- صندوق الرائد للأسهم السعودية: هو صندوق استثماري مفتوح تأسس في 15/12/2002، يهدف إلى تحقيق نمو رأس المال على المدى الطويل من خلال الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي والمتوافقة مع الشريعة الإسلامية، ويقوم مدير الصندوق بمقارنة أداء الصندوق مع مؤشر

¹ - صندوق العطاء للأسهم السعودية، المعلومات الأساسية والأداء كما في ديسمبر 2018، ص 01.

* - احتساب عائد المؤشر لا يشمل التوزيعات النقدية من قبل أسهم الشركات الموجودة في المؤشر، والتي لها أثر إيجابي على الأداء كذلك احتساب عائد المؤشر لا يشمل المصروفات والتي لها أثر سلبي على الأداء.

الفصل الثالث: دراسة تحليلية قياسية لدور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة دراسة صناديق الاستثمار السعودية-

S&P للأسهم السعودية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية¹، وتتضمن الجداول الموالية عائد الصندوق الكلي خلال الفترة (2008-2017).

جدول رقم (39.3): العائد الإجمالي لصندوق الرائد للأسهم السعودية خلال الفترة (2008-2017)

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
العائد الصندوق	50.74 -	13.70	11.47	0.36	13.70	31.79	12.86	15.07-	7.80	0.67-

المصدر: -شركة سامبا كابيتال، الشروط والأحكام المتعلقة بصندوق الرائد للأسهم السعودية، ص 07

جدول رقم (40.3): عائد الأداء التراكمي لصندوق الرائد للأسهم السعودية مقارنة بالمؤشر الإرشادي

العوائد التراكمية	عوائد سنة	عوائد ثلاث سنوات	عوائد خمس سنوات	العائد منذ التأسيس
الصندوق	0.67-%	22.22-%	15.69-%	309.40%
المؤشر الإرشادي*	0.32-%	12.67-%	0.82-%	206.85%
القيمة المضافة	0.35-%	34.89-%	14.87-%	102.55%

المصدر: -شركة سامبا كابيتال، الشروط والأحكام المتعلقة بصندوق الرائد للأسهم السعودية، ص 07.

وقد بدأ تأثر الصندوق واضحا بالأزمة المالية العالمية لسنة 2008 أين حقق عائدا سلبيا قدر بـ: 50.54%، وهي أكبر نسبة انخفاض محققة خلال الفترة محل الدراسة، وتركت أزمة الديون السياسية لسنة 2011 بصمتها على عائد الصندوق أين حقق عائدا يكاد يكون معدوما قدر بـ: 0.36% سنة 2011، ولينهي الصندوق تعاملاته الاستثمارية لسنة 2017 بمعدل أداء سلبي وصل إلى 0.67%.

وبمقارنة العوائد التراكمية للصندوق مع العوائد التراكمية للمؤشر الإرشادي فقد صنعت العوائد المحققة في الخمس السنوات الأخيرة الفارق في الأداء، أين تغلب أداء الصندوق على أداء المؤشر حيث وصل العائد منذ تأسيس صندوق الرائد للأسهم السعودية إلى 309.40%، في حين كان أداء المؤشر الإرشادي بمعدل قدر بـ: 206.85%، وقدرت القيمة المضافة بين الصندوقين بـ: 102.55%، والتي تمثل الفرق في الأداء بين كل من الصندوق والمؤشر الاسترشادي الخاصة به.

3- صندوق الفريد للأسهم السعودية: تأسس الصندوق في 2003/12/15، وهو صندوق استثماري مفتوح صمم أساسا لتحقيق النمو في الدخل ورأس المال على المدى الطويل من خلال الاستثمار والتداول في أسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية، ويقاس أداءه مقارنة بأداء مؤشر S&P للأسهم السعودية².

¹ صندوق الرائد للأسهم السعودية، المعلومات الأساسية والأداء كما في ديسمبر 2018، ص 1.

* احتساب المؤشر لا يشمل التوزيعات النقدية من قبل الشركات الموجودة في المؤشر، التي لها أثر إيجابي على الأداء، وكذلك احتسابها عائد المؤشر لا يشمل المصروفات، التي لها أثر سلبي على الأداء.

² شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار، الشروط والأحكام الخاصة بصندوق الفريد للأسهم السعودية، ص 1، 4.

جدول رقم (41.3): إجمالي العائدات السنوية لصندوق الفريد للأسهم السعودية خلال
(2017-2008)

السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
العائد%	47.94 -	25.08	12.65	1.07	7.9	35.78	22.06	6.25-	2.21-	0.89

المصدر: - شركة سامبا كابيتال، الشروط والأحكام المتعلقة الصندوق الفريد للأسهم السعودية، ص 7.

جدول رقم (42.3): عائد الأداء التراكمي لصندوق الفريد للأسهم السعودية مقارنة بالمؤشر الإرشادي.

المدة	السنة	03 سنوات	05 سنوات	منذ التأسيس
أداء الصندوق	0.89%	7.52-%	53.27%	351.48%
أداء المؤشر*	1.18%	13.09-%	0.43%	52.03%

المصدر: - شركة سامبا كابيتال، الشروط والأحكام المتعلقة بصندوق الفريد للأسهم السعودية، ص 7.

✓ وما أمكن ملاحظته من الجدولين أعلاه أن أداء الصندوق أفضل بكثير من أداء المؤشر، أين حقق الصندوق عائداً منذ تأسيسه وصل إلى 351.48%، في حين حقق المؤشر معدلاً عائداً بـ: 52.03%، وهو بعيد كل البعد عن أداء الصندوق.

✓ وللحكم على أداء الصناديق الثلاثة من حيث الأفضلية، فقد أدى معامل حجم الصندوق دوراً في ذلك، فكلما كبر حجم الصندوق توفرت له عديد المزايا، التي تساعده على تحقيق أداء أفضل، من أهمها الاستفادة من اقتصاديات الحجم الكبير، التي تتركز في القدرة على توزيع النفقات الثابتة على عدد كبير من الأصول الاستثمارية، بالإضافة إلى القدرة على توفير الموارد اللازمة لدعم قسم الأبحاث لديها، إلا أن الصندوق ذو الحجم الكبير تواجهه مشكلة في توظيف أمواله، حيث تنتزع على أصول كثيرة تتطلب مهارة استثمارية إدارية من نوع خاص مقارنة بالصناديق ذات الحجم الصغير، التي تتركز استثماراتها في عدد محدود من الأصول؛ أي تداخل عنصر الخبرة مع الحجم حينما تقتضي الضرورة ذلك.

والمقصود بالحجم: قيمة وعدد الوثائق، فعند المقارنة بين الصناديق السابقة، فقد حقق صندوق الفريد للأسهم السعودية أفضل أداء، وقد ساعده في ذلك عمر الصندوق، والذي يقدر بـ: 15 سنة وخبرة وكفاءة مدير الاستثمار اللذان قاداه إلى معدل عائد وصل إلى 351.48% منذ تأسيسه، رغم حجمه المقدر بـ: 47.756.335.88 ريال سعودي، ثم جاء الصندوق الرائد للأسهم السعودية في المرتبة الثانية، الذي وصل حجمه إلى 1.988.107.444.57 ريال سعودي، كما جاءت نسبة عوائده جد إيجابية، حيث

*- احتساب عائد المؤشر لا يشمل التوزيعات النقدية من قبل أسهم الشركات الموجودة في المؤشر والتي لها تأثير إيجابي على الأداء، كذلك احتساب عائد المؤشر لا يشمل المصروفات والتي لها تأثير سلبي على الأداء.

وصلت إلى 309.40% منذ تأسيسه، وبالرغم من حداثة صندوق العطاء للأسهم السعودية إلا أن كبر حجمه ساعده على تحقيق معدل مقبول وصل إلى 61.56%، واحتل بذلك المرتبة الثالثة والأخيرة. وما أمكن ملاحظته من كل ما سبق، أن الأسلوب البسيط لتقييم أداء الصندوق يؤخذ عليه تركيزه على العائد دون الاهتمام بالمخاطر، فقد يحقق صندوق ما عائداً أكبر من العائد الذي يحققه صندوق آخر، غير أن الزيادة في العائد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار فيه، ولتجنب ذلك العيب فقد أقتُرحت بدائل أخرى لقياس مستوى أداء الصناديق، تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطر أطلق عليها الأساليب المزدوجة.

الفرع الثاني: تقييم أداء صناديق الاستثمار وفق المؤشرات المركبة

يوجد عديد المؤشرات التي يمكنها قياس الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار، ومن ثمة، إمكانية ترتيب الصناديق الاستثمارية واختيار أفضل منها، وهذه المؤشرات لا تختلف عن بعضها في طبيعة تكوينها، فجميعها يعتمد على العائد الصافي ومقارنته بحجم المخاطر التي يتعرض لها الصندوق، ولكن تختلف هذه المؤشرات في حسابها حجم المخاطر التي يتعرض لها الصندوق.

ومن هذا المنطلق، سوف نتطرق في هذه النقطة من الفرع إلى تقييم أداء عينة من صناديق الاستثمار الناشطة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (2008-2017)، وذلك باستخدام المؤشرات المركبة ممثلة في: مؤشر شارب، مؤشر ترينور، مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M^2 ، مؤشر جنسن مع اختيار عينة عمدية قدرها 05 صناديق استثمارية تعود إلى 03 مدراء صناديق استثمار بعد أن تم إجراء مسح شامل للصناديق التي تتوفر فيها البيانات المطلوبة.

أولاً: نموذج شارب: SHARPE MODEL: يعتمد هذا النموذج في تقييم أداء صناديق الاستثمار على المخاطر الكلية، ويعطي العائد الإضافي من كل وحدة مخاطرة كلية يتحملها الصندوق خلال فترة زمنية معينة، فكلما ارتفعت وحدات العائد المقابلة لكل وحدة مخاطرة كلية كان أداء الصندوق أفضل؛ أي أن قيمة المؤشر ترتفع كلما زادت عوائد الصندوق الإضافية ونقصت المخاطرة الكلية (δ)، ويتم قياس أداء صناديق الاستثمار من خلال المعادلة الآتية:

$$R_i = \frac{V_C - V_R}{\delta}$$

حيث:

V_C : متوسط معدل العائد على الاستثمار.

V_R : متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر.

δ : المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري.

1- حساب مؤشر شارب لسوق الأسهم السعودي: بعد الرجوع لقيم متغيرات حساب مؤشر شارب، التي تم حسابها من قبل، نجد:

- المتوسط السنوي لعوائد سوق الأسهم السعودي بلغ 2.67%.

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة بلغ 0.27%.

- وبلغت قيمة المخاطرة الكلية (الانحراف المعياري) 23.20% .

وعلى ضوء هذه التقديرات، يمكن حساب قيمة مؤشر شارب لمؤشر سوق الأسهم السعودي

$$R_i = \frac{2.67\% - 0.27\%}{23.20\%} = 0.10$$

TASI خلال فترة الدراسة على النحو الآتي:

إن العائد الإضافي الذي استطاع السوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة كلية هو 0.10 وحدة عائد، ويرجع عدم ارتفاع معدلات ربحية سوق الأسهم السعودي المعدلة بالمخاطر الكلية إلى ارتفاع قيمة المخاطر غير المنتظمة لعوائد السوق نتيجة التذبذبات القوية التي شهدتها السوق سنوات 2008، 2011، 2014 بسبب كل من: أزمة الرهن العقاري، الديون السيادية وانخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية، فقد وصل العائد إلى -56.49% في حين حقق السوق عائداً سلبياً قدر بـ: 3.07%، بسبب أحداث ما يسمى بالربيع العربي وأزمة الديون السياسية في اليونان سنة 2011، ولتكمّل تراجع أسعار النفط خلال الربع الأخير من سنة 2014 سلسلة التأثيرات السلبية على أداء السوق إذ حقق السوق عائداً سلبياً وصل إلى 2.37%.

2- حساب مؤشر شارب للصناديق محل الدراسة:

2-1- مؤشر شارب لصندوق الرياض للأسهم السعودية:

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق: 4.59%

- متوسط العائد الخالي من المخاطر: 0.27%

- المخاطرة الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق: 21.73%

وعلى إطار هذه التقديرات، يمكن حساب قيمة مؤشر شارب للصندوق على النحو الآتي:

$$R_i = \frac{4.59\% - 0.27\%}{21.73\%} = 0.20$$

إن العائد الإضافي الذي حققه صندوق الرياض للأسهم السعودية من كل وحدة مخاطرة كلية، قدر بـ: 0.20 وحدة عائد، ومن ثمة، فإن العوائد المرجحة لمخاطرة الصندوق (مؤشر شارب للصندوق) أكبر من قيمة معدل شارب لسوق الأسهم بفارق قدر بـ: 0.1 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح الصندوق، ويرجع السبب في هذا الارتفاع أو الفارق بينهما إلى ارتفاع معدل المتوسط السنوي للصندوق لاستثماره بشكل رئيسي في أسهم الشركات السعودية المدرجة في مختلف الأحجام والقطاعات.

2-2- مؤشر شارب لصندوق الرياض للأسهم 02:

- نجد أن المتوسط السنوي لعوائد الصندوق: 0.45%

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة بلغ: 0.27%

- بلغت قيمة المخاطرة الكلية (الانحراف المعياري) للصندوق: 22.19%

ومنه، فإن قيمة مؤشر شارب لصندوق الرياض للأسهم 02 قدرت بـ:

$$R_i = \frac{0.45\% - 0.27\%}{22.19\%} = 0.008$$

إن العائد الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة كلية؛ هو 0.008 وحدة عائد، وبالتالي، فإن العوائد المرجحة لمخاطرة السوق أكبر من العوائد المرجحة للصندوق، ليكون الفارق صالح السوق ممثلاً في: 0.092 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة.

2-3- مؤشر شارب لصندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع:

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغ: 3.01%

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة حدد ب: 0.27%

- بلغت قيمة المخاطرة الكلية: 22.82%

وعلى ضوء هذه التقديرات، يمكن حساب قيمة مؤشر شارب للصندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع كما يلي:

$$R_i = \frac{3.01\% - 0.27\%}{22.82\%} = 0.12$$

ومنه، فإن العائد الإضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة كلية هو: 0.12 وحدة عائد، وبالتالي، تفوق الصندوق من حيث العائد المرجح على أداء السوق بفارق قدره: 0.02 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة، ويعود تراجع النسبة عموماً إلى انخفاض المتوسط السنوي لعائد الصندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع، وبمقارنة أداء هذا الصندوق بصندوقي الرياض للأسهم فقد تفوق أداء صندوق الرياض للأسهم السعودية على نظيره صندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع، وكذا صندوق الرياض للأسهم (02) والمتوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية على اعتبار أنه كلما كان معدل شارب أعلى كان أداء الصندوق أفضل.

2-4- مؤشر شارب لصندوق الرائد للأسهم السعودية:

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغ: 0.95%

- متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ: 0.27%

- المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري بلغت: 21.26%

ومنه، فإن قيمة مؤشر شارب للصندوق يمكن حسابها كالاتي:

$$R_i = \frac{0.95\% - 0.27\%}{21.267\%} = 0.03$$

إن العائد الإضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه في كل وحدة مخاطرة كلية هو: 0.03 وحدة عائد، متراجعا بذلك ب: 0.07 وحدة عائد على السوق، ويعود تراجع مؤشر شارب لصندوق الرائد للأسهم السعودية إلى التراجع الملاحظ في المتوسط السنوي لعوائد الصندوق (0.95%).

2-5- مؤشر شارب لصندوق الفريد للأسهم السعودية:

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغ: 4.88%

- متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ: 0.27%

- بلغت المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري: 19.62%

وبالتالي، فإن قيمة مؤشر شارب تحسب كما يلي:

$$R_i = \frac{4.88\% - 0.27\%}{19.62\%} = 0.23$$

إن العائد الإضافي الذي حققه الصندوق عند كل وحدة مخاطرة كلية قدر بـ: 0.23 وحدة عائد، متفوقا بـ: 0.13 وحدة عائد على مؤشر شارب للسوق، وعليه، فإن المخاطر الكلية للصندوق (19.62%) أقل من المخاطر الكلية للسوق، المقدرة بـ: (23.20%).

ثانياً: نموذج ترينور Treynor Model: إن هذا النموذج يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، وأن التنوع الجيد يقضي على المخاطر غير المنتظمة، وعلى هذا الأساس، يتم قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا، ويتم حساب نموذج ترينور بالمعادلة: $T = \frac{R_P - R_F}{B}$ حيث:

T: مؤشر ترينور،

R_P: معدل العائد على الاستثمار في الصندوق،

R_F: معدل العائد الخالي من الخطر،

B: معامل بيتا ويحسب بالصيغة: $B = \frac{covR_P R_m}{\delta^2}$

1- مؤشر ترينور لمحفظة سوق الأسهم السعودي: يقيس هذا المؤشر علاوة مخاطر المحفظة إلى المخاطر المنتظمة لها، والمقاسة بمعامل بيتا، ومنه:

- متوسط العائد لسوق الأسهم السعودي هو: 2.67%

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة قدر بـ: 0.27%

- معامل B للسوق هو: 1.00*،

$$T = \frac{2.67\% - 0.27\%}{1.00} = 2.47\%$$

ومنه فإن:

حيث إن انخفاض عوائد محفظة السوق في ظل المخاطر المنتظمة المقدرة بالواحد الصحيح من 2.67 إلى 2.47 قُدر بقيمة متوسط العائد الخالي من المخاطرة؛ وهو ما يمثل عائد أذن الخزنة السعودي.

2- مؤشر ترينور لصندوق الرياض للأسهم السعودية:

- متوسط عائد صندوق الرياض للأسهم السعودية هو: 4.59%.

* ويجدر الذكر أن معامل بيتا لمؤشر السوق دائماً يساوي الواحد الصحيح.

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة قدر بـ: 0.27%.

- معامل B للصندوق هو: 1.00 $\left[B = \frac{COV(R_p, R_m)}{(\delta)^2} = \frac{0.04725898}{(21.73)^2} = 1.00 \right]$ ومنه فإن:

$$T = \frac{4.59\% - 0.27\%}{1.00} = 4.32\%$$

ومنه، فإن العائد الزائد الذي استطاع الصندوق تحقيقه لكل وحدة من المخاطرة باستخدام مقياس بيتا للمخاطر هو 4.32 وحدة عائد وكلما ارتفع هذا العدد زاد العائد الذي يولده الصندوق، وبما أن قيمة المؤشر مرتفعة فإن ذلك دلالة على الأداء الجيد للأصل المالي وبما أن معامل $B=1$ ، فهذا يعني أن مخاطر الصندوق مساوية لمخاطر السوق مما ساعد في الحفاظ على نفس المستوى من العوائد تقريبا في ظل المخاطر المنتظمة.

2- مؤشر ترينور لصندوق الرياض للأسهم (2):

- متوسط العائد لصندوق الرياض للأسهم 2 هو: 0.45%

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة بلغ: 0.27%

- معامل B للصندوق هو: 0.80 $\left[B = \frac{COV(R_p, R_m)}{(\delta)^2} = \frac{0.03958311}{(22.20\%)^2} = 0.80 \right]$ ومنه فإن:

$$T = \frac{0.45\% - 0.27\%}{0.80} = 0.23\%$$

إن العائد الإضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة قدر بـ: 0.23 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية الصندوق مقارنة بربحية السوق، وبما أن B أقل من 1 فهذا يعني أن مخاطر الصندوق أكبر من مخاطر السوق وهذا ما ساهم في تراجع عوائد الصندوق من 0.45% إلى 0.23% في ظل المخاطر المنتظمة.

3- مؤشر ترينور لصندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع:

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق: 3.01%

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة: 0.27%

- معامل B (المخاطر المنتظمة) لصندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع: 0.79

$$T = \frac{3.01\% - 0.27\%}{0.79} = 3.47\% \quad \left[B = \frac{COV(R_p, R_m)}{(\delta)^2} = \frac{0.04112044}{(22.83\%)^2} = 0.79 \right]$$

إن العائد الإضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة هو 3.47 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية الصندوق، حيث ارتفع متوسط عوائد الصندوق من 3.01% إلى 3.47% في ظل مخاطرة منتظمة قدرت بـ 0.79.

4- مؤشر ترينور لصندوق الرائد للأسهم السعودية:

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق 0.95%

- متوسط العائد الخالي من المخاطر: 0.27%

$$B = \frac{COV(R_p, R_m)}{(\delta)^2} = \frac{0.03410307}{(21.26\%)^2} = 0.75$$

$$T = \frac{0.95\% - 0.27\%}{0.75} = 0.91\%$$

إن العائد الإضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة قدر ب 0.91 وحدة عائد وهو ما يشير إلى انخفاض عائد الصندوق في ظل المخاطر المنتظمة من 0.95% إلى 0.91%، وما يلاحظ أن معامل $B < 1$ ($B=0.75$) وهذا يعني أن مخاطر الصندوق المرجحة بالمخاطر المنتظمة أكبر من مخاطر السوق.

5- مؤشر ترينور لصندوق الفريد للأسهم السعودية:

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق: 4.88%

- متوسط العائد الخالي من المخاطر: 0.27%

$$B = \frac{COV(R_P, R_M)}{(\delta)^2} = \frac{0.03609116}{(19.62\%)^2} = 0.94$$

$$T = \frac{4.88\% - 0.27\%}{0.94} = 4.90\%$$

وقد استطاع الصندوق تحقيق عائد إضافي وصل إلى 4.90 وحدة عائد مقابل كل وحدة مخاطرة منتظمة، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية الصندوق مقارنة بربحية السوق لأن عوائد الصندوق ارتفعت من 4.88% إلى 4.90% في ظل المخاطر المنتظمة وما ساهم أيضا في ارتفاع ربحية الصندوق أن مخاطر الصندوق أقل من مخاطر السوق لأن معامل B لم يتجاوز الواحد ($B=0.94$).

ثالثا: نموذج الأداء المعدل بالمخاطر M^2 : وصيغت معادلة النموذج كالاتي:

$$M^2 = R_F + \frac{\delta m}{\delta p} (R_P - R_F).$$

حيث: R_F : متوسط العائد الخالي من الخطر، R_P : متوسط العائد المعياري للصندوق محل التقييم.

δm : الانحراف المعياري لسوق الأسهم السعودي، δp : الانحراف المعياري للصندوق محل التقييم.

1- مؤشر M^2 لصندوق الرياض للأسهم السعودية:

- الانحراف المعياري لسوق الأسهم السعودي: 23.20%

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة: 0.27%

- متوسط العائد لصندوق الرياض للأسهم السعودية: 4.59%

- الانحراف المعياري لصندوق الرياض للأسهم السعودية: 21.73%، وعليه يمكن حساب قيمة المؤشر على النحو الموالي:

$$M^2 = 0.27 + \frac{23.20}{21.73} (4.59 - 0.27) = 4.88\%$$

وبالتالي، فإن العوائد البسيطة لمؤشر الصندوق سوف تصبح 4.88% بدلا من 4.59% في حالة خفض معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصناديق لتصل إلى مستوى المخاطرة الكلية نفسها، وهذا في حالة الاستثمار المباشر في السوق.

2- مؤشر M^2 لصندوق الرياض للأسهم (2):

- متوسط العائد الخالي من الخطر: 0.27%

- متوسط العائد لصندوق الرياض للأسهم 2: 0.45%

- الانحراف المعياري للسوق: 23.20%

- الانحراف المعياري لصندوق الرياض للأسهم 2: 22.19%.

وفي ضوء هذه التقديرات، يمكن حساب قيمة M^2 على النحو الموالي:

$$M^2 = 0.27 + \frac{23.20}{22.19} (0.45 - 0.27) = 0.46\%$$

ستصبح عوائد الصندوق 0.46% بدلا من 0.45% في حالة خفض معدل المخاطرة الكلية في

استثمارات الصناديق، لتصل إلى المخاطرة الكلية نفسها في حالة الاستثمار المباشر في السوق؛ أي بارتفاع قدره: 0.01 نقطة مئوية.

3- مؤشر M^2 لصندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع:

- متوسط العائد الخالي من الخطر: 0.27%

- متوسط العائد لصندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع: 3.01%

- الانحراف المعياري للسوق: 23.20%

- الانحراف المعياري لصندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع: 22.82%، وعليه، يمكن حساب M^2 لصندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع كما يلي:

$$M^2 = 0.27 + \frac{23.20}{22.82} (3.01 - 0.27) = 3.06\%$$

وعليه، فإن عوائد الصندوق سوف تصبح 3.06% بدلا من 3.01% في حالة خفض درجة المخاطرة

في استثمارات الصندوق، لتصل إلى مستوى مخاطرة السوق نفسه، وهذا في حالة الاستثمار فيه، وبفارق: 0.05%.

4- مؤشر M^2 لصندوق الرائد للأسهم السعودية:

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة: 0.27%.

- متوسط العائد لصندوق الرائد للأسهم السعودية بلغ: 0.95%.

- بلغ الانحراف المعياري للسوق: 23.20%.

- المخاطر الكلية للصندوق قدرت ب: 21.26%.

بناء على ما سبق، يمكن حساب M^2 للصندوق كما يأتي:

$$M^2 = 0.27 + \frac{23.20}{21.26} (0.95 - 0.27) = 1.01\%$$

وعليه، فإن عوائد الصندوق سوف تصبح 1.01% بدلا من 0.95% في حالة خفض معدل المخاطرة

الكلية في استثمارات الصندوق لتصل إلى مستوى معدل المخاطرة نفسه، وهذا في حالة الاستثمار المباشر في السوق؛ أي بارتفاع قدره: 0.06 نقطة مئوية.

5- مؤشر M^2 لصندوق الفريد للأسهم السعودية:

- متوسط العائد الخالي من الخطر 0.27%

- متوسط العائد للصندوق: 4.88%

- الانحراف المعياري للسوق: 23.20%

- الانحراف المعياري لصندوق الفريد للأسهم السعودية 19.62%، ومنه:

$$M^2 = 0.27 + \frac{23.20}{19.62} (4.88 - 0.27) = 5.72\%$$

وعليه، ستصبح عوائد الصندوق البسيطة 5.72% بدلا من 4.88%؛ أي بارتفاع قدره: 0.84% في حالة خفض معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق، لتصل إلى مستوى معدل المخاطرة نفسه، وهذا في حالة الاستثمار المباشر في السوق.

رابعا: نموذج جنسن: تقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، المقدار الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد الصندوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي.

أما المقدار الثاني فيتمثل في حاصل ضرب معامل β في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، ويطلق على هذا الفرق علاوة خطر السوق، وعلى ذلك يبدو نموذج جنسن المعروف بمعامل ألفا، كما توضح ذلك المعادلة الآتية:

$$\alpha = (R_p - R_f) - \beta (R_m - R_f).$$

1- مؤشر جنسن لسوق الأسهم السعودي:

$$\alpha = (2.67 - 0.27) - 1(2.67 - 0.27) = 0$$

بما أن معامل α لسوق الأسهم السعودي مساوٍ للصفر، فإن هذا يعني أن محفظة السوق حققت عائد فعلي مساوي لمعدل العائد التوازني، الذي يجب تحقيقه من الصندوق.

2- مؤشر جنسن لصندوق الرياض للأسهم السعودية:

$$\alpha = (4.59 - 0.27) - 1(2.67 - 0.27) = 1.92$$

بما أن معامل $\alpha < 0$ فإن هذا يعني أن قيمة (العائد على الصندوق - العائد الخالي من المخاطرة) أكبر مما يستحق، وهذا يعني أن الصندوق قد حقق معدل عائد فعلي أكبر من معدل العائد التوازني، الذي يجب أن يحققه الصندوق، وإن أداء الصندوق كان جيدا مقارنة بأداء محفظة السوق.

3- مؤشر جنسن لصندوق الرياض للأسهم 02:

$$\alpha = (0.45 - 0.27) - 0.80 (2.67 - 0.27) = -1.74$$

بما أن معامل ألفا للصندوق أصغر من الصفر، فإن هذا يشير إلى سوء الأداء الاستثماري للصندوق؛ بمعنى أن الصندوق حقق معدل فعلي أقل من معدل العائد التوازني، الذي يجب أن يحققه السوق.

4- مؤشر جنسن لصندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع:

$$\alpha = (3.01 - 0.27) - 0.79 (2.67 - 0.27) = 0.84.$$

بما أن معامل α الخاص بصندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع أكبر من الصفر، فإن هذا يعني أن محفظة السوق حققت معدل عائد أقل من معدل العائد التوازني الذي يجب أن يحققه الصندوق، وأن هذا الصندوق يسبق السوق في أدائه.

5- مؤشر جنسن لصندوق الرائد للأسهم السعودية:

$$\alpha = (0.95 - 0.27) - 0.75 (2.67 - 0.27) = -1.12.$$

بما أن معامل α الخاص بصندوق الرائد للأسهم السعودية أقل من الصفر، فإن هذا يعني أن الصندوق حقق معدل عائد أقل من معدل العائد التوازني، الذي يجب أن يحققه السوق، وقد كان أداء الصندوق سيئاً مقارنة بمحفظة السوق.

6- مؤشر جنسن لصندوق الفريد للأسهم السعودية:

$$\alpha = (4.88 - 0.27) - 0.94 (2.67 - 0.27) = 2.35.$$

بما أن معامل α الخاص بصندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع أكبر من الصفر، فإن هذا يعني أن الصندوق حقق عائداً أكبر من معدل العائد التوازني، الذي يجب أن يحققه الصندوق، وقد كان أداء الصندوق جيداً مقارنة بمحفظة السوق.

ويمكن تلخيص أهم المؤشرات السابقة في الجدول الآتي:

جدول رقم (43.3): تقييم أداء الصناديق الاستثمارية باستخدام الأسلوب المزدوج

مؤشر جنسن	مؤشر الأداء المعدل بالخطر	مؤشر ترينور	مؤشر شارب	المؤشر الصندوق الاستثماري
0	2.67	2.47	0.10	محفظة السوق
1.92	4.88	4.32	0.20	صندوق الرياض للأسهم السعودية.
-1.74	0.46	0.23	0.008	صندوق الرياض للأسهم 02.
0.84	3.06	3.47	0.12	صندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع.
-1.12	1.01	0.91	0.03	صندوق الرائد للأسهم السعودية.
2.35	5.72	4.90	0.23	صندوق الفريد للأسهم السعودية

المصدر: من إعداد الباحثة.

المبحث الثالث: قياس أثر نشاط صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة صناديق الاستثمار السعودية-

سنحاول من خلال ما تم عرضه سابقا بناء نموذج قياسي يفسر لنا تأثير نشاط صناديق الاستثمار على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، وفيما يلي المتغيرات التي سنستخدمها في بناء نموذج للدراسة، والتي تم اختيارها انطلاقا من التأصيل النظري من جهة، وللدارسات السابقة من جهة أخرى.

المطلب الأول: وصف متغيرات النموذج

استخدمت هذه الدراسة المتغيرات الاقتصادية الآتية:

1- المتغير المستقل (صناديق الاستثمار): تم قياسها من خلال المؤشرات الآتية:

- عدد الصناديق (NF): يعبر عن إجمالي عدد الصناديق المغلقة والمفتوحة المتداولة في سوق الأسهم السعودي.

- إجمالي الأصول (TA): تعني بها التقييم النقدي للأصول التي من الممكن أن يتشكل منها صندوق الاستثمار، حيث تكون هذه الأصول موزعة حسب نوع الاستثمار، وفي سوق الأسهم السعودي تتشكل أساسا من: أسهم محلية، أسهم أجنبية، سندات وصكوك محلية، سندات أجنبية، أدوات نقدية محلية، أصول محلية أخرى وأصول أجنبية أخرى، بالإضافة إلى الاستثمارات العقارية.

- عدد المشتركين (NS): يعبر عن عدد المشتركين عن عدد الأشخاص الطبيعيين والمعنويين، الذين يقومون بشراء الوثائق التي يصدرها مدراء الصناديق بمناسبة إنشاء صندوق الاستثمار، ويرتبط عدد المشتركين في الصناديق الاستثمارية بعدد المستثمرين في السوق المالي، إذ يؤدي انخفاض عدد المستثمرين في السوق إلى انخفاض عدد المشتركين في صناديق الاستثمار.

2- المتغير التابع (أداء سوق الأوراق المالية): تم قياسه من خلال المؤشرات الآتية:

- القيمة السوقية (VMAS): يستعمل مؤشر القيمة السوقية لقياس مدى اتساع حجم السوق، فارتفاع قيمة هذا المؤشر يدل على ارتفاع مستوى السوق (كبيره)، سواء من حيث زيادة عدد الأسهم والشركات المدرجة فيه أو ارتفاع الأسعار أو كليهما معا.

- معدل دوران السهم (Tratio): يشير إلى سيولة السوق المالية وإلى مستوى تكاليف إتمام الصفقات والمعاملات داخل السوق، بوصفه يمثل قيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية، فإذا ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاضت قيمة هذا المؤشر، ليشير بدوره إلى ارتفاع درجة السيولة في السوق المالية.

- المؤشر العام للأسعار (TASI): يستخدم مؤشر "TASI" في سوق الأسهم السعودي لقياس المستوى العام للأسعار، كما يقوم بدور مهم في تقييم أداء السوق ورصد اتجاهه العام للاسترشاد به في اتخاذ القرارات الاستثمارية وتوقيتها.

- عدد الأسهم المتداولة (NAE): يعبر عن العدد الإجمالي للأسهم التي تم بيعها وشراؤها في السوق.

المطلب الثاني: تأثير مؤشرات صناديق الاستثمار على القيمة السوقية

1- بناء النموذج: يأخذ النموذج المراد تقديره صياغة أن القيمة السوقية دالة في توليفة من مؤشرات صناديق الاستثمار، كما يلي:

$$VMAS = b_0 + b_1 * NF + b_2 * TA + b_3 * NS + \mu$$

حيث: VMAS: القيمة السوقية.

TA: إجمالي الأصول.

NS: عدد المشتركين.

NF: عدد الصناديق.

u: الخطأ العشوائي؛ أما معاملات النموذج التي سيتم تقديرها فهي: $\beta_3, \beta_2, \beta_1, \beta_0$

ولتقدير معاملات النموذج تم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى، وبالاعتماد على برنامج

Eviews 10، وبعد القيام بالتعديلات المناسبة ظهرت نتائج تقدير النموذج الخطي كالآتي:

الجدول رقم (44.3): نتائج تقدير النموذج الخطي

Dependent Variable: VMAS				
Method: Least Squares				
Date: 09/09/19 Time: 23:47				
Sample: 1996 2017				
Included observations: 22				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-679.7437	300.4520	-2.262404	0.0363
NF	6.072306	3.438183	1.766138	0.0943
TA	0.003722	0.045831	0.081208	0.9362
NS	0.002072	0.001096	1.889588	0.0750
R-squared	0.768718	Mean dependent var	1071.727	
Adjusted R-squared	0.730171	S.D. dependent var	695.7513	
S.E. of regression	361.4087	Akaike info criterion	14.78086	
Sum squared resid	2351092.	Schwarz criterion	14.97923	
Log likelihood	-158.5895	Hannan-Quinn criter.	14.82759	
F-statistic	19.94232	Durbin-Watson stat	1.601286	
Prob(F-statistic)	0.000006			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10.

لله وعليه، تقدر المعادلة كما يلي:

$$\widehat{VMAS} = -679.74 + 6.07 * NF + 0.003 * TA + 0.002 * NS$$

$$T_c \quad (-2.26) \quad (1.76) \quad (0.08) \quad (1.88)$$

$$\alpha = 0.000022 \quad F = 19.94 \quad DW = 1.60 \quad R^2 = 0.7687 \quad n = 22$$

حيث VMAS القيمة المقدرة للقيمة السوقية.

2- الدراسة الاقتصادية للنموذج

من خلال النموذج المقدر يمكن توضيح ما يلي:

- تدل الإشارة الموجبة للمتغير **NF** على وجود علاقة طردية بين صناديق الاستثمار والقيمة السوقية، وذات معنوية إحصائية عند مستوى الدلالة 10%؛ أي إذا زاد عدد صناديق الاستثمار بوحدة واحدة، ارتفعت القيمة السوقية بـ: 6.07 وحدة.
- تدل الإشارة الموجبة للمتغير **TA** على وجود علاقة طردية بين إجمالي الأصول والقيمة السوقية، لكن من خلال مستوى الدلالة نجد أن **TA** لا تدخل في تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية؛
- تدل الإشارة الموجبة للمتغير **NS** على وجود علاقة طردية بين عدد المشتركين والقيمة السوقية وذات معنوية إحصائية عند مستوى الدلالة 10%؛ أي إذا زاد عدد المشتركين في صناديق الاستثمار بوحدة واحدة، ارتفعت القيمة السوقية بـ: 0.002 وحدة.

3- الدراسة الإحصائية للنموذج:

- معامل التحديد: $R^2=0.7687$ وهذا يعني أن مؤشرات صناديق الاستثمار تقيس ما نسبته 76.87% من التغيرات الحاصلة في مؤشر القيمة السوقية، في حين تعد نسبة 23.13% تفسرها متغيرات أخرى خارج النموذج، ومنه النموذج له قدرة تفسيرية قوية؛ أي أن النموذج مقبول مبدئياً.

1.3 اختبار المعنوية

أ- اختبار معنوية المعالم

- اختبار ستودنت **T test**

من خلال الجدول رقم (3.44) نلاحظ أن قيمة ستودنت لمعاملات المتغيرات أكبر من القيمة الجدولية، حيث إن $N=22$ ومستوى المعنوية 0.10، كما أن احتمال الخطأ للمتغيرات أقل من 0.05، وبالتالي، نرفض الفرضية الصفرية ونقبل بوجود علاقة بين مؤشرين على الأقل من مؤشرات صناديق الاستثمار والقيمة السوقية.

ب- اختبار المعنوية الكلية للنموذج

- اختبار فيشر **F test**

إن الهدف من هذا الاختبار هو اختبار الانحدار ككل، حيث نقوم بمقارنة قيمة فيشر المحسوبة بالمجدولة عند مستوى معنوية 0.05، ودرجتي حرية $\alpha_2=n-k-1$ ، $\alpha_1=n-k$ ، حيث $k=3$ و $n=22$ ، وبالتالي:

نلاحظ بأن القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية، فهذا يدل على أن معادلة التمثيل جيدة، وأن قيمة معامل التحديد التي حصلنا عليها هي قيمة موضوعية، تصلح لاستخدامها كمقياس لتقدير فعالية تمثيل معادلة الانحدار للعلاقة المدروسة.

2.3 تشخيص النموذج

أ- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

لدينا قيمة $d_{cal}^* (\text{durbin-watson stat}) = 1.60$ وبمقارنتها بالقيمتين الجدوليتين $1.22 = -$ عند $d_2^* = 1.42d_1^*$ و $n=22$ و $k'=3$ ، نجدها تقع في مجال عدم وجود ارتباط بين الأخطاء، وللتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي نلجأ لاختبارات الارتباط الذاتي (Autocorrelation, Breusch-godfrey)، حيث: (correlation LM test)، حيث:

الجدول رقم: (45.3): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

Date: 09/10/19 Time: 00:53 Sample: 1996 2017 Included observations: 22						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.180	0.180	0.8111	0.368
		2	0.200	0.174	1.8722	0.392
		3	-0.181	-0.258	2.7836	0.426
		4	-0.340	-0.344	6.1843	0.186
		5	-0.299	-0.145	8.9640	0.111
		6	-0.184	-0.020	10.084	0.121
		7	-0.001	0.006	10.084	0.184
		8	0.154	0.029	10.979	0.203
		9	0.250	0.082	13.508	0.141
		10	0.051	-0.158	13.623	0.191
		11	-0.037	-0.159	13.688	0.251
		12	-0.119	0.006	14.437	0.274

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10

من خلال الجدول الممثل لدالة الارتباط الذاتي والجزئي (AC-PAC) لبواقبي النموذج المقدر، نلاحظ أن جميع الأعمدة داخل مجال الثقة وإحصائية الاختبار Q-Star غير معنوية، وبالتالي، نقبل الفرضية الصفرية بعدم وجود ارتباط ذاتي، وبالتالي، النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء.
ب- اختبار عدم ثبات التباين: للكشف عن عدم ثبات التباين نستخدم الاختبار الموضح في الجدول الآتي:

الجدول رقم: (46.3): نتائج اختبار عدم ثبات التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey				
F-statistic	5.074139	Prob. F(3,18)		0.7098
Obs*R-squared	10.08034	Prob. Chi-Square(3)		0.5771
Scaled explained SS	7.545898	Prob. Chi-Square(3)		0.6489
Test Equation: Dependent Variable: RESID^2 Method: Least Squares Date: 09/10/19 Time: 00:54 Sample: 1996 2017 Included observations: 22				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	78471.08	108119.1	0.725784	0.4773
NF	-1944.613	1237.247	-1.571726	0.1334
TA	18.85946	16.49240	1.143524	0.2678
NS	1.251054	0.394536	3.170949	0.0053

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10.

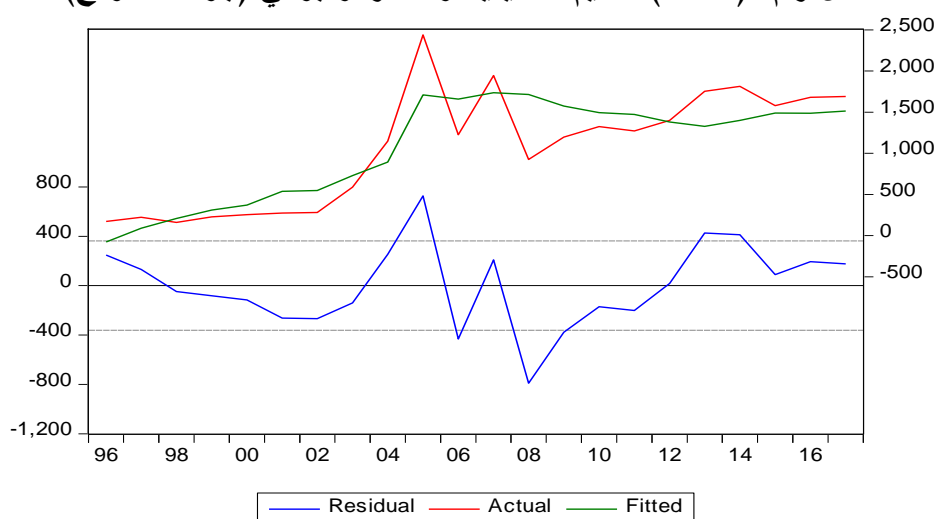
من خلال الشكل السابق نلاحظ أن القيمة غير معنوية سوى من خلال (F-statistic أو Obs*R- squared أو Scaled explained SS)، حيث إن قيم 0.7098 و 0.5771 و 0.6489 على التوالي أكبر من 0.05؛ أي أننا نقبل فرض العدم (الصفريّة: H_0)؛ وبالتالي، النموذج لا يعاني من مشكلة عدم ثبات التباين.

3.3 جودة واستقرارية النموذج

أ- جودة النموذج

من أجل دراسة مدى جودة النموذج لا بد من مقارنة القيم الحقيقية بالمقدرة من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم: (10.3): القيم الحقيقية والمقدرة والبواقي (جودة النموذج)



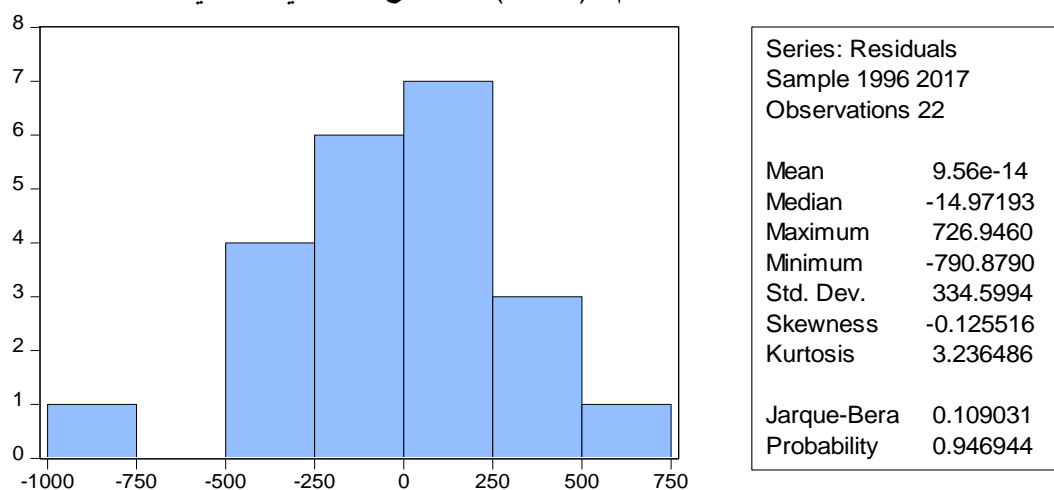
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10

نلاحظ من الشكل أعلاه تقارب القيم المقدرة من القيم الحقيقية، وهذا ما يشير لجودة النموذج

المقدر، لذا يمكن الاعتماد عليه في تفسير وتحليل النتائج.

ب-التوزيع الطبيعي: من خلال الشكل الآتي يمكن معرفة خضوع النموذج للتوزيع الطبيعي من عدمه.

الشكل رقم: (11.3): التوزيع الطبيعي للبواقي



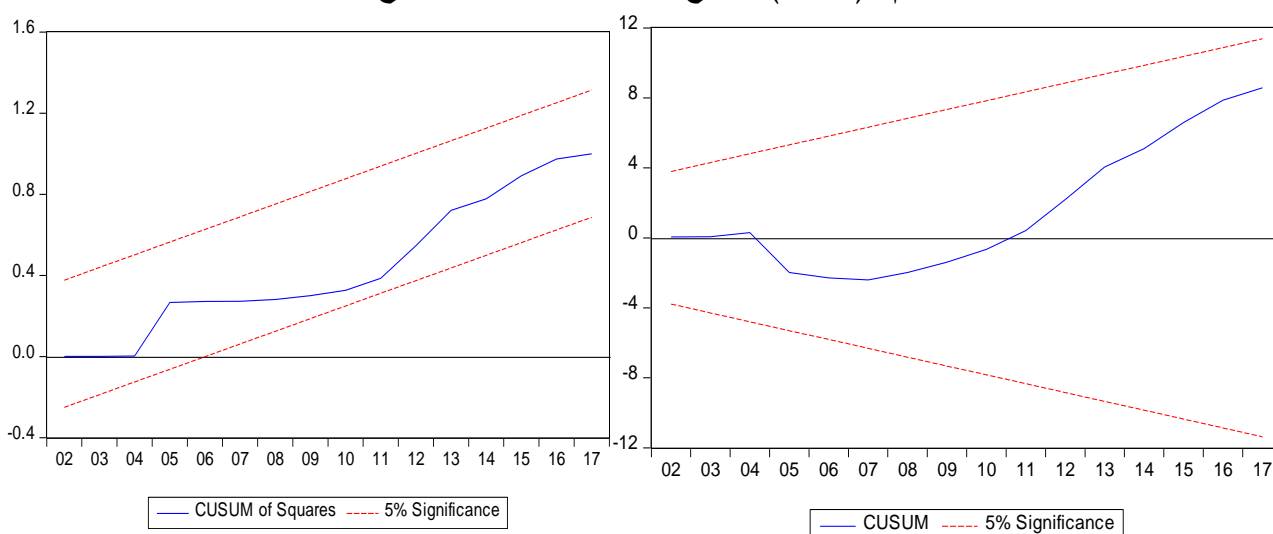
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10

للتحقق من شرط التوزيع الطبيعي نستخدم Jarque-Bera، فوجد أن نتيجة الاختبار كانت غير معنوية ($\alpha > 0.05$)، وهو ما يدعم أن البواقي يخضعون للتوزيع الطبيعي، ومن خلال قيمة $J-B=0.10$ أقل من $\chi^2=5.99$ ، نتأكد من أن النموذج يخضع للتوزيع الطبيعي.

ج- اختبار الاستقرار

لكي نتأكد من خلو البيانات المستخدمة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها لا بد من استخدام أحد الاختبارات الآتية: المجموع التراكمي للبواقي CUSUM، وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي CUSUM of Squares، كما هو موضح في الشكل الآتي:

الشكل رقم: (12.3): نتائج اختبار استقرارية النموذج



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10.

بما أن التمثيل البياني في كل من CUSUM Test، و CUSUM of Squares Test داخل الحدود الحرجة عند مستوى 0.05 من بداية الفترة إلى نهايتها، نقبل باستقرارية النموذج، وهو ما يثبت صحة وجود استقرارية معالم النموذج، وبالتالي، سيتم الاعتماد على الفترة كاملة في الاختبارات المولية دون الحاجة إلى تجزئتها.

المطلب الثالث: تأثير مؤشرات صناديق الاستثمار على المؤشر العام للأسعار

1-بناء النموذج

يأخذ النموذج المراد تقديره صياغة أن المؤشر العام للأسعار دالة في توليفة من مؤشرات صناديق الاستثمار، كما يلي:

$$TASI = b_0 + b_1 * NF + b_2 * TA + b_3 * NS + \mu$$

ولتقدير معالم النموذج تم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى، وبالاعتماد على برنامج Eviews 10، وبعد القيام بالتعديلات المناسبة، ظهرت نتائج تقدير النموذج الخطي كالاتي:

الجدول رقم: (47.3): نتائج تقدير النموذج الخطي

Dependent Variable: TASI				
Method: Least Squares				
Date: 09/10/19 Time: 01:24				
Sample: 1996 2017				
Included observations: 22				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3290.458	1809.970	-1.817963	0.0858
NF	29.87884	20.71215	1.442575	0.1663
TA	-0.071876	0.276091	-0.260334	0.7976
NS	0.013001	0.006605	1.968431	0.0646
R-squared	0.719914	Mean dependent var	5470.581	
Adjusted R-squared	0.673233	S.D. dependent var	3808.690	
S.E. of regression	2177.182	Akaike info criterion	18.37242	
Sum squared resid	85322210	Schwarz criterion	18.57079	
Log likelihood	-198.0966	Hannan-Quinn criter.	18.41915	
F-statistic	15.42198	Durbin-Watson stat	1.262171	
Prob(F-statistic)	0.000032			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10.

وعلية، تقدر المعادلة كما يلي:

$$\widehat{TASI} = -3290.45 + 29.87 * NF - 0.07 * TA + 0.01 * NS$$

$$T_c \quad (-1.81) \quad (1.44) \quad (-0.26) \quad (1.97)$$

$$\alpha = 0.000022 \quad F = 15.42 \quad DW = 1.26 \quad R^2 = 0.7199 \quad n = 22$$

حيث: \widehat{TASI} القيمة المقدرة للمؤشر العام للأسعار.

2- الدراسة الاقتصادية للنموذج: من خلال النموذج المقدر يمكن توضيح ما يلي:

- تدل الإشارة الموجبة للمتغير **NF** على وجود علاقة طردية بين صناديق الاستثمار والمؤشر العام للأسعار، لكن من خلال مستوى الدلالة نجد أن **NF** لا تدخل في تفسير التغيرات الحاصلة في المؤشر العام للأسعار.
- تدل الإشارة السالبة للمتغير **TA** على وجود علاقة عكسية بين إجمالي الأصول والمؤشر العام للأسعار، لكن من خلال مستوى الدلالة نجد أن **TA** لا تدخل في تفسير التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية.
- تدل الإشارة الموجبة للمتغير **NS** على وجود علاقة طردية بين عدد المشتركين والمؤشر العام للأسعار، وذات معنوية إحصائية عند مستوى الدلالة 10%؛ أي إذا زاد عدد المشتركين في صناديق الاستثمار بوحدة واحدة ارتفع المستوى العام للأسعار بـ: 0.01 وحدة.

3-الدراسة الإحصائية للنموذج

- معامل التحديد: $R^2=0.7199$ تدل على أن 71.99% من التغيرات الحاصلة في المستوى العام للأسعار سببها التغير الحاصل في مؤشرات صناديق الاستثمار، وبالتالي، تُظهر أن للنموذج قوة تفسيرية عالية وهو مناسب لتمثيل العلاقة بين المتغيرين، في حين أن النسبة الباقية المقدره بـ: 28.01% ترجع إلى عوامل عشوائية أخرى لم تؤخذ بعين الاعتبار في النموذج؛ أي أن النموذج مقبول مبدئياً.

1.3 اختبار المعنوية

ت-اختبار معنوية المعالم

- اختبار ستودنت **T test**

من خلال الجدول رقم (47.3) نلاحظ أن قيمة ستودنت أكثر من القيمة الجدولية سوى في المتغير NS، حيث إن $N=22$ ومستوى المعنوية 0.10، وبالتالي، نرفض الفرضية الصفرية ونقبل بوجود علاقة بين المتغير NS والمستوى العام للأسعار.

ث-اختبار المعنوية الكلية للنموذج

- اختبار فيشر **F test**

إن الهدف من هذا الاختبار هو اختبار الانحدار ككل، حيث نقوم بمقارنة قيمة فيشر المحسوبة بالجدولية عند مستوى معنوية 0.05، ودرجتي حرية $\alpha_1=k, \alpha_2=n-k-1$ ، حيث $k=3$ و $n=22$ ، وبالتالي: نلاحظ بأن القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية، فهذا يدل على أن معادلة التمثيل جيدة، وأن قيمة معامل التحديد التي حصلنا عليها هي قيمة موضوعية، وتصلح لاستخدامها مقياساً لتقدير فعالية تمثيل معادلة الانحدار للعلاقة المدروسة.

2.3 تشخيص النموذج

ت-اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

لدينا قيمة $d_{cal}^*=1.26$ وبمقارنتها بالقيمتين الجدوليتين $d_{1}^*=1.22$ - $d_{2}^*=1.42$ عند $k'=3$ و $n=22$ ، نجدها تقع في مجال عدم وجود ارتباط بين الأخطاء، وللتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي نلجأ لاختبارات الارتباط الذاتي (Autocorrelation, Breusch-godfrey correlation LM test)، حيث:

الجدول رقم: (48.3): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

Date: 09/10/19 Time: 01:46 Sample: 1996 2017 Included observations: 22						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.368	0.368	3.3964	0.065
		2	-0.012	-0.170	3.4005	0.183
		3	-0.196	-0.153	4.4705	0.215
		4	-0.494	-0.439	11.629	0.020
		5	-0.467	-0.254	18.401	0.002
		6	-0.214	-0.152	19.917	0.003
		7	0.007	-0.122	19.919	0.006
		8	0.141	-0.215	20.666	0.008
		9	0.304	-0.063	24.429	0.004
		10	0.240	-0.154	26.970	0.003
		11	0.053	-0.193	27.106	0.004
		12	-0.076	-0.246	27.413	0.007

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10

من خلال الجدول الممثل لدالة الارتباط الذاتي والجزئي (AC-PAC) لبواقي النموذج المقدر، نلاحظ أن جميع الأعمدة داخل مجال الثقة وإحصائية الاختبار Q-Star غير معنوية، وبالتالي، نقبل الفرضية الصفرية بعدم وجود ارتباط ذاتي.

ث- اختبار عدم ثبات التباين:

للكشف عن عدم ثبات التباين نستخدم الاختبار الموضح في الجدول التالي:

الجدول رقم: (49.3): نتائج اختبار عدم ثبات التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey				
F-statistic	0.138565	Prob. F(3,18)	0.9356	
Obs*R-squared	0.496603	Prob. Chi-Square(3)	0.9196	
Scaled explained SS	0.610447	Prob. Chi-Square(3)	0.8940	
Test Equation: Dependent Variable: RESID^2 Method: Least Squares Date: 09/10/19 Time: 01:47 Sample: 1996 2017 Included observations: 22				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4008528.	6753329.	0.593563	0.5602
NF	-29365.73	77280.83	-0.379987	0.7084
TA	367.5783	1030.147	0.356821	0.7254
NS	14.56666	24.64349	0.591096	0.5618

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10.

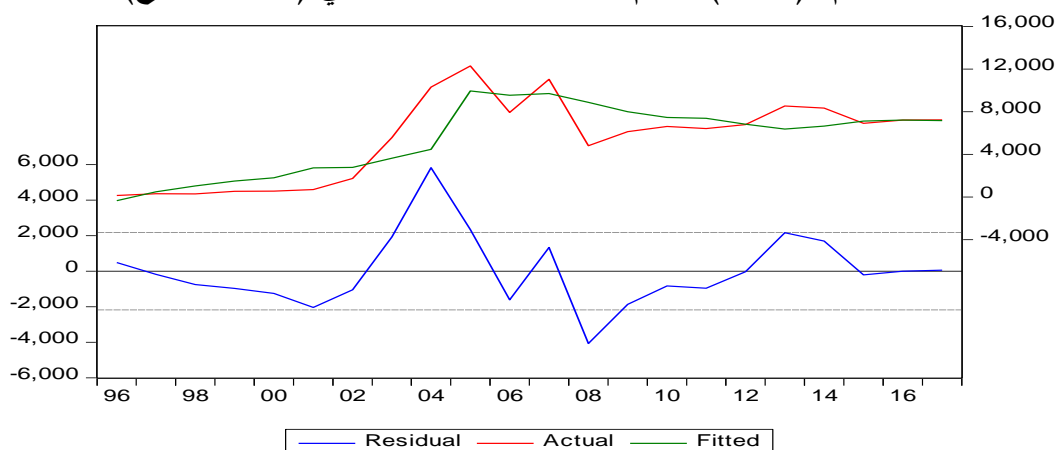
حسب هذا الاختبار فإن Prob F أكبر من 0.05؛ وهذا ما يعني أن F ليست معنوية، وبالتالي، نقبل الفرضية الصفرية بعدم ثبات التباين.

3.3 جودة واستقرارية النموذج

د- جودة النموذج

من أجل دراسة مدى جودة النموذج لا بد من مقارنة القيم الحقيقية بالمقدرة من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم: (13.3): القيم الحقيقية والمقدرة والبواقي (جودة النموذج)



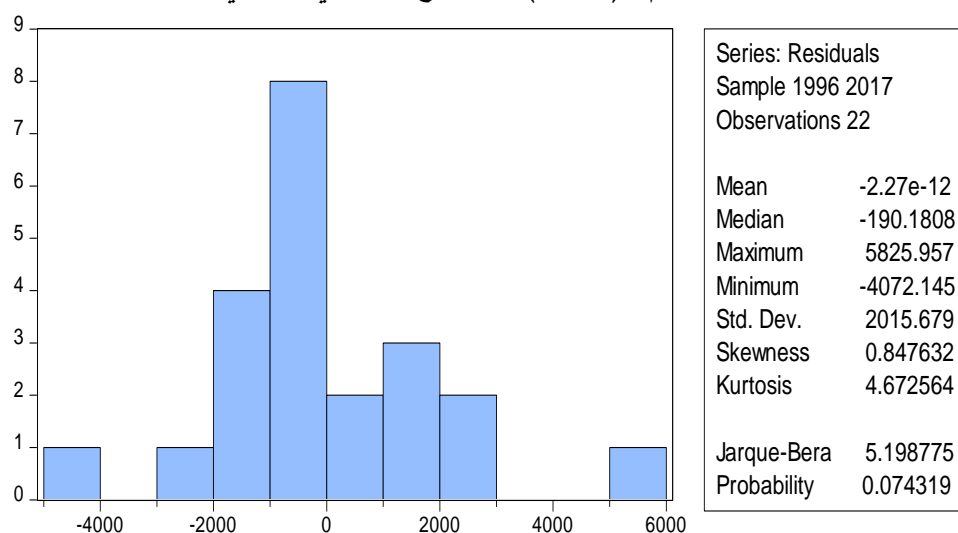
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10

من خلال الشكل نلاحظ تقارب القيم المقدرة من القيم الحقيقية، وهذا ما يشير لجودة النموذج

المقدر، وبالتالي، يمكن الاعتماد عليه في تفسير وتحليل النتائج.

هـ- التوزيع الطبيعي: من خلال الشكل الآتي يمكن معرفة خضوع النموذج للتوزيع الطبيعي من عدمه:

الشكل رقم: (14.3): التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10

للتحقق من شرط التوزيع الطبيعي نستخدم Jarque-Bera، فوجد أن نتيجة الاختبار كانت غير

معنوية ($\alpha > 0.05$)، وهو ما يدعم أن البواقي يخضعون للتوزيع الطبيعي، ومن خلال قيمة $J-B=5.19$

أقل من $\chi^2=5.99$ ، نتأكد أن النموذج يخضع للتوزيع الطبيعي.

و- اختبار الاستقرارية

للتأكد من خلو البيانات المستخدمة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها، لا بد من استخدام أحد الاختبارات الآتية: المجموع التراكمي للبواقي CUSUM، وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي CUSUM of Squares، كما هو موضح في الشكل الآتي:

الشكل رقم: (15.3): نتائج اختبار استقرارية النموذج



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10.

بما أن التمثيل البياني في كل من CUSUM Test، و CUSUM of Squares Test داخل الحدود الحرجة عند مستوى 0.05، نقبل باستقرارية النموذج.

المطلب الرابع: تأثير مؤشرات صناديق الاستثمار على عدد الأسهم المتداولة ومعدل الدوران

الفرع الأول: تأثر عدد الأسهم المتداولة بمؤشرات صناديق الاستثمار

1-بناء النموذج

يأخذ النموذج المراد تقديره صياغة أن عدد الأسهم المتداولة في توليفة من مؤشرات صناديق الاستثمار، كما يلي:

$$NAE = b_0 + b_1 * NF + b_2 * TA + b_3 * NS + \mu$$

ولتقدير معلمات النموذج تم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى، وبالاعتماد على برنامج

Eviews 10 وبعد القيام بالتعديلات المناسبة، ظهرت نتائج تقدير النموذج الخطي كالآتي:

الجدول رقم (50.3): نتائج تقدير النموذج الخطي

Dependent Variable: NAE Method: Least Squares Date: 09/10/19 Time: 02:01 Sample: 1996 2017 Included observations: 22				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-53334.96	12790.47	-4.169897	0.0006
NF	490.7262	146.3661	3.352731	0.0035
TA	-1.279590	1.951048	-0.655847	0.5202
NS	-0.014896	0.046674	-0.319162	0.7533
R-squared	0.767774	Mean dependent var	34074.30	
Adjusted R-squared	0.729070	S.D. dependent var	29558.45	
S.E. of regression	15385.45	Akaike info criterion	22.28320	
Sum squared resid	4.26E+09	Schwarz criterion	22.48157	
Log likelihood	-241.1152	Hannan-Quinn criter.	22.32993	
F-statistic	19.83695	Durbin-Watson stat	1.572213	
Prob(F-statistic)	0.000006			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج 10 Eviews.

وله، تقدر المعادلة كما يلي:

$$\widehat{NAE} = -53334.96 + 490.72 * NF - 1.27 * TA - 0.01 * NS$$

$$T_c \quad (-4.16) \quad (3.35) \quad (-0.65) \quad (-0.31)$$

$$\alpha = 0.000022 \quad F = 19.83 \quad DW = 1.57 \quad R^2 = 0.7677 \quad n = 22$$

حيث $\hat{}$ القيمة المقدرة لعدد الأسهم المتداولة.

2- الدراسة الاقتصادية للنموذج: من خلال النموذج المقدر يمكن توضيح ما يلي:

- تدل الإشارة الموجبة للمتغير **NF** على وجود علاقة طردية بين عدد الصناديق والأسهم المتداولة، وذات معنوية إحصائية عند مستوى الدلالة 5%؛ أي إذا زاد عدد صناديق الاستثمار بوحدة واحدة، ارتفعت الأسهم المتداولة بـ: 490.72 وحدة.
- تدل الإشارة السالبة للمتغير **TA** على وجود علاقة عكسية بين إجمالي الأصول وعدد الأسهم المتداولة، لكن من خلال مستوى الدلالة نجد أن **TA** لا يدخل في تفسير التغيرات الحاصلة في الأسهم المتداولة.
- تدل الإشارة السالبة للمتغير **NS** على وجود علاقة عكسية بين عدد المشتركين وعدد الأسهم المتداولة، لكن من خلال مستوى الدلالة نجد أن **NS** لا يدخل في تفسير التغيرات الحاصلة في الأسهم المتداولة.

3- الدراسة الإحصائية للنموذج

- معامل التحديد: أظهرت نتائج الجدول (50.3) أن معامل التحديد يساوي $R^2=0.767774$ ، وهي تدل عن قوة تفسيرية عالية للنموذج المقدر، وتبين أن 76.77% من التغيرات الحاصلة في عدد الأسهم المتداولة تفسرها وتسببها التغيرات في مؤشرات صناديق الاستثمار، والباقي 23.23% يرجع إلى عوامل عشوائية أخرى، وكذا متغيرات لم تؤخذ بعين الاعتبار في النموذج .

1.3 اختبار المعنوية

ج- اختبار معنوية المعالم

- اختبار ستودنت T test

من خلال الجدول رقم (50.3) نلاحظ أن قيمة ستودنت أكثر من القيمة الجدولية في المتغير NF، حيث إن $N=22$ ومستوى المعنوية 0.05، وبالتالي، نرفض الفرضية الصفرية، ونقبل بوجود علاقة بين المتغير NF وعدد الأسهم المتداولة.

ح- اختبار المعنوية الكلية للنموذج

- اختبار فيشر F test

إن الهدف من هذا الاختبار هو اختبار الانحدار ككل، حيث نقوم بمقارنة قيمة فيشر المحسوبة بالمجدولة عند مستوى معنوية 0.05، ودرجتي حرية $\alpha_1=k, \alpha_2=n-k-1$ حيث $k=3$ و $n=22$ ، وبالتالي:

نلاحظ أن القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية، فهذا يدل على أن معادلة التمثيل جيدة، وأن قيمة معامل التحديد التي حصلنا عليها هي قيمة موضوعية، تصلح لاستخدامها مقياساً لتقدير فعالية تمثيل معادلة الانحدار للعلاقة المدروسة.

2.3 تشخيص النموذج

ج- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

لدينا قيمة $d_{cal}^*=1.57$ بمقارنتها بالقيمتين الجدوليتين $d_1^*=1.22$ - $d_2^*=1.42$ عند $k'=3$ و $n=22$ ، نجدها تقع في مجال عدم وجود ارتباط بين الأخطاء، وللتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي نلجأ لاختبارات الارتباط الذاتي (Autocorrelation, Breusch-godfrey correlation LM test)، حيث:

الجدول رقم: (51.3): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

Date: 09/10/19 Time: 02:18 Sample: 1996 2017 Included observations: 22						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.138	0.138	0.4775	0.490
		2	-0.016	-0.035	0.4841	0.785
		3	-0.014	-0.007	0.4896	0.921
		4	-0.190	-0.191	1.5477	0.818
		5	-0.156	-0.109	2.3036	0.806
		6	0.222	0.264	3.9307	0.686
		7	-0.090	-0.186	4.2187	0.754
		8	-0.187	-0.203	5.5331	0.699
		9	-0.217	-0.250	7.4481	0.591
		10	-0.033	0.130	7.4946	0.678
		11	-0.229	-0.271	10.006	0.530
		12	0.003	-0.156	10.006	0.615

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10.

من خلال الجدول الممثل لدالة الارتباط الذاتي والجزئي (AC-PAC) لبواقي النموذج المقدر، نلاحظ أن جميع الأعمدة داخل مجال الثقة وإحصائية الاختبار Q-Star غير معنوية، وبالتالي، نقبل الفرضية الصفرية بعدم وجود ارتباط ذاتي.

ح- اختبار عدم ثبات التباين: للكشف عن عدم ثبات التباين نستخدم الاختبار الموضح في الجدول الآتي:

الجدول رقم: (52.3): نتائج اختبار عدم ثبات التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey				
F-statistic	0.597225	Prob. F(3,18)	0.6250	
Obs*R-squared	1.991589	Prob. Chi-Square(3)	0.5742	
Scaled explained SS	1.252448	Prob. Chi-Square(3)	0.7405	
Test Equation: Dependent Variable: RESID^2 Method: Least Squares Date: 09/10/19 Time: 02:20 Sample: 1996 2017 Included observations: 22				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.60E+08	2.33E+08	0.689599	0.4992
NF	-1723586.	2662659.	-0.647318	0.5256
TA	23647.03	35493.03	0.666244	0.5137
NS	970.9098	849.0750	1.143491	0.2678

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10.

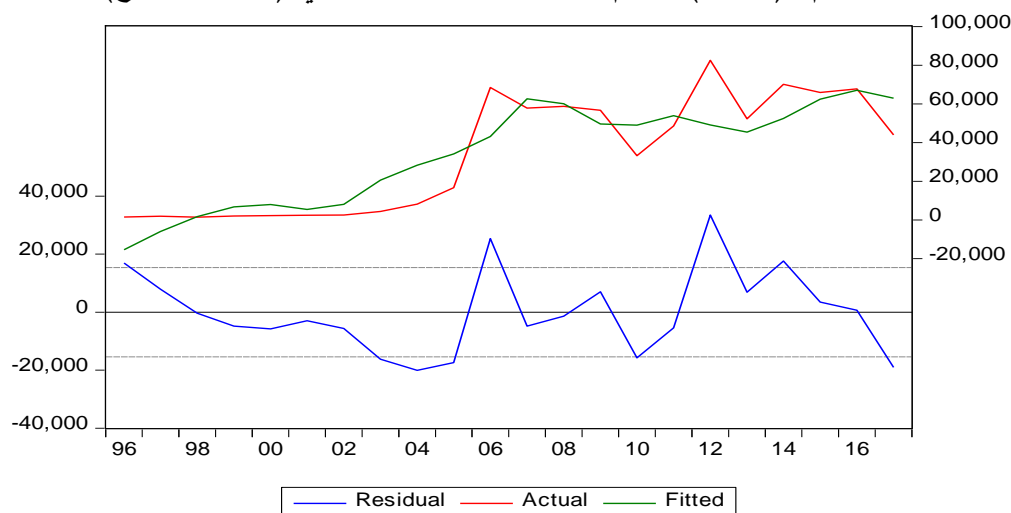
حسب هذا الاختبار فإن Prob F أكبر من 0.05؛ وهذا ما يعني أن F ليست معنوية، وبالتالي، نقبل الفرضية الصفرية بعدم ثبات التباين.

3.3 جودة واستقرارية النموذج

ز- جودة النموذج

من أجل دراسة مدى جودة النموذج لابد من مقارنة القيم الحقيقية بالمقدرة من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم: (16.3): القيم الحقيقية والمقدرة والبواقي (جودة النموذج)



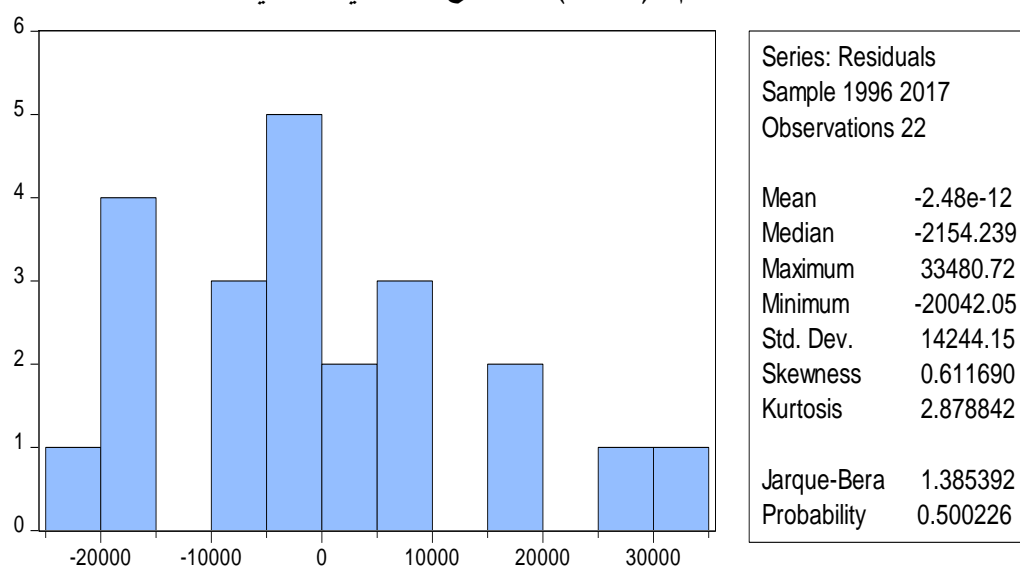
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ تقارب القيم المقدرة من القيم الحقيقية، وهذا ما يشير لجودة

النموذج المقدر، لذا يمكن الاعتماد عليه في تفسير وتحليل النتائج.

ح- التوزيع الطبيعي: من خلال الشكل الآتي يمكن معرفة خضوع النموذج للتوزيع الطبيعي من عدمه:

الشكل رقم: (17.3): التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10.

للتحقق من شرط التوزيع الطبيعي نستخدم Jarque-Bera، فوجد أن نتيجة الاختبار كانت غير

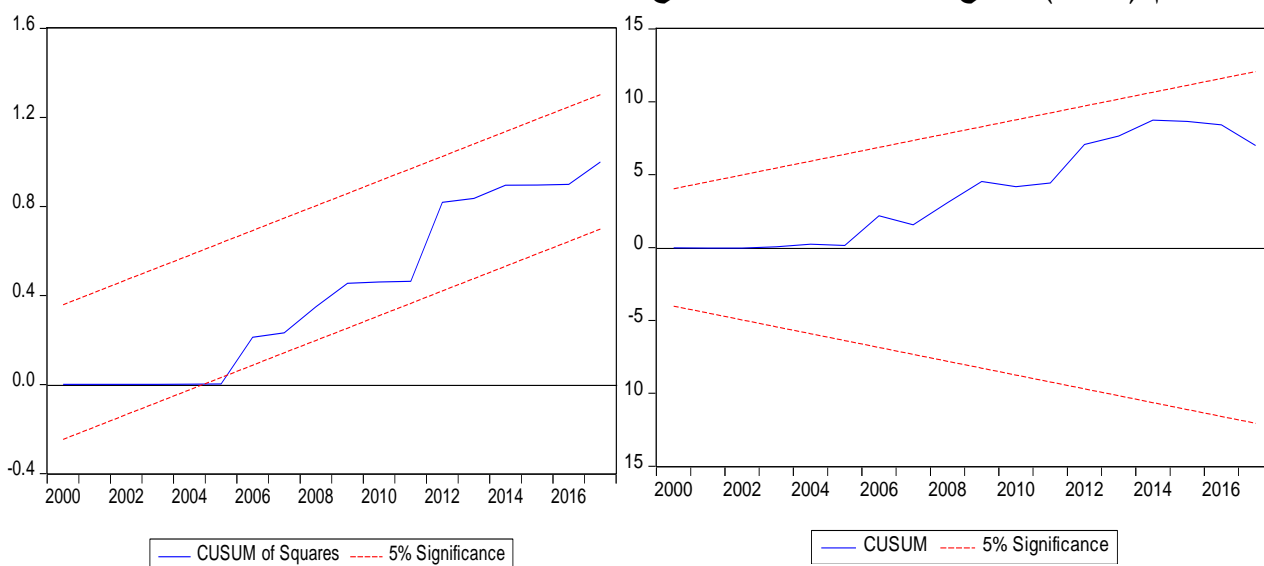
معنوية ($\alpha > 0.05$) وهو ما يدعم أن البواقي يخضعون للتوزيع الطبيعي، ومن خلال قيمة $J-B=1.38$

أقل من $\chi^2=5.99$ ، وهو ما يؤكد أن النموذج يخضع للتوزيع الطبيعي.

ط- اختبار الاستقرار

للتأكد من خلو البيانات المستخدمة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها، لابد من استخدام أحد الاختبارات الآتية: المجموع التراكمي للبواقي CUSUM، وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي CUSUM of Squares، كما هو موضح في الشكل الآتي:

الشكل رقم (18.3): نتائج اختبار استقرارية النموذج



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 10.

بما أن التمثيل البياني في كل من CUSUM Test و CUSUM of Squares Test داخل الحدود الحرجة عند مستوى 0.05، نقبل باستقرارية النموذج.
الفرع الثاني: تأثر معدل دوران السهم بمؤشرات صناديق الاستثمار

1- بناء النموذج

يأخذ النموذج المراد تقديره صياغة أن معدل دوران السهم دالة في توليفة من مؤشرات صناديق الاستثمار، كما يلي:

$$\text{Tratio} = b_0 + b_1 * \text{NF} + b_2 * \text{TA} + b_3 * \text{NS} + \mu$$

ولتقدير معلمات النموذج تم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى، وبالاعتماد على برنامج

Eviews 10 وبعد القيام بالتعديلات المناسبة، ظهرت نتائج تقدير النموذج الخطي كالتالي:

الجدول رقم: (53.3): نتائج تقدير النموذج الخطي

Dependent Variable: TRATIO				
Method: Least Squares				
Date: 09/10/19 Time: 01:11				
Sample (adjusted): 1996 2016				
Included observations: 21 after adjustments				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5215.563	7701.708	-0.677196	0.5074
NF	37.11618	87.54630	0.423961	0.6769
TA	-0.427127	1.152856	-0.370495	0.7156
NS	0.023202	0.027868	0.832582	0.4166
R-squared	0.253036	Mean dependent var	5337.238	
Adjusted R-squared	0.121219	S.D. dependent var	9694.945	
S.E. of regression	9088.364	Akaike info criterion	21.23702	
Sum squared resid	1.40E+09	Schwarz criterion	21.43598	
Log likelihood	-218.9887	Hannan-Quinn criter.	21.28020	
F-statistic	1.919599	Durbin-Watson stat	2.891591	
Prob(F-statistic)	0.164731			

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج 10 Eviews.

له وعليه، تقدر المعادلة كما يلي:

$$\widehat{Tratio} = -5215.56 + 37.11 * NF - 0.42 * TA + 0.02 * NS$$

$$T_c \quad (-2.67) \quad (0.42) \quad (0.37) \quad (0.83)$$

$$\alpha = 0.164722 \quad F = 1.91 \quad DW = 2.89 \quad R^2 = 0.2530 \quad n = 21$$

حيث \widehat{Tratio} القيمة المقدرة لمعدل الدوران.

من خلال النموذج المقدر يمكن توضيح أن جميع المتغيرات المفسرة ليست ذات دلالة إحصائية، رغم محاولتنا، وإن بناء نموذج يفسر لنا التغيرات الحاصلة في دوران السهم من خلال أحد مؤشرات صناديق الاستثمار؛ وهذا ما يعني أن مؤشرات صناديق الاستثمار لا تؤثر في معدل دوران السهم خلال فترة الدراسة.

الخلاصة:

من خلال مناقشة وتحليل الفصل الثالث، تم التوصل إلى مجموعة نتائج، من أهمها:

01- يعد سوق الأسهم السعودي الذي يعرف باسم "تداول" من أكبر الأسواق المالية العربية، من حيث عدد الشركات والقيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة فيه، كما لهذا السوق نظام عمل متطور يعتمد على نظام الكتروني يربط بين قاعات التداول في البنوك التجارية والشركات المالية وجهاز حاسب آلي مركزي لدى السوق المالية (تداول)، الذي يتولى عملية التوفيق بين البائعين والمشتريين خلال ساعات التداول.

02- وجود عدد معتبر من الصناديق الاستثمارية المتداولة في سوق الأسهم السعودي، حيث قامت البنوك التجارية السعودية وشركات الاستثمار بطرح عديد صناديق الاستثمار، التي تختلف باختلاف الأهداف والسياسات الاستثمارية ومجالات الاستثمار، أما فيما يخص سوق الأسهم السعودي فقد تأثر أداءه بعدد الأزمات، ولعل من أهمها الأزمة المالية العالمية سنة 2008، انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية سنة 2014، أزمة الديون السيادية لليونان سنة 2011 وأزمة ما يسمى بالربيع العربي، التي انطلقت في بعض الدول العربية خلال أواخر عام 2010 ومطلع 2011.

03- أثبتت عديد مؤشرات كفاءة السوق، من بينها معرفة عدد الشركات التي تتوجه إليه قصد تلبية متطلباتها الاستثمارية، أن زيادة عدد هذه الشركات من سنة لأخرى يدل على زيادة كفاءة البورصة، في حين أن انخفاض هذا العدد أو معدل النمو السلبي في عدد الشركات المدرجة، يعني خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة المطلوبة، ويعزى الارتفاع في عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي إلى جملة من العوامل لعل من أبرزها وأهمها: قيد الشركات الجديدة الملتزمة بشروط ومعايير القيد بالبورصة، وذلك بعدما كان عددها منخفضا بسبب الشروط الصعبة والصارمة المطلوبة لتحويل الشركات إلى شركات مساهمة مؤهلة للإدراج في سوق الأسهم السعودي.

04- بالنظر إلى معدل دوران السهم نجده قد شهد انخفاضات متتالية في أغلب سنوات الفترة محل الدراسة، بسبب انخفاض معدل نمو قيمة التداول مقارنة بمعدل نمو القيمة السوقية، وهو ما انعكس بصورة مباشرة على سيولة السوق، وبالتالي، كفاءته.

05- تم التوصل من خلال دراسة وتقييم أداء بعض الصناديق إلى تأثرها الواضح بالأزمات العالمية والعربية، التي مست العالم أجمع (أزمة الرهن العقاري، أزمة الديون السيادية والربيع العربي)، وتسربت محليا إلى الاقتصاد السعودي، وهو ما يظهر في العائد السلبي المحقق في عديد سنوات الدراسة، وليمثد أثرها إلى السوق المدرجة فيه، إذ حقق عائدا يكاد يكون معدوما قدر ب: 0.22% سنة 2017.

06- بالمقارنة بين أداء محفظة السوق والصناديق الاستثمارية المدروسة تبين أن محفظة السوق أكثر مخاطرة، وهذا ما يبرزه كل من الانحراف المعياري، ومعامل بيتا المتعلق بالمخاطر المنتظمة.

07- ما يمكن ملاحظته من دراسة مؤشر شارب أن أداء صندوق الرياض للأسهم السعودية، صندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع، صندوق الفريد للأسهم السعودية أفضل من أداء محفظة السوق، على اعتبار أنه كلما كان مؤشر شارب أعلى كان أداء الصندوق أفضل.

08- بما أن α أكبر من الصفر في أغلب الصناديق الاستثمارية المدروسة، فهذا يعني أن قيمة (العائد على الصندوق- العائد الخالي من المخاطرة) أكبر مما يستحق، وهذا يعني أن أداء الصندوق أعلى من أداء السوق، وأن الصناديق سبقت سوق الأسهم السعودي في أدائها خلال الفترة محل الدراسة.

09- من خلال نتائج الانحدار لمعرفة مدى تأثير صناديق الاستثمار على سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2017) اتضح أن:

◀ تؤثر أصول صناديق الاستثمار بنسب متفاوتة على مؤشرات أداء سوق الأوراق الأسهم السعودي والمعتمدة في الدراسة القياسية، خلال الفترة محل الدراسة.

◀ أما عن عدد صناديق الاستثمار، فإن زيادة عدد الصناديق بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية ب: 6.07 وحدة، ومن جهة أخرى فإنه ومن خلال مستوى الدلالة نجد أن NF (عدد الصناديق) لا تدخل في تفسير التغيرات الحاصلة في المؤشر العام للأسعار، وأن زيادة عدد صناديق الاستثمار بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم المتداولة ب: 490.73 وحدة.

◀ يؤدي زيادة عدد المشتركين بوحدة واحدة إلى ارتفاع القيمة السوقية بمقدار: 0.002 وحدة، في حين أثبت النموذج القياسي المعتمد وجود علاقة عكسية بين المتغيرين عدد المشتركين وعدد الأسهم المتداولة، ومنه، فإن مؤشر عدد المشتركين لا يدخل في تفسير التغيرات الحاصلة في عدد الأسهم المتداولة، ووجود علاقة طردية مع مؤشر المستوى العام للأسعار؛ أي أن زيادة عدد المشتركين في صناديق الاستثمار بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار ب: 0.01 وحدة.

◀ أظهر النموذج المقدر أن جميع المتغيرات المستقلة والمعبرة عن نشاط صناديق الاستثمار (عدد المشتركين، عدد الصناديق وإجمالي الأصول) ليست ذات دلالة إحصائية في تفسير التغيرات الحاصلة في معدل الدوران، وهي بالتالي، لا تؤثر في معدل الدوران كمتغير تابع.

الخاتمة

عند اختيارنا دراسة موضوع دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة صناديق الاستثمار السعودية، كان هدفنا الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية المتعلقة بالصناديق الاستثمارية والتعرف على دورها في تنشيط سوق الأوراق المالية، وقد قمنا بإسقاط التجربة على سوق الأسهم السعودي بوصفه سبأقا في خوض تجربة صناديق الاستثمار على المستوى العربي. ويبرز دور الأسواق المالية في النظم الاقتصادية الحديثة، نظير ما تقوم به من مهام تمثل حلقات نمو القطاع المالي لأي دولة، فمن خلال هذه الأسواق يتعرف المستثمر على اتجاهات أسعار الأوراق المالية عن طريق ما يسمى بمؤشرات السوق، التي تعبر عن اتجاهات أسعار الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي.

فسوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين عارضي الأموال وطالبيها؛ أي بين أصحاب الفائض في الأموال وأصحاب العجز فيها من خلال الأوراق المالية المتداولة في السوق؛ إذ تؤدي دورا بالغ الأهمية في تشجيع التنمية الاقتصادية في الدول، من خلال قدرتها على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للاقتصاد، وتمويل الاستثمارات ذات الآجال المختلفة، والتي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج.

أما الصناديق الاستثمارية فهي أحد الأوعية الاستثمارية بأسواق المال، تضم مجموعة من الأدوات الاستثمارية بشكل متنوع، بهدف خفض نسبة المخاطرة وتحقيق أفضل العوائد المحتملة مقارنة بنسبة المخاطرة، ويتم تقديم ذلك للمستثمرين الذين لا يملكون القدرة على إدارة محافظهم الاستثمارية بأنفسهم، وتوكيل إدارة الصندوق الاستثماري إلى مديري المحافظ الاستثمارية المتخصصين والمعتمدين، ويملكون الوقت والخبرة الكافية لإدارة الصندوق بالطريقة الأمثل، وهذا حسب إستراتيجية استثمارية واضحة مع التزامه بتقديم ملفات الإفصاح باستمرار.

1. نتائج الدراسة:

على ضوء ما تقدم، تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى النتائج الآتية:

- 1- تعد أسواق الأوراق المالية صلة وصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد، إذ إن الهدف الرئيس الذي تطمح إلى تحقيقه هذه الأسواق هو تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية، ومن شأن هذه الأسواق المنظمة زيادة الكفاءة الاقتصادية وتعزيز حركة الاستثمار ورفع معدل النمو الاقتصادي، وكلما دلت المؤشرات على تحسن الوضع الاقتصادي، كلما انعكس ذلك نشاطا على أسواق الأسهم.
- 2- يشكل المناخ الاستثماري الملائم من قوانين وتشريعات خاصة بسوق الأوراق المالية مطلبا أساسيا في قيام السوق وتطورها، كما أن توفر مؤسسات مالية قادرة على تعبئة الادخار وتوفير الفرص الاستثمارية يعد مطلبا أساسيا لقيام سوق الأوراق المالية.

- 3- تمثل السيولة سمة أساسية لتطوير سوق الأوراق المالية وعاملا مهما يؤثر على كفاءة السوق، فالكفاءة السوقية تتحسن بزيادة السيولة، أما المعلومات فهي عنصر حاسم من عناصر البنية الأساسية اللازم توافرها لاتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى.
- 4- إن الأسواق المالية الخليجية شديدة التأثر بالأزمات حيث كان تأثير الانخفاض في أسعار النفط العالمية العامل الأبرز في تراجع أداء سوق الأسهم السعودي خلال عام 2015، مما انعكس في انكماش السيولة، بالإضافة إلى ما يسمى بأحداث الربيع العربي.
- 5- تقوم الصناديق الاستثمارية بدور مهم في مجال تعبئة الادخارات وإدارتها، محققة بذلك جملة من المزايا التي تعود على الجهات التي تتعامل معها، ذلك أن صناديق الاستثمار أصبحت في الوقت الحالي من أبرز الأوعية الادخارية المستحدثة الموجهة للاستثمار المشترك أو الجماعي، وتعود بالفائدة على المستثمر من ناحية استفادته من خبرات الإدارة المحترفة المساهمة في التقليل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، وضمان توفر سمة السيولة لأوراقه المالية، كما تعود بالمنفعة على الاقتصاد القومي من خلال حماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها للخارج، مساعدة الدولة في تحقيق أهداف وبرامج الإصلاح الاقتصادي وغيرها.
- 6- إن الاستثمار عن طريق الصناديق الاستثمارية في سوق الأسهم السعودي هو أقل مخاطرة من الاستثمار المباشر فيه، غير أن المستثمر العادي قد لا يستطيع أن يشتري أسهما في عدة شركات، بل يتجه إلى الاستثمار في عدد محدود من الأسهم، مما قد يتسبب لهم في خسارة فادحة.
- 7- يقتصر التعامل في سوق الأسهم السعودي على الأسهم، أما باقي المنتجات وإن وجدت فهي ضئيلة.
- 8- استحوذت صناديق الاستثمار على اهتمام قاعدة عريضة من مختلف شرائح المستثمرين في السعودية وبعض المستثمرين الأجانب، إذ بلغ عدد المشتركين فيها سنة 2017: 238.445 مشتركا.
- 9- يعد هذا السوق من الأسواق الرائدة في صناديق الاستثمار من حيث العدد والأصول والتنوع والتنظيم رغم الأزمات والهزات التي ضربت الأسواق المالية العالمية عموما وسوق الأسهم السعودي خصيصا، حيث عرفت صناديق الاستثمار نموا كبيرا، وخاصة في السنوات الأخيرة إذ وصل عددها إلى 273 صندوق نهاية 2017 بحجم أصول بلغت: 110.20 مليار ريال.
- 10- تؤدي صناديق الاستثمار أدوارا كبيرة في تنشيط سوق الأسهم السعودي سواء بطريقة مباشرة من خلال الصناديق المغلقة أو بطريقة غير مباشرة بالمتفوحة منها، فرغم أن هذه التجربة لازالت حديثة في المملكة العربية السعودية إذا ما قورنت بالدول المتطورة، حيث ظهر أول صندوق استثماري سنة 1979، والعائد للبنك الأهلي التجاري، ولكن تطورها لم يكن إلا في بداية الألفية، وتحديدا سنة 2001 حين قفزت أصولها إلى 49.8 مليار ريال.

11- توصلنا من خلال الدراسة القياسية إلى:

- ✓ وجود علاقة طردية وذات دلالة إحصائية بين كل من المؤشرات المعبرة عن نشاط صناديق الاستثمار والقيمة السوقية، حيث أظهر معامل التحديد أن ما يقارب 77% من التغيرات الحاصلة في القيمة السوقية سببها التغيرات الحاصلة في مؤشرات صناديق الاستثمار.
- ✓ وفي ذات السياق أسفرت الدراسة القياسية عن وجود علاقة طردية بين جميع مؤشرات صناديق الاستثمار وعدد الأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي باستثناء مؤشر إجمالي الأصول، حيث أظهرت الدراسة وجود علاقة عكسية بين عدد الأسهم المتداولة وإجمالي الأصول، وبالتالي، فإن هذا المتغير لا يدخل في تفسير التغيرات الحاصلة في عدد الأسهم المتداولة.
- ✓ أظهرت نتائج الدراسة القياسية أن المؤشر العام للأسعار يتأثر بجميع المتغيرات المعبرة عن صناديق الاستثمار باستثناء مؤشر إجمالي الأصول، حيث إن الدراسة القياسية أثبتت وجود علاقة عكسية بينهما.
- ✓ ومن جهة أخرى توصلنا إلى انعدام العلاقة بين مؤشرات صناديق الاستثمار وتحقيق أي معدل لدوران للسهم، من خلال نموذج الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين هذا المتغير والمتغيرات المستقلة.

II. نتائج اختبار الفرضيات:

- 1- قطعت الكفاءة السوقية في الاقتصاديات الدولية شوطاً بعيداً في هذا المجال، فقد تميزت بوجود نظم قوية وفعالة للمعلومات واستجابة أكثر للجديدة منها مع ربط الأسواق التي تقع في مناطق مختلفة مع بعضها البعض، وهذا ما أسهم في اختفاء أوجه التفاوت والتمييز بين الأسواق المحلية وزيادة درجة التكامل بين المراكز المالية الدولية، وهذا ما يدعم صحة الفرضية الأولى.
- 2- لصناديق الاستثمار أهمية بالغة للاقتصاديات القومية مثلها مثل باقي الصيغ الاستثمارية الأخرى لاحتوائها جميع فئات المجتمع (كبار وصغار المدخرين)، وبالتالي، فوجود قناة استثمارية تقلل من المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر منفرداً، وتذرع عائداً معقولاً، هو أمر محمود بالنسبة للمستثمرين، وعليه، فإن الاستثمار من خلال الصناديق يعد من أفضل الصيغ الاستثمارية المتاحة للفئات السالفة الذكر، ومن خلال هذه النتيجة يمكننا قبول الفرضية الثانية وتأكيد صحتها.
- 3- تعد صناديق الاستثمار من أنواع الاستثمارات التي يشارك فيها عدد كبير من المستثمرين، ونسبة لوجود هذا العدد كان لا بد من وجود آلية مراجعة أداء هذه الصناديق، والهدف من هذه الآلية هو التأكد من كفاءة وفعالية أداء الصناديق الاستثمارية، وضمان مصداقية الإفصاح للجهات ذات الصلة المستفيدة منها، وبالتالي، زيادة عدد الشركات التي تطرح أوراقها المالية في السوق، ونتيجة لذلك ندعم صحة الفرضية الثالثة.

4- لغرض تقييم أداء صناديق الاستثمار وجدت مجموعة من الأساليب والطرق البسيطة والمزدوجة تسمح بقياس قيمة الوحدات الاستثمارية للصندوق، وبالتالي، المساعدة على تحليل وتقييم أداء الصناديق والمفاضلة بينها (تفضيل الصندوق الذي يعود بأكبر عائد وأقل مخاطرة)، وهو ما يؤكد صحة الفرضية الرابعة.

III. التوصيات:

نوصي بما يلي:

- ◀ تطوير قواعد وأسس تنظيم عمل صناديق الاستثمار لمواكبة التطورات الاقتصادية العالمية.
- ◀ توعية المستثمرين (الطبيعيين أو المعنويين) بأهمية التعامل في السوق المالية بمختلف أدواتها وخاصة صناديق الاستثمار.
- ◀ استخدام آلية للحد من التراجع التصحيحي أو التذبذب الكبير في أسعار الأسهم، ولا يتم ذلك إلا بوجود صناع السوق، فدخل صناديق الاستثمار في هذه الآلية يساهم في حفظ توازن السوق، وعدم تعرضه لأي هزة قد تؤثر على السوق وعلى صناديق الاستثمار.
- ◀ يجب زيادة عدد الصناديق المغلقة والاستفادة من مزاياها، إذ إن وحدات الاستثمار التي تصدرها تتداول في سوق الأوراق المالية، وذلك يؤدي إلى إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة فيه.
- ◀ اختيار كوادرات بشرية مؤهلة لإدارة صناديق الاستثمار، ويفضل أن تكون من أصحاب الشهادات في التخصص المالي، وأن يكون غالبية أعضاء مجلس الإدارة من المديرين المستقلين، لكي لا تتعارض مصالحهم الخاصة مع مصالح حملة الأسهم، ثم مواكبتهم للتطورات الدولية المتسارعة من حيث المعايير المحاسبية والتدقيقية الدولية، وهذا ما يضمن حقوق حملة الأسهم، وتحقيق التنمية الاقتصادية الوطنية.
- ◀ الشفافية في تقديم المعلومات الخاصة بأداء صناديق الاستثمار لزيادة ثقة المستثمرين، وبالتالي، زيادة الطلب على المشاريع الاستثمارية في الأسواق المالية، وإصدار تشريع ينص على تشديد نظام الرقابة على أعمال صناديق الاستثمار، وتحديد الحد الأدنى لحجم الصفقات التي يقوم بها حتى يتجنب المنافسة مع صغار المستثمرين، ومن ثمة، سيؤدي إلى خروجهم من السوق.
- ◀ حث البنوك العاملة في الجهاز المصرفي السعودي على تأسيس المزيد من صناديق الاستثمار لجذب المزيد من المدخرات غير الفاعلة في الاقتصاد الوطني، وإعادة توظيفها وحماية صغار المستثمرين من تقلبات الأسواق المالية ومخاطرها.
- ◀ استفادة الجزائر من التجارب المقدمة في مجال الصناديق الاستثمارية، من أجل تطوير سوقها المالي، واستحداث أداة الاستثمار في الصناديق للتقليل من المخاطر الاستثمارية المصاحبة لمزاولة نشاط الاستثمار في البورصة.

IV. آفاق البحث:

لقد تبين لنا من خلال الخوض في هذا البحث بأن هناك جوانب هامة جديرة بالدراسة والبحث نقترحها لتكون إشكاليات بحوث ودراسات، نأمل أن تتال حقاها من الدراسة والتحليل مستقبلا، وكآفاق مستقبلية للبحث نقترح ما يلي:

- 01- أثر حوكمة صناديق الاستثمار على أداء سوق الأوراق المالية.
- 02- متطلبات إنشاء وإدارة صناديق الاستثمار في الجزائر.
- 03- دور التقارير المالية في تحسين أداء صناديق الودائع الاستثمارية.
- 04- دور صناديق الاستثمار في توجيه الاستثمارات في سوق الأوراق المالية في الدول العربية في ظل آليات السوق - دراسة مقارنة -.
- 05- دراسة مقارنة لأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات الأسواق المالية.
- 06- الشفافية والإفصاح المحاسبي لصناديق الاستثمار وأثره على أداء السوق المالية.

قائمة المراجع

1- باللغة العربية:

1- الكتب:

- 01- أحمد عبد النبي محمد، الأسواق المالية "الأصول العلمية والتحليل الأساسي"، زمزم ناشرون وموزعون، الأردن، 2009.
- 02- أرشيد عبد المعطي، خريوش حسني علي، أساسيات الإدارة المالية، دار زهران، الأردن، 2013.
- 03- أسامة كامل، مبادئ في المالية (شركات الأموال)، مؤسسة لورد العالمية بشؤون الاجتماعية، البحرين، 2006.
- 04- آل سليمان مبارك بن سليمان بن محمد، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيليا، المملكة العربية السعودية، 2005.
- 05- آل فواز مبارك بن سليمان، الأسواق المالية من منظور إسلامي (مذكرة تدريسية)، مركز النشر العلمي، السعودية.
- 06- أندراوس عاطف وليم، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، مصر، 2015.
- 07- الأنصاري أسامة عبد الخالق، الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة "التحليل الأساسي"، دار السحاب للنشر والتوزيع، مصر، 2008.
- 08- بدوي هشام السعداني خليفة، عقود المشتقات المالية: دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.
- 09- برقوق جمال الدين، مصطفى كافي، ميريام محمود، يوسف كافي، إدارة الاستثمار، دار حامد، الأردن، 2016.
- 10- البرواري شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر المعاصر، سوريا، 2002.
- 11- البهجي عصام أحمد، النظام القانوني لشركات القيد والإيداع والحفظ المركزي والسمسة وصناديق الاستثمار، دار الفكر الجامعي، مصر، 2014.
- 12- التميمي أرشد فؤاد، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، الأردن، 2010.
- 13- التهامي عبد المنعم أحمد، دراسات في الأسواق المالية والبورصات، مكتبة عين شمس، مصر، 2003، 2004.
- 14- توفيق محب خلة، الهندسة المالية "الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.

قائمة المراجع

- 15- جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، بدون دار نشر، بدون بلد، بدون سنة.
- 16- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، بدون دار نشر، بدون بلد، 2002.
- 17- جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الجزء الثالث، دار هومة، الجزائر، 2002.
- 18- الجمل جمال جويدان، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
- 19- جودة صلاح السيد، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000.
- 20- جويده يحي محمد، سياسات الاستثمار المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2017.
- 21- الحاج علي توفيق، الخطيب عامر علي، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي ومكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2012.
- 22- حردان طاهر حيدر، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 1997.
- 23- حسن أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، مصر، 2007.
- 24- الحسني أحمد بن حسن بن أحمد، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999.
- 25- حسين عصام، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 26- حماد طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، دار الجامعة، مصر، 2000.
- 27- حماد طارق عبد العال، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، دار الجامعة، مصر، 2000.
- 28- حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب العربي الحديث، مصر، 2012.
- 29- الحمزة عبد القادر، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2010.
- 30- حميدة مختار، الخصخصة عن طريق الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان، 2013.
- 31- الحناوي محمد صالح، العبد جلال إبراهيم، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الجامعة للطباعة والنشر، مصر، 2005.
- 32- الحناوي محمد صالح، الشهاوي طارق، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014.
- 33- الحناوي محمد صالح، مصطفى نهال فريد، العبد جلال إبراهيم، تقييم الأسهم والسندات "مدخل الهندسة المالية"، المكتب العربي الحديث، مصر، 2007.

قائمة المراجع

- 34- الحناوي محمد صالح، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 1994.
- 35- الحناوي محمد صالح، مصطفى نهال فريد، العبد جلال إبراهيم، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، مصر، 2004، 2005.
- 36- حنفي عبد الغفار، قرياقص رسمية، مذكرات في الأسواق والمؤسسات المالية، مؤسسة شباب الجامعة للطباعة والنشر، مصر، 1995.
- 37- حنفي عبد الغفار، قرياقص رسمية، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 38- حنفي عبد الغفار، قرياقص رسمية، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 39- حنفي عبد الغفار، قرياقص رسمية، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 40- حنفي عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية "أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات"، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 41- حنفي عبد الغفار، قرياقص رسمية، الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار)، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 1997.
- 42- خريوش حسني علي، أرشيد عبد المعطي رضا، جودة محفوظ أحمد، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 43- خريوش حسني علي، أرشيد عبد المعطي رضا، جودة محفوظ أحمد، الأوراق المالية - مفاهيم وتطبيقات، دار زهران، الأردن، 2013.
- 44- الخليل أحمد بن محمد، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2003.
- 45- الداغر محمود محمد، الأسواق المالية "مؤسسات، أوراق، بورصات"، الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
- 46- الدسوقي إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، بدون سنة نشر.
- 47- الدعيمي عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية وآداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 48- الدوري مؤيد عبد الرحمان، عقل سعيد جمعة، إدارة المشتقات المالية، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2012.
- 49- الدوري مؤيد عبد الرحمان، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، دار إثراء ومكتبة الجامعة للنشر والتوزيع، الأردن - الشارقة، 2010.

قائمة المراجع

- 50- الراوي خالد وهيب، الاستثمار "مفاهيم، تحليل، استراتيجية"، دار المسيرة، الأردن، 1999.
- 51- الراوي خالد وهيب، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2009.
- 52- الرادادي محمد بن مسلم، إدارة البنوك الإسلامية بعد عولمة أسواق المال، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، 2005.
- 53- الرفاعي غالب عوض، بلعربي عبد الحفيظ، اقتصاديات النقود والبنوك، الجزء الأول، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
- 54- رمضان زياد، شموط مروان، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2015.
- 55- زويل محمود أمين، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق، أحوالها ومستقبلها، دار الوفاء، مصر، 2000 .
- 56- سراج محمد أحمد، حسان حسين حامد، الأوراق التجارية في الشريعة الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، الجامعة الإسلامية العالمية، اسلام اباد باكستان، 1988.
- 57- سلام عماد صالح، إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، بدون دار نشر، أبوظبي، 2002.
- 58- سليم فتحي، غزال زياد، حكم الشرع في البورصة، دار الوضاح للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2008.
- 59- سويلم محمد علي، أدوات الاستثمار في البورصة، دار المطبوعات الجامعية، مصر، 2003.
- 60- السيسي صلاح الدين حسن، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب للنشر والتوزيع، مصر، 2003.
- 61- السيسي صلاح الدين حسن، البورصات والأسواق المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2014.
- 62- الشمري ناظم محمد نوري، البياتي طاهر فاضل، صيام أحمد زكريا، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل، الأردن، 1999.
- 63- شمعون شمعون، البورصة "بورصة الجزائر"، دار هومة للنشر والطباعة والتوزيع، الجزائر، 2005.
- 64- الشناوي إسماعيل أحمد، مبارك عبد النعيم، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 65- صاحب عجام ميثم، التمويل الدولي، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.
- 66- صادق مدحت، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب، مصر، 1997.
- 67- صادق مدحت، أدوات وتقنيات مصرفية، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2001.
- 68- صافي وليد، البكري أنس، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 69- الصبان محمد سمير، شحاتة أحمد بسيوني، الأصول العلمية والعملية للمحاسبة المالية في شركات الأموال "شركات القطاعين الخاص والأعمال العام"، الدار الجامعية، مصر، 1998.

قائمة المراجع

- 70- الصيرفي محمد، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
- 71- طالب علاء فرحان، إدارة المؤسسات المالية مدخل فكري معاصر، دار الأيام، الأردن، 2013.
- 72- طه مصطفى كمال، طه شريف مصطفى كمال، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2009.
- 73- الطوابي محمد أحمد حلمي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.
- 74- العبادي هاشم فوزي دباس، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- 75- العبد جلال إبراهيم، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 76- عبد الرحيم رمضان حافظ، موقف الشريعة الإسلامية من البنوك، المعاملات المصرفية، التامين، دار السلام، مصر، 2005.
- 77- عبد القادر السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الأردن، 2010.
- 78- العدوى محمد شكري جميل، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية "دراسة فقهية مقارنة"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2012.
- 79- العرييد عصام فهد، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، سوريا، 2002.
- 80- عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية- مدخل مقارن-، دار التعليم الجامعي للنشر والطباعة والتوزيع، مصر، 2010.
- 81- عطا الله ماجد أحمد، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- 82- عطون مروان، الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الأول: أدوات وآليات لنشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، 2003.
- 83- عطية أحمد صلاح، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 84- عقل مفلح محمد، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتب المجتمع العربي، الأردن، 2009.
- 85- علوان قاسم نايف، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة، الأردن، 2009.
- 86- علي عبد المنعم السيد، العيسى نزار سعد الدين، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد، الأردن، 2004.
- 87- علي عبد الوهاب نصر، شحاتة السيد شحاتة، المراجعة الالكترونية في أسواق المال، دار التعليم الجامعي، مصر، 2014.

قائمة المراجع

- 88- عليوة السيد، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، مصر، 2006.
- 89- عوض الله زينب حسن، اقتصاديات النقود والمال، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2007.
- 90- عوض الله زينب، الفولي أسامة محمد، أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003.
- 91- غزازی عماد، دور المصارف الإسلامية في تدعيم السوق المالي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2010.
- 92- غزلان محمد عزت، اقتصاديات النقود والمصارف، دار النهضة العربية، مصر، بدون دار نشر.
- 93- غنيم حسين عطا، دراسات في التمويل، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005.
- 94- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، دار عالم الكتاب الحديث للنشر، الأردن، 2006.
- 95- قرياقص رسمية، أسواق المال (أسواق، رأس المال، المؤسسات)، الدار الجامعية، مصر، 1999.
- 96- القريشي محمد صالح، اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية، مكتبة الجامعة، إثراء للنشر والتوزيع، 2009.
- 97- القزويني شاكر، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الرابعة، 2008.
- 98- كافي مصطفى يوسف، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2014.
- 99- لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة الثانية، 2003.
- 100- مبروك نزيه عبد المقصود محمد، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
- 101- متولي عبد القادر السيد، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2010.
- 102- محمدي فوزي أبو السعود، مقدمة في الاقتصاد الكلي، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- 103- مطاوع سعد عبد الحميد، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، المنصورة، 2001.
- 104- مطر محمد، فايز، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للمنشر والتوزيع: الأردن، 2005.
- 105- مطر محمد، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار النور، الأردن، 1993.
- 106- المهيلمي عبد المجيد، التحليل الفني للأسواق المالية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، الطبعة السادسة، 2007.
- 107- موسى طالب حسن، الأوراق التجارية والعمليات المصرفية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- 108- المومني غازي فلاح، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، الأردن، 2014.

قائمة المراجع

- 109- الناقبة أحمد أبو الفتوح علي، نظرية النقود والأسواق المالية "مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2001.
- 110- النجار فريد، أسواق المال والمؤسسات المالية ومحاوِر التمويل الإستراتيجي، الدار الجامعية، مصر، 2009.
- 111- نوري موسى شقيري، الزرقان صالح ظاهر، الحداد وسيم محمد، الدويكات مهند فايز، إدارة الاستثمار، دار المسيرة، الأردن، 2012.
- 112- هارون محمد صبري، أحكام الأسواق المالية: الأسهم والسندات "ضوابط الانتفاع والتصرف بها في الفقه الإسلامي"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2009.
- 113- الهندي خليل، الناشف أنطوان، العمليات المصرفية والأوراق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، الجزء الثاني، 2000.
- 114- هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، مصر، 1999.
- 115- هندي منير إبراهيم، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، مصر، 1994.
- 116- هندي منير إبراهيم، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر، 1999.
- 117- هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، توزيع منشأة المعارف، مصر، 2003.
- 118- هندي منير إبراهيم، إدارة المخاطر، الجزء الثالث: عقود الخيارات، توزيع منشأة المعارف، جلال حزي وشركاه، مصر، 2007.
- 119- هندي منير إبراهيم، أدوات الاستثمار في أسواق المال، دار المعرفة الجامعية، مصر، 2014.
- 120- هندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، منشأة المعارف، مصر، 2008.
- 121- هندي منير إبراهيم، مستقبل أسواق رأس المال العربية "مخاطر ومحاذير"، توزيع منشأة المعارف، مصر، 1995.
- 126- هندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق المال، توزيع المكتب العربي الحديث، مصر، 2009.
- 127- هوشيار معروف، الأسواق والمؤسسات المالية، دار صفاء، الأردن، 2003.
- 128- ياملكي أكرم، الأوراق التجارية والعمليات المصرفية، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 129- يونس محمود، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، مصر 2013.
- 130- يونس محمد، مبارك عبد النعيم، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002-2003.

2- الرسائل الجامعية:

أ- أطروحات الدكتوراه:

131- إسماعيل رولى شفيق، استخدام نماذج تحليل السلاسل الزمنية لدراسة تقلبات أسعار الأسهم والتنبؤ باتجاهاتها (حالة تطبيقية على سوق السعودية للأوراق المالية)، رسالة لنيل درجة الدكتوراه في الإحصاء التطبيقي، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، بدون سنة.

132- بطاهر علي، إصلاحات النظام المصرفي الجزائري وآثارها على تعبئة المدخرات وتمويل التنمية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، فرع: تحليل اقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005-2006.

133- بن محياوي سميحة، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص: تجارة دولية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.

134- بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية-دراسة قياسية-، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقد، بنوك ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2012-2013.

135- بوكساني رشيد، صعوبات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005.

136- بوبريمة إحسان، دور الاصدارات في استقرار الأسواق المالية -حالة البورصات العربية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عباس فرحات عباس سطيف -01-، 2017، 2018.

137- تواتي نصيرة، ضبط سوق القيم المنقولة الجزائري- دراسة مقارنة-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم القانونية، تخصص القانون، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة مولود معمري تيزي وزو، 2013.

138- حسن أحمد محي الدين أحمد، سوق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في اقتصاد إسلامي، بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، قسم الدراسات العليا، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، جامعة أم القرى السعودية، 1989.

139- حوجو فطوم، سياسات تفعيل الأسواق المالية العربية: "دراسة حالة السوق المالي السعودي"، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه طور ثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.

قائمة المراجع

- 140- زوباري ريم وحيد، التقارير المالية عن صناديق الاستثمار واستخدامها في اتخاذ القرارات الاستثمارية (دراسة تطبيقية)، دكتوراه في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2007.
- 141- زيطاري سامية، دينامكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة: حالة أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع: القياس الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004.
- 142- سويسي هوري، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008.
- 143- شريط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية -دراسة تجرية جمهورية مصر العربية-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2011-2012.
- 144- عبو عمر، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار دراسة تجارب دولية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2015، 2016.
- 145- عتروس صبرينة، إطار مقترح لتفعيل دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية دراسة حالة عينة من صناديق الأسهم السعودية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث LMD في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016، 2017.
- 146- عربيات أحمد حسن محمود، أثر صناديق الاستثمار الإسلامية على مؤشرات السوق المالي السعودي، أطروحة دكتوراه، في المصارف الإسلامية، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، عمان، الأردن، 2017.
- 147- العمرو منصور بن حامد بن حسين، أثر البيوع المنهى عنها في تعاملات الأسهم وعلاجها في الفقه الإسلامي (دراسة تطبيقية في سوق المال السعودي)، أطروحة دكتوراه في الفقه وأصوله، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية، 2007.
- 148- عيساوي سهام، دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال " دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015.
- 149- كتاف شافية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة

قائمة المراجع

- دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 01، 2013، 2014.
- 150- لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم "دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2009، 2010.
- 151- مرعي عبد الرحمان، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سوريا، بحث أعد لنيل درجة الدكتوراه في المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2007.
- 152- مريمت عديلة، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظ المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة، 2009-2010.
- 153- مزاهدية رفيق، الاتجاهات العشوائية والتكاملية في سلوك الأسواق في أسواق الأوراق المالية الخليجية وتأثيرها على فرص التنويع الإستثماري، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2014-2015.
- 154- الموسوي حيدر يونس كاظم، أثر الأداء المالي للمصاريف في مؤشرات سوق الأوراق المالية الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة (1990-2007)، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2009.
- 155- النفيعي فهد بن محمد، الحماية الجنائية للسوق المالي السعودي دراسة تحليلية مقارنة، أطروحة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة دكتوراه الفلسفة في العلوم الأمنية، قسم العدالة الجنائية، كلية الدراسات العليا، جامعة نايف العربية للعلوم الأمنية، المملكة العربية السعودية، بدون سنة.
- ب-مذكرات ورسائل الماجستير:**
- 156- مزاهدية رفيق، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات "دراسة حالة سوق الأسهم السعودية"، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باتنة، 2006، 2007.
- 157- خضر أحمد حسن، صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية "دراسة مقارنة بالتطبيق على سوق للأوراق المالية"، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، بدون سنة.
- 158- زيني فريدة بن يوسف، صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات- تجربة جمهورية مصر العربية وإمكانية تطبيقها في سورية-، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2005، 2006.

قائمة المراجع

159- الشيخ قصي أحمد، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي دراسة مقارنة مع صناديق الاستثمار التقليدية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، جامعة دمشق، 2015.

160- الشيخه قصي أحمد ، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تحقيق النمو الاقتصادي- دراسة مقارنة مع صناديق الاستثمار التقليدية-، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2015.

161- عبو عمر، صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط الأسواق المالية- تجارب بعض الدول العربية-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بوعلي الشلف، 2009، 2010.

162- كحلي فتيحة، تقييم أداء صناديق الاستثمار السلامية دراسة تجارب بعض الدول العربية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، 2010، 2011.

163- بلعيد سمية، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، 2013، 2014.

3-المجلات والدوريات:

164- أبو مسامح عبد الله سامح محمد سليمان، المشتقات المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، الحلقة "2"، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، مجلة شهرية فصلية تصدر عن المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية بالتعاون مع مركز الأبحاث فقه المعاملات الإسلامية، العدد 11، أفريل 2013.

165- أوكيل نسيمة، دبيش أحمد، يحيايوي أحمد، الرقابة على أسواق الأوراق المالية "مع الإشارة لحالة بعض الأسواق المالية العربية"، جملة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، مجلة تصدر عن مخبر الإصلاحات الاقتصادية، التنمية واستراتيجيات الاندماج في الاقتصاد العالمي، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، العدد 15، 2013.

166- بن حاسين بن اعمر، جديدين لحسن، بن بوزيان محمد، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرياح ورقلة- الجزائر، العدد 02، 2013.

167- بن رجم محمد خميسي، تغطية مخاطر الصرف على مستوى المؤسسة الاقتصادية باستخدام المشتقات المالية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، العدد 19، جوان 2010.

قائمة المراجع

- 168- بن سميحة دلال، بوضياف جهاد، دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية "دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2005-2014)، مجلة إدارة الأعمال والدراسات الاقتصادية، جامعة زيان عاشور الجلفة، العدد السادس.
- 169- بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 03، 2005.
- 170- بن ناصر علي، بن ناصر فاطمة، سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية: دراسة قياسية ومقارنة بين بورصتي ماليزيا وتل أبيب خلال الفترة (1997-2010)، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، جامعة غرداية، العدد 12، 2011.
- 171- بوعونية سليمة، جدي أسماء، المصارف الالكترونية ودورها في تنشيط أداء الأسواق المالية، دفاتر البحوث العلمية، مجلة علمية محكمة يصدرها المركز الجامعي لتبليغ- الجزائر، العدد الثالث، ديسمبر 2013.
- 172- بوفاتح بلقاسم، دور حكومة الشركات في تحسين كفاءة الأسواق المالية، مجلة دراسات، مجلة دولية محكمة تصدر عن جامعة عمار تليجي الأغواط، العدد 38، جانفي 2016.
- 173- الجنابي نبيل مهدي، الطرفي السيد فوزي حسين صاحب، آثار السياسية النقدية على عوائد الأسهم: سوق العراق للأوراق المالية أنموذجاً للمدة (2004-2010)، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة القادسية- العراق، المجلد 14، العدد 3، سنة 2012.
- 174- حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، العدد 27، مارس 2003.
- 175- حسن عبد الله كاظم، استخدام نموذج (benzion and yogil) في تقييم الأسهم دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية، مجلة المحور الإداري، مجلة علمية دورية فصلية محكمة تصدرها كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة القادسية، المجلد 07، العدد 01، 2005.
- 176- حسين سحر عباس، أثر تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في نشاط الأسواق المالية "الأردن حالة دراسة"، مجلة جامعة كربلاء العلمية، المجلد السادس، العدد الثالث، 2008.
- 177- حسين مناضل عباس، عوز خضير مهدي صالح، الأسواق المالية على المستويين العربي والعالم مع تعليق قياسي، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد الخامس، العدد الخامس عشر، 2010.
- 178- الحمدوني إلياس خضير، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، العراق، المجلد 04، العدد 07، 2011.
- 179- الخطيب حازم بدر، دور وأهمية عائدات الأوراق المالية في أسواق المال الإسلامية، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 11، ماي 2007.

قائمة المراجع

- 180- الخليلي عبد الباري، مؤشرات سوق الأوراق المالية الإسلامية بين الواقع والمأمول، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، مجلة تصدر عن المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، العدد 48، ماي 2016.
- 181- دادن عبد الغفور، بختي إبراهيم، ارساء نموذج لمؤشرات اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة (2005-2009)، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، جامعة الوادي، المجلد الثاني، العدد السابع، 2014.
- 182- دادن عبد الغفور، الاستثمار في السوق المالي ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي حالة الإمارات العربية المتحدة "2001-2013"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، جامعة غرداية، المجلد 08، العدد 01، 2015.
- 183- دربال أمينة محمد، بوزيان محمد عبد القادر، اختبار الكفاءة الضعيفة للأسواق المالية الخليجية بطريقة النكامل المتزامن، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، السعودية، المجلد 26، العدد 01، 2012.
- 184- ربحان الشريف، حمداوي الطاوس، بورصة الجزائر-رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية-، مجلة التواصل في العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة باجي مختار عنابة، العدد 34، جوان 2013.
- 185- سعيد حاتم غائب، سليم إبراهيم هزاع، أثر صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية، مجلة جامعة تكريت للحقوق، المجلد 2، العدد 03، مارس 2018.
- 186- سويسي هواربي، أهمية تقييم المؤسسة في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة- الجزائر، العدد 05، 2007.
- 187- شرابي عماد الدين، موساوي عبد النور، اختبار القدرة التنبؤية لمؤشرات التحليل الفني دراسة تطبيقية على أسهم 20 مؤسسة مدرجة في CAC40، مجلة الاقتصاد والمجتمع، جامعة قسنطينة 2 عبد الحميد مهري، الجزائر، العدد 06، 2010.
- 188- شرشار عز الدين، صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية ودورها في الرفع من أداء الأسواق المالية الناشئة -حالة سوق الأسهم السعودي للفترة (2010-2016)-، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة أم البواقي، العدد 08، الجزء (02)، ديسمبر 2017.
- 189- صايفي عمار، محددات الاستثمار المحفظي في السوق المالية السعودية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، العدد 71، 2015.
- 190- عيواج المختار، الإفصاح المالي وأثره على كفاءة بورصة الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق السعودية، مجلة معارف، جامعة البويرة، العدد 22، جوان 2017.
- 191- الغالي عبد الحسين جليل، الشمري حسن شاكر، التحليل الاقتصادي لكفاءة الأسواق المالية دليل تجريبي لبعض الأسواق العربية، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة العراق، المجلد التاسع، العدد الثاني وثلاثون، 2015.

قائمة المراجع

- 192- الغزالي عيسى محمد، تحليل الأسواق المالية، سلسلة جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد السابع والعشرون، مارس 2004.
- 193- قبلان حسين، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، الجزائر، العدد 11، 2011، 11
- 194- لخلف عثمان، حمدي معمر، إدارة وتنظيم عمل السوق المالي، مجلة دفاتر البحوث العلمية، مجلة علمية محكمة يصدرها المركز الجامعي تيبازة، العدد الثالث، ديسمبر 2013.
- 195- محمد مجيد عبد زيد، دور التقارير المالية المنشورة في تحسين قرارات الاستثمار في أسهم الشركات من وجهة نظر المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 13، العدد 01 لسنة 2011.
- 196- مداني أحمد، صناعة التحوط ضد الأزمات المالية في أسواق الأوراق المالية دراسة للسوق السعودية، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 02، 2014.
- 197- المرزاقى عبد الله سعيد، السعد صالح عبد الرحمان، أثر المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية على القرار المتداول في السوق المالية السعودية: دراسة ميدانية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز للاقتصاد والإدارة، المجلد 24، العدد الأول، 2010.
- 198- مرغاد لخضر، الخيارات المالية من منظور اقتصاد المشاركة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، العدد 17، نوفمبر 2009.
- 199- مسعودي حسام، أثر تطبيق نظام التداول الإلكتروني على أداء السوق المالية السعودية، مجلة آداء المؤسسات الجزائرية، العدد 04، ديسمبر 2013.
- 200- مفتاح صالح، سلطان مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية: دراسة حالة سوق ماليزيا، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد الثالث عشر، جوان 2013.
- 201- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية"دراسة لوقائع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها" مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة- الجزائر، العدد 07، 2009.
- 202- نصبة مسعودة، دور الشركات المساهمة في إصدار وتداول الأسهم في سوق رأس المال الإسلامي، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة -الجزائر، العدد الخامس والعشرون، ماي 2012.
- 203- عمار منى محمد الحسيني، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير الأسواق المالية، مجلة أمأراباك، مجلة علمية تصدر عن الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، المجلد الخامس، العدد الثالث عشر، 2014.

قائمة المراجع

- 204- الهجهوج حسن بن رقدان، دراسة العلاقة بين أداء سوق الأسهم السعودية والمتغيرات الاقتصادية الكلية، مجلة التعاون، الرياض، المملكة العربية السعودية، العدد 70، جوان 2010.
- 4-الملتقيات والمؤتمرات:**
- 205- أبو النصر عصام عبد الهادي، نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في ضوء الفكر الإسلامي، ندوة: صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقل، كلية التجارة، جامعة الأزهر، مصر، 1997/03/22.
- 206- آل شبيب دريد، الجبوري عبد الرحمان، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي، المؤتمر العلمي الرابع للزيادة والإبداع: استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، يومي 15، 16 مارس 2005،
- 207- براق محمد، السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي، ندوة علمية دولية حول: التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية الأوروبية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، يومي 8، 9 ماي 2004.
- 208- براق محمد، قمان مصطفى، أهمية الاستثمار المسؤول اجتماعيا والصناديق الإسلامية في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية للبلدان النامية، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، 22 و 23 نوفمبر 2011.
- 209- بن الضب علي، بن ناصر فاطمة، مداخلة بعنوان: سلوك المردودية على الأسهم والمخاطرة في الأسواق المالية الإسلامية والتقليدية "دراسة قياسية ومقارنة بين بورصتي ماليزيا وتل أبيب خلال الفترة (1997-2010)"، الملتقى الدولي الأول بعنوان: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، يومي 23، 24 فيفري 2011.
- 210- بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، ملتقى علمي دولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية (الدولية والحوكمة العالمية: السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عباس فرحات سطيف، يومي 20، 21 أكتوبر 2009.
- 211- بودية فاطمة، كحلي فتيحة، طبيعة البعد الاقتصادي والاجتماعي لصناديق الاستثمار الإسلامية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة، الملتقى الدولي الثاني حول المالية والإسلامية، صفاقس تونس، يومي 27-29 جوان، 2013.
- 212- بوعافية سمير، قريد مصطفى، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية الحالية، ملتقى علمي دولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية: السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 20، 21 أكتوبر 2009.

قائمة المراجع

- 213- جبار محفوظ، عمر عبده سامية، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة "دراسة حالة فرنسا"، ملتقى دولي حول سياسات التمويل وأثرها على السياسات العمومية، جامعة محمد خيضر بسكرة، يومي 21، 22 نوفمبر 2006.
- 214- جبر هشام، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الأول حول: الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، يومي 8 و9 ماي 2005.
- 215- جليل نور الدين، مزبود إبراهيم، صناديق الاستثمار وأهميتها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دفاتر البحوث العلمية، مجلة علمية محكم يصدرها المركز الجامعي تيبازة، عدد خاص بأعمال الملتقى الوطني بيئة الأعمال الداعمة لتطوير الأسواق المالية وتفعيلها، يومي 27، 28 نوفمبر 2013.
- 216- خوجة علامة سفيان، قايد مريم، أهمية أسواق المال الإسلامية في ظل الأزمات المالية، ورقة بحث مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي: النظام المالي الدولي والمالية الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة، يومي 11-12 نوفمبر 2013.
- 217- دبون عبد القادر، حجاج محمد الهاشمي، أهمية المعلومات المالية والمحاسبية وأثرها على كفاءة بورصة الجزائر في ظل الإصلاح المحاسبي، ورقة مقدمة إلى الملتقى العلمي الدولي حول: الإصلاح المحاسبي في الجزائر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، يومي 29، 30 نوفمبر 2011.
- 218- رزين عبد الله بن محمد، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر العلمي الخامس حول اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، جامعة الزيتونة، الأردن، 16-18 مارس 2005.
- 219- زايد مريم، مداخلة بعنوان: متطلبات كفاءة الأسواق المالية العربية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودي، بورصة تونس، بورصة مصر، بورصة الجزائر، ملتقى دولي حول صناعة المالية الإسلامية بعنوان: إشكالية ادماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 12، 13 أبريل 2016.
- 220- زاويد لزهاري، بن شاعة وليد، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في التنمية المحلية التجربة الماليزية نموذجا، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الثالث حول: الصناعة المالية الإسلامية "إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري"، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، يومي 12-13 أبريل 2016.
- 221- سحنون محمود، محسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، ملتقى علمي دولي حول: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية: السياسات الإستراتيجية البديلة لعلاج الأزمات المالية والاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي: 20، 21 أكتوبر 2009.

قائمة المراجع

- 222- شبليبة عائشة، صناديق الاستثمار الإسلامية وحاجة السوق إليها، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة الجزائر، يومي 08 و 09 ديسمبر 2013.
- 223- شحاتة حسين حسين، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العلمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005.
- 224- الشريف عمر مصطفى، الصناديق الاستثمارية الإسلامية في الأردن التقنين والرقابة، ورقة عمل مقدمة للمؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن، يومي 6-7/8/2014.
- 225- شوكمال عبد الكريم، إبراهيمي سمير، انهيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، يومي 23-24 فيفري 2011.
- 226- عبادي سليمان، سوق فلسطين للأوراق المالية: عقد من الصمود والانجاز والتحدى، مداخلة مقدمة إلى الملتقى السنوي الأول سوق رأس المال الفلسطيني بعنوان: دور البورصة في الاقتصاد تقيم تجربة سوق فلسطين للأوراق المالية، سبتمبر 2007.
- 227- عدلي زهير، زحوني نور الدين، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في إيجاد سوق أوراق مالية إسلامية وتحقيق التنمية الاقتصادية، مداخلة مقدمة للملتقى الدولي الثالث حول إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2016.
- 228- عيجولي خالد، فعالية تخفيض أسعار الفائدة من قبل البنوك المركزية في الحد من انهيار الأسواق المالية في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي بعنوان: الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومية العالمية: السياسات والاستراتيجيات البديلة لعلاج الأزمة المالية والاقتصادية، جامعة عباس فرحات سطيف، يومي 20-21 أكتوبر 2009.
- 229- كساب رقية، مقومات وآليات عمل الأسواق المالية الإسلامية - مع إشارة لتجربتي ماليزيا والسودان-، ورقة مقدمة إلى الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية بعنوان: إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة- الجزائر-، يومي 12، 13 أفريل 2016.
- 230- مرعي عبد الرحمان، دور الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية، مؤتمر الإصلاح الاقتصادي والسياسي في الوطن العربي ودور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، المجلس الأعلى لرعاية الفنون والآداب والعلوم الاجتماعية، سوريا، أيام: 2-4 أيار 2005.

قائمة المراجع

231- مزار منصف، بن حميد سهير، تقييم أداء مؤشرات الأسهم الإسلامية: دراسة إحصائية مقارنة بين مؤشر داوجونز الإسلامي والتقليدي، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية الإسلامية بعنوان: إشكالية إدماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 12، 13 أبريل 2016.

5- القوانين والمراسيم:

232- المادة (20) من الفصل الثالث لنظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) المؤرخ في: 2003/07/30.

233- المادة (04) من الفصل الثاني لنظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) المؤرخ في 2003/07/30.

234- المادة (05) من الفصل الثاني لنظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) المؤرخ في 2003/07/30.

235- المادة (06) من الفصل الثاني لنظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) المؤرخ في 2003/07/30.

236- المادة (20/ب) من الفصل الثالث لنظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) المؤرخ في: 2003/07/30.

237- المادة (22) من الفصل الثالث لنظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) المؤرخ في: 2003/07/30.

238- المادة (21) من الفصل الثالث لنظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) المؤرخ في: 2006/07/30.

6- التقارير السنوية:

239- بورصة عمان، التقرير السنوي لسنة 2017.

240- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي الرابع والخمسون لسنة 2018.

241- هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2013، السعودية، 1434، 1435 (2015).

242- شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار، صندوق الفريد للأسهم السعودية.

243- نشرة اكتتاب عام في صندوق استثمار، البنك الأهلي المصري السابع، نوع الصندوق ذو العائد التراكمي والتوزيع الدوري، مصر، 2009.

244- شركة السعودي الفرنسي كينيتال، دليل صندوق السعودي الفرنسي للعقار (نشرة المعلومات).

245- شركة الرياض المالية، دليل صندوق الرياض للأسهم السعودية (الشروط والأحكام).

246- شركة الرياض المالية، دليل صندوق الرياض للأسهم الأمريكية (الشروط والأحكام).

247- شركة الرياض المالية، دليل صندوق الرياض للسندات الدولية.

قائمة المراجع

- 248- شركة الراجحي المالية، ملخص المعلومات الأساسية لصندوق الراجحي المتوازن المتعدد الأصول.
- 249- شركة الإنماء للاستثمار، دليل صندوق الإنماء للسيولة بالريال السعودي.
- 250- شركة الرياض المالية، دليل صندوق الرياض للمتاجرة بالدولار.
- 251- شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار، دليل صندوق المساهم للأسهم السعودية.
- 252- شركة الأهلي كابيتال، حقائق عن صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل.
- 253- شركة الاستثمار للأوراق المالية والوساطة، دليل صندوق صائب للمتاجرة بالسلع.
- 254- هيئة السوق المالية، التقرير السنوي لسنة 2008.
- 255- هيئة سوق الأوراق المالية الليبي، دليل صناديق الاستثمار، شركة الانطلاق للخدمات الإعلامية والتقنية، طرابلس-ليبيا.
- 256- شركة الرياض المالية، التقرير السنوي 2017، متاح على الموقع: www.riyadcapital.com.
- 257- شركة الرياض المالية، ملخص المعلومات الرئيسية الخاص بصندوق الرياض للأسهم (2).
- 258- شركة الرياض المالية، ملخص المعلومات الرئيسية لصندوق الرياض للأسهم (3).
- 259- شركة الأهلي المالية، التقرير السنوي لصندوق الأهلي لأسهم الشركات السعودية الصغيرة والمتوسطة لسنة 2016.
- 260- شركة الأهلي المالية، التقرير السنوي لصندوق الأهلي الخليجي للدخل والنمو لسنة 2017.
- 261- مذكرة المعلومات الخاصة بصندوق الرياض للأسهم (3).
- 262- صندوق العطاء للأسهم السعودية، المعلومات الأساسية والأداء كما في ديسمبر 2018.
- 263- صندوق الرائد للأسهم السعودية، المعلومات الأساسية والأداء كما في ديسمبر 2018.
- 264- شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار، الشروط والأحكام الخاصة بصندوق الفريد للأسهم السعودية.
- 7- بحوث أخرى:**
- 265- أونور إبراهيم أحمد، عقود الخيارات وإدارة المخاطر في أسواق السلع، المعهد العربي للتخطيط، الكويت.
- 266- سمحان حسن محمد، مبارك موسى عمر، أبو صغري عبد الحميد، إدارة الاستثمار في المصاريف الإسلامية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، مصر، بدون سنة.
- 8- مواقع الانترنت:**

267- <http://sambacapital.samba.com,25/03/2019,21:05>

268- <http://www.alahlicapital.com.24/03/2019.20:55>.

269- <http://www.alueeam.com.sa/357629/,08/03/2019,16:30>.

قائمة المراجع

- 270- هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار فى سوق الأسهم، متاحة على الموقع: (<http://cma.org.sa/IA/default.html>) بتاريخ 2019/03/13، 12:05.
- 271- السوق المالية السعودية، نبذة حول تداول، متوفر على الرابط: www.tadawul.com.sa بتاريخ: 2019/03/08، 11:35.
- 272- مداخلة المدير التنفيذي لتداول خالد الحصان، متاحة على الموقع: (<http://www.alhayat.com/article/909405>) بتاريخ: 2019/03/08، 20:45.
- 273- السوق المالية السعودية، نبذة عن السوق، www.tadawul.com.sa، تاريخ وساعة الإطلاع: 2019/03/12:00، 08.

2- باللغة الفرنسية:

1-Les livres

- 274- Abdelfattah Bouri, Gestion Financier, Reliur d'art, Tunisia, 2007.
- 275- aimé xannavino, les marchés financiers internationaux, dunod, France, 1999.
- 276- Jaquellot. And b. solinc, marches financiers: gestion de portefeuille et de risque, 3éme édition, dunod, 1997.
- 277- Josette Peyrard, la bourse, Vuibert, France, 1998.
- 278- Peyrard Josette, les bourses européennes, éditions Vuibert, France, 1995.
- 279- perquel Jean-Jacques, les bourses américaines, éditions vertibert, France, 1992.
- 280- P.Topxalian, les indices boursiers sur action, economica, France, 1996.
- 281- M. Charles de la bune, gestion de portefeuille, sefi, paris, 1994.
- 282- S. Hung M, Rondall, Investment analysis management, Allyn and Bacon, Boston, 1990.
- 283- Waltes R, Zimmerman J, Possitive accenting Theory, N.J, Englewood, clifts, Prentice Hall, 1986.
- 284- Y. Simon, encyclopédie de marches financières, economica, France, 1997.

3- باللغة الانجليزية:

1-The books:

- 285- Anderson Sethc, Ahmed Parvez, Mutual funds-fifty years of Research Findings, Springer, United states of America, 2005.
- 286 -Carte lauranc. N, Investment Finds in Emerging Markets, International finance Corporation, Washington, 1996.
- 287-C.Jones, investment analysis and management, A, John Wiley and sons, New York, 1998.
- 288- Donald.E.Fischer, ronaldj.jodon, security analysis and portfolio management, new jersey prentice, hall international, Inc, 1991.
- 289 -Fonar .J. H, Fanner's, Company Law, Third Edition, Butter Worth, London, 1991.

- 290- Frank j.fabozzi, fraco.modigliani, capital Market, institution and instruments, newjersy, prentice, hall international, Inc, 1992.
- 291- Frank Reilly, Investment, therdryden Press, USA, 1979.
- 292-Frederic S.Mishkin, the Economic of Money, Banking and Financial Market, Sixth Edition, Addison- Wesley, USA, 2001.
- 293-Frederick Mishkin, the economics of Money Banking and Financial Markets, 3rd edit, Harper Collins publishers, 1992.
- 294-Hull, John C, Risk Management and Financial Institutions, 5th ed, John Wiley & Sons, Inc , New Jersey, USA, 2018, p 71.
- 295- Jack Francis, Investment, fifth edition, new York, 1991.
- 296- James Chen, Essentials of technical Analysis for financial Markets, Johan, Wiley and Sons, Inc, 2010.
- 297-John Murphy, Technical Analysis of the financial Markets, institute of finance, London, 1999.
- 298- Madura Jeff, Financial institutions and markets, Thomson south, western, USA, 2008.
- 299- Purcell wayne, koontz Stephen, agricultural futures and options principles and strategies, prentice hall, edition, etat-unic, 1998.
- 300- Ransh Rao, Financial management, 2ndedition, singapora,1992.
- 301-Ross Levine ,sara zervos, capital control liberalization and stock market development the w.B, policy search, working paper, Washington, 1996.
- 302- Russell. J. fuller, james.l. Fdrell. Jr, modern, Investment and security analysis, mc. gram hill, u.s.a ,1987.
- 303-Selim, S. Hacısalihzade, Control Engineering and Finance, 1st ed, Springer International Publishing, Cham, Switzerland, 2018, p 188.
- 304-Tahsim Saadi, Matrin, Petri, the Jordan Stock Market should you investment it for risk Diversification or Performance, IMF, working paper, 2006.

2- Master and Doctorate theses

- 305-Abd Karim Rahimie, Analyzing the Characteristics and Performance of Islamic Funds: A cutical Review of the Malaysian, Case, Doctorate thesis, Durham University, Malaysia, 2010.
- 306-Bassam I. Azeb, the Performance the Egyptian Stock Market, Master of Business Administration thesis, the University of Birmingham the Birmingham Business School, 2002.

3-Scientific Journals

- 307-Aqil Mohamed Hadi hacen, construction of stock indices for the newly formed UAE stock market, journal of the gulf and Arabian peninsule studies, N° 107.
- 308-Engene Fama,Efficient Capital Markets: Review Of Theory and Empirical Work, journal of finance, Vol 25, Issue 2, May 1970.

309- F.Black, mscholes, the pricing of option and corporate liabilities, the journal of political Economic, v 81, 13, May-Jun 1973.

310-Taqi Usmani, Principle of Sha'rah Covering Islamic Investment Fund, Journal of Islamic Economics, vol 21, N°:02, 2009.

4-Scientific Forums

311-Riad dahel, volatility in Arab Markets, working paper presented at the workshop on Arab stock markets: recent trends and performance organized at the Arab palming institute, march 1999.

310-Reena Agawam, Stock Market Development: Role of Securities firms and New Products, working Paper Perared for the world Nank, work shop on Non Bank financial Institutions: Development and regulation, Washington DC, January 1993.

5-other works

312-Rose levime, asli demirguc-kunt, stock market development and financial intermediary: a prearch agenda, word bank reach working paper, N°1159, 1993.

الملاحق

الملحق 01: تصنيف شركات الاستثمار وفقاً لأصول وعدد الصناديق وعدد المشتركين خلال الفترة (2014-2017).

جدول رقم: 01: تصنيف شركات الاستثمار وفقاً لأصول وعدد الصناديق وعدد المشتركين عام 2014.

شركات الاستثمار	عدد الصناديق			حجم أصول الصناديق (مليون ريال)		
	مطل	مفروح	الإجمالي	محلية	أجنبية	الإجمالي
شركة الأهلي المالية	1	26	27	287.4,6	3819,1	32023,7
شركة الرياض المالية	1	30	31	1.231,1	7802,9	18.84,0
شركة ساهبا لأصول وإدارة الاستثمار	0	17	17	1.030,3	0186,8	16.17,1
شركة الراجحي للخدمات المالية	0	11	11	4.39,6	7719,8	11789,4
التي اس بي سي العربية السعودية المحدودة	0	21	21	8.44,4	808,8	8903,2
شركة السعودي الفرنسي كينيال	1	12	13	3708,0	376,8	4134,8
شركة العربي الوطني للاستثمار	1	16	17	3183,7	103,3	3237,0
شركة الجزيرة للأسواق المالية	2	10	12	1336,4	928,0	2264,4
شركة السعودي الهولندي المالية	0	16	16	1860,4	108,1	1968,5
شركة فلتك للخدمات المالية	0	6	6	1926,1	7,0	1933,1
شركة الاستثمار للأوراق المالية والوساطة (الاستثمار كينيال)	0	7	7	968,2	600,0	1623,2
شركة البلاد للاستثمار	0	7	7	1108,0	29,3	1187,8
شركة الأول للخدمات المالية	1	0	6	810,4	27,2	842,6
مجموعة كسب المالية	2	1	6	711,0	0,0	711,0
شركة الشرق الأوسط للاستثمار المالي	1	2	3	389,6	203,0	643,1
شركة بيت الاستثمار العلمي السعودية	0	2	2	623,9	0,0	623,9
شركة عودة كينيال	0	2	2	476,9	100,6	082,0
شركة جدوى للاستثمار	0	7	7	486,2	77,1	023,3
شركة أصول وبحث الاستثمارية	0	3	3	003,2	8,64	011,84
شركة الإنماء للاستثمار	0	1	1	130	217,71	381,71
شركة الخير المالية	0	3	3	282,1	11,72	293,82
شركة بيت التمويل السعودي الكويتي	0	2	2	286,0	0	286,0
شركة ملكيه للاستثمار	0	2	2	186,9	0	186,9
شركة أرباح المالية	0	1	1	100,3	0	100,3
شركة المستثمرون الخليجيون لإدارة الأصول	0	2	2	142,2	0	142,2
شركة مشاركة المالية	0	1	1	120,1	0	120,1
شركة المجموعة المالية - هيريس السعودية	0	1	1	117,9	0	117,9
شركة مورجان ستانلي السعودية	0	1	1	99,61	0	99,61
شركة بلوم للاستثمار السعودية	0	2	2	49,6	47,89	97,49
شركة الاستثمار للأوراق المالية	0	2	2	81,1	0	81,1
شركة بيت العمل الخليجي	0	2	2	70,8	0	70,8
شركة الخير كينيال السعودية	0	3	3	60	9,76	69,76
شركة إقان كينيال	0	1	1	14,9	21,10	36,00
شركة الأولى جوجيت كينيال	0	3	3	12,6	0	12,6
شركة رنا للاستثمار	0	1	1	4,9	0	4,9
شركة مسقط المالية	0	1	1	0	3,64	3,64
مجموعة التقييم للاستثمار	0	1	1	2,62	0	2,62
الإجمالي	10	212	222	81877,09	28837,72	110710,8

المصدر: -هيئة السوق المالية.

جدول رقم:02: تصنيف شركات الاستثمار وفقا لأصول وعدد الصناديق وعدد المشتركين عام 2015.

شركات الاستثمار	عدد الصناديق			حجم أصول الصناديق (مليون ريال)		
	مطلق	مفترق	الإجمالي	محلية	أجنبية	الإجمالي
شركة الأهلي المالية	1	16	27	11,899	2,712	3,611
شركة الرياض المالية	1	29	31	8,111	7,721	11,290
شركة سامبا للتأجير وإدارة الاستثمار	-	18	18	1,192	2,072	1,398
شركة الراجحي للخدمات المالية	-	12	12	1,922	811	1,008
اتش اس بي سي العربية السعودية المحدودة	-	20	20	9,229	779	2,989
شركة السعودي الفرنسي كينيال	1	12	13	1,992	182	912
شركة العربي الوطني للاستثمار	1	19	16	3,000	112	3,191
شركة الجزيرة للتأجير المالية	2	10	12	1,218	1,222	2,131
شركة السعودي الهولندي المالية	-	16	16	1,961	276	1,980
شركة فلكم للخدمات المالية	-	6	6	120	0	120
شركة الاستثمار لتأجير الأوراق المالية والوساطة (الاستثمار كينيال)	-	8	8	987	79	1,066
شركة البنية للاستثمار	-	7	7	881	22	903
شركة الأول للخدمات المالية	-	9	9	220	21	241
مجموعة كسب المالية	2	9	7	927	-	927
شركة الشرق الأوسط للاستثمار المالي	1	2	3	292	118	410
شركة بيت الاستثمار العالمي السعودية	-	2	2	199	-	199
شركة عودة كينيال	-	2	2	118	98	196
شركة جنوب للاستثمار	-	7	7	1,889	161	2,050
شركة أصول وبنيت الاستثمارية	-	3	3	121	6	127
شركة الإعمار للاستثمار	-	9	9	1,887	21	1,908
شركة الخير المالية	-	3	3	87	27	114
شركة بيت التمويل السعودي الكويتي	-	2	2	218	-	218
شركة ملكيه للاستثمار	-	2	2	92	-	92
شركة أرباح المالية	-	1	1	119	-	119
شركة المستثمرون الطبيعيون لإدارة الأصول	-	2	2	22	-	22
شركة مشاركة المالية	-	1	1	82	-	82
شركة المجموعة المالية - هيرميس السعودية	-	2	2	121	-	121
شركة مورجان ستانلي السعودية	-	1	1	89	-	89
شركة بلوم للاستثمار السعودية	-	2	2	120	22	142
شركة المستثمر لتأجير الأوراق المالية	-	2	2	29	-	29
شركة بيت المال الخليجي	-	2	2	161	-	161
شركة الخير كينيال السعودية	-	3	3	87	19	106
شركة إلفان كينيال	-	1	1	7	97	104
شركة الأولى جوجيت كينيال	-	3	3	19	-	19
شركة رندا للاستثمار	-	1	1	3	-	3
شركة مسقط المالية	-	1	1	29	-	29
مجموعة القيمي للاستثمار	-	2	2	22	-	22
شركة الوساطة المالية	-	1	1	121	-	121
شركة أنعمو للاستثمار السعودية	-	2	2	276	12	288
شركة تربية المالية	-	1	1	297	-	297
شركة الصو المالية للاستثمارات المالية	-	1	1	91	-	91
الإجمالي	4	261	270	71,829	29,822	1,01,651

المصدر: - هيئة السوق المالية.

جدول رقم: 03: تصنيف شركات الاستثمار وفقاً لأصول وعدد الصناديق وعدد المشتركين عام 2016.

حجم أصول الصناديق (مليون ريال)		عدد الصناديق					شركات الاستثمار
عدد المشتركين	الإجمالي	أجنبية	محلية	الإجمالي	مفتوح	مغلق	
34.196	28.525	2.984	25.541	25	24	1	شركة الأهلي المالية
69.695	9.160	2.647	6.513	37	35	2	شركة الرياض المالية
28.030	13.670	4.644	9.026	18	18	0	شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار
12.781	7.594	3.587	4.006	13	13	0	شركة الراجحي المالية
28.445	5.829	762	5.068	20	20	0	اتش اس بي سي العربية السعودية المحدودة
7.541	4.016	95	3.921	14	13	1	شركة السعودي الفرنسي كابيتال
7.503	3.863	62	3.801	14	13	1	شركة العربي الوطني للاستثمار
1.512	3.671	1.244	2.428	12	10	2	شركة الجزيرة للأسواق المالية
2.412	2.071	205	1.865	16	16	0	شركة السعودي الهولندي المالية
753	1.077	3	1.074	6	6	0	شركة فالكم للخدمات المالية
621	782	304	477	8	8	0	شركة الاستثمار للأوراق المالية والوساطة (الاستثمار كابيتال)
26.417	932	36	896	7	7	0	شركة البلاد للاستثمار
214	372	7	365	6	6	0	شركة الأول كابيتال
1.422	427	0	427	8	6	2	مجموعة كسب المالية
103	489	207	282	4	3	1	شركة الشرق الأوسط للاستثمار المالي
13	477	0	477	2	2	0	شركة بيت الاستثمار العالمي السعودية
103	321	36	286	4	4	0	شركة عودة كابيتال
230	1.904	198	1.706	8	8	0	شركة جدوي للاستثمار
386	297	0	297	3	3	0	شركة أصول وبخيت الاستثمارية
834	756	0	756	5	5	0	شركة الإنماء للاستثمار
1	5	0	5	1	1	0	شركة أديم المالية
215	82	0	82	2	2	0	شركات بيت التمويل السعودي الكويتي
127	99	0	99	3	2	1	شركة ملكية للاستثمار
51	84	0	84	1	1	0	شركة أرباح المالية
102	179	0	179	2	2	1	شركة المستثمرون الخليجيون لإدارة الأصول
95	91	0	91	2	1	1	شركة مشاركة المالية
22	69	0	69	2	2	0	شركة المجموعة المالية- هيرميس السعودية
8	36	0	36	1	1	0	شركة مورجان ستانلي السعودية
23	110	29	81	3	3	0	شركة بلوم للاستثمار السعودية
9	31	0	31	2	2	0	شركة المستثمر للأوراق المالية
32	64	0	64	2	2	0	شركة بيت المال الخليجي
82	57	4	54	4	4	0	شركة الخير كابيتال السعودية
37	37	16	21	1	1	0	شركة إنقان كابيتال
11	10	0	10	3	3	0	شركة الأولى جوجيت كابيتال
6	2	0	2	1	1	0	شركة رنا للاستثمار
39	175	75	100	2	2	0	شركة مسقط المالية
70	14	0	14	2	2	0	مجموعة النفيعي للاستثمار
55	70	0	70	2	2	0	شركة الوساطة المالية
36	157	27	130	4	4	0	شركة أشمور للاستثمار السعودية
173	166	9	158	2	2	0	شركة دراية المالية
3	20	0	20	1	1	0	شركة النمو المالية للاستشارات المالية
1	33	0	33	1	1	0	الشركة السعودية للاقتصاد والتنمية للأوراق المالية
2	11	0	11	1	1	0	شركة تروات للأوراق المالية
224.411	87.836	17.181	70.655	275	263	12	الإجمالي

المصدر: -هيئة السوق المالية.

جدول رقم: 04: تصنيف شركات الاستثمار وفقاً لأصول وعدد الصناديق وعدد المشتركين عام 2017.

عدد المشتركين	حجم أصول الصناديق (مليون ريال)			عدد الصناديق			شركات الاستثمار
	الإجمالي	أجنبية	محلية	الإجمالي	مفتوح	مغلق	
70.713	11.509	2.219	9.290	37	35	2	شركة الرياض المالية
32.980	32.435	3.552	28.882	25	24	1	شركة الأهلي المالية
26.588	15.956	4.671	11.285	19	19	0	شركة ساميا للأصول وإدارة الاستثمار
26.230	5.670	933	4.736	20	20	0	اتش اس بي سي العربية السعودية المحدودة
24.742	921	34	886	7	7	0	شركة البلاد للاستثمار
11.994	10.260	3.747	6.513	13	13	0	شركة الراجحي المالية
8.293	4.500	100	4.400	15	13	2	شركة السعودي الفرنسي كابيتال
6.888	3.890	5	3.884	13	12	1	شركة العربي الوطني للاستثمار
5.914	633	0	633	3	2	1	شركة ملكية للاستثمار
4.307	7.608	0	7.608	6	5	1	شركة الإنماء للاستثمار
4.091	917	0	917	2	1	1	شركة مشاركة المالية
3.579	4.890	1.789	3.101	13	10	3	شركة الجزيرة للأسواق المالية
3.131	2.143	261	1.882	9	8	1	شركة جدوي للاستثمار
3.128	809	0	809	5	4	1	شركة أصول وبخيت الاستثمارية
2.239	2.052	309	1.743	15	15	0	شركة الاول للاستثمار
1.336	371	0	371	8	6	2	شركة كسب المالية
650	1.118	0	1.118	5	5	0	شركة فالكم للخدمات المالية
609	1.312	652	659	8	8	0	شركة الاستثمار للأوراق المالية والوساطة
176	47	0	47	2	2	0	شركة بيت التمويل السعودي الكويتي
168	367	4	363	5	5	0	شركة الأول كابيتال
135	106	20	86	3	2	1	شركة دراية المالية
94	706	458	249	3	3	0	شركة الشرق الأوسط للاستثمار المالي
62	156	34	122	4	4	0	شركة عودة كابتال
55	31	03	27	4	4	0	شركة الخير كابيتال السعودية
51	7	0	7	2	2	0	مجموعة النفيعي للاستثمار
50	54	0	54	2	2	0	شركة أرباح المالية
39	58	0	58	2	2	0	شركة الوساطة المالية
34	234	0	234	2	2	0	شركة مسقط المالية
33	124	0	124	2	2	0	شركة بيت المال الخليجي
32	64	45	20	1	1	0	شركة إتقان كابيتال
30	413	230	183	3	3	0	شركة أشمور للاستثمار السعودية
25	134	21	113	4	4	0	شركة بلوم للاستثمار السعودية
16	54	0	54	2	2	0	شركة المجموعة المالية- هيرميس السعودية
11	89	0	89	1	1	0	شركة المستثمرون الخليجيون لإدارة الأصول
6	27	0	27	1	1	0	شركة مورجان ستانلي السعودية
5	30	0	30	1	1	0	شركة المستثمر للأوراق المالية
5	3	0	3	2	2	0	شركة الأولى جوجيت كابيتال
3	502	0	502	1	1	0	شركة بيت الاستثمار العالمي السعودية
1	2	0	2	1	1	0	شركة ثروات للأوراق المالية
1	15	0	15	1	1	0	الشركة السعودية للاقتصاد والتنمية للأوراق المالية
1	15	0	15	1	1	0	الشركة السعودية للاقتصاد والتنمية للأوراق المالية
1	17	0	17	1	1	0	شركة النمو المالية للاستشارات المالية
238.445	110.234	19.2088	91.145	273	256	17	الإجمالي

المصدر: -هيئة السوق المالية.

ملحق رقم 02: حساب عائد أذون الخزانة السعودي خلال الفترة (2008-2017).

السنوات	الأسبوع الأول	04 أسابيع	13 أسبوع	26 أسبوع	52 أسبوع
2008	0.025195	0.029556	0.031884	0.003376	0.035543
2009	0.002234	0.002867	0.004619	0.005834	0.007596
2010	0.001362	0.001918	0.003825	0.004667	0.005796
2011	0.001213	0.001881	0.00322	0.004241	0.005314
2012	0.00117	0.002123	0.003857	0.004716	0.005892
2013	0.001144	0.002811	0.004899	0.005761	0.007069
2014	0.001214	0.003204	0.005105	0.005776	0.006982
2015	0.001279	0.003079	0.004653	0.005338	0.006596
2016	0.004706	0.009572	0.01148	0.011778	0.012904
2017	0.007882	0.009239	0.011429	0.012640	0.013812
المجموع	0.047449	0.06625	0.084741	0.064127	0.0107504
المتوسط	0.0004744	0.0006625	0.0084741	0.00064712	0.000107504
المعدل	0.002738934				R _F =0.27%

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على معلومات مستقاة من موقع صندوق النقد العربي السعودي.

ملحق رقم: 03: حساب الانحراف المعياري والتباين لصندوق الرياض للأسهم السعودية.

$(R_m - \bar{R})^2$	$R_m - \bar{R}$	\bar{R}	R_m	السنوات
0.338549	-0.58185	0.04585	-0.536	2008
0.031737	0.17815	0.04585	0.224	2009
0.009438	0.09715	0.04585	0.143	2010
0.003486	-0.05905	0.04585	-0.0132	2011
0.001861	0.04315	0.04585	0.0890	2012
0.067678	0.26015	0.04585	0.306	2013
0.004781	0.06915	0.04585	0.115	2014
0.009438	0.09715	0.04585	0.143	2015
0.003875	-0.06225	0.04585	-0.0164	2016
0.001743	-0.04175	0.04585	0.0041	2017
0.472586	0.4585			المجموع
0.217390				الانحراف المعياري δ_m
0.04725898				التباين المشترك
0.047258				تباين السوق δ_m^2
1.00				بيتا

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على ملخص المعلومات الرئيسية لصندوق الرياض للأسهم السعودية.

$$\delta = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_m - \bar{R})^2}$$

قانون الانحراف المعياري

* المتوسط الحسابي لعوائد الصندوق (\bar{R}) = مجموع العوائد / عددها.

ملحق رقم 04: حساب الانحراف المعياري ومعامل التباين لصندوق الرياض للأسهم 02.

$(R_m - \bar{R})^2$	$R_m - \bar{R}$	\bar{R}	R_m	السنوات
0.292162	-0.54052	0.00452	-0.536	2008
0.061742	0.24844	0.00452	0.253	2009
0.022046	0.14848	0.00452	0.153	2010
0.002354	-0.04852	0.00452	-0.044	2011
0.015745	0.12584	0.00452	0.130	2012
0.065290	0.25552	0.00452	0.251	2013
0.000599	0.02448	0.00452	0.029	2014
0.032587	-0.18052	0.00452	-0.176	2015
0.000210	-0.01452	0.00452	-0.010	2016
0.000086	-0.00932	0.00452	-0.0048	2017
0.492821	0.0452			المجموع
0.221996				الانحراف المعياري
0.03958311				التباين المشترك
0.049282				تباين السوق
0.80				بيتا

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مذكرة المعلومات الخاصة بصندوق الرياض للأسهم (2).

ملحق رقم: 05: حساب الانحراف المعياري والتباين لصندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية.

$(R_m - \bar{R})^2$	$R_m - \bar{R}$	\bar{R}	R_m	السنوات
0.297134	0.5451	0.0301	-0.515	2008
0.093574	0.3059	0.0301	0.336	2009
0.018198	0.1349	0.0301	0.165	2010
0.000123	-0.0111	0.0301	0.019	2011
0.000479	0.0219	0.0301	0.052	2012
0.080032	0.2829	0.0301	0.313	2013
0.000967	0.0311	0.0301	-0.001	2014
0.024995	0.1581	0.0301	-0.128	2015
0.002798	0.0529	0.0301	0.083	2016
0.002819	-0.0531	0.0301	-0.023	2017
0.521119	0.301			المجموع
0.228280				الانحراف المعياري
0.04112044				التباين المشترك
0.052111				تباين السوق
0.79				معامل بيتا

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مذكرة المعلومات الخاصة بصندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية.

ملحق رقم 06: حساب الانحراف المعياري والتباين لصندوق الرائد للأسهم السعودية.

$(R_m - \bar{R})^2$	$R_m - \bar{R}$	\bar{R}	R_m	السنوات
0.266772	0.5165-	0.0095	0.507-	2008
0.016256	0.1275	0.0095	0.137	2009
0.010920	0.1045	0.0095	0.114	2010
0.000042	0.0065-	0.0095	0.003	2011
0.16256	0.1275	0.0095	0.137	2012
0.094556	0.3075	0.0095	0.317	2013
0.014042	0.1185	0.0095	0.128	2014
0.025440	0.1595-	0.0095	-0.150	2015
0.007656	0.0875-	0.0095	-0.078	2016
0.000240	0.0155-	0.0095	-0.006	2017
0.45218	0.095			المجموع
0.212645				الانحراف المعياري
0.03410307				التباين المشترك
0.045218				تباين السوق
0.75				معامل بيتا

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الشروط والأحكام المتعلقة بصندوق الرائد للأسهم السعودية.

ملحق رقم 07: حساب الانحراف المعياري والتباين لصندوق الفريد للأسهم السعودية

$(R_m - \bar{R})^2$	$R_m - \bar{R}$	\bar{R}	R_m	السنوات
0.278562	0.52779-	0.04879	0.479-	2008
0.040485	0.04879	0.04879	0.250	2009
0.005961	0.04879	0.04879	0.126	2010
0.001505	0.04879	0.04879	0.010	2011
0.000913	0.04879	0.04879	0.079	2012
0.009499	0.04879	0.04879	0.357	2013
0.029313	0.04879	0.04879	0.220	2014
0.012274	0.04879	0.04879	-0.062	2015
0.005011	0.04879	0.04879	-0.022	2016
0.001591	0.04879	0.04879	0.0089	2017
0.385114	0.4879			المجموع
0.196243				الانحراف المعياري
0.03609116				التباين المشترك
0.0385114				تباين السوق
0.94				معامل بيتا

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الشروط والأحكام المتعلقة بصندوق الفريد للأسهم السعودية.

ملحق رقم: 08: حساب الانحراف المعياري لسوق الأسهم السعودي

$(R_m - \bar{R})^2$	$R_m - \bar{R}$	\bar{R}	R_m	السنوات
0.348950	0.59072-	0.02672	0.564-	2008
0.061147	0.24728	0.02672	0.274	2009
0.002946	0.05428	0.02672	0.081	2010
0.003271	-0.05672	0.02672	0.030-	2011
0.001041	0.03228	0.02672	0.059	2012
0.039314	0.19828	0.02672	0.255	2013
0.002472	-0.04972	0.02672	-0.023	2014
0.020529	0.14328	0.02672	0.170	2015
0.000265	0.01628	0.02672	0.043	2016
0.000601	0.02452-	0.02672	0.0022	2017
0.057830	0.24048	0.02672	0.2672	المجموع
0.232027				الانحراف المعياري
0.053896				التباين

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقرير السنوي الرابع والخمسون لمؤسسة النقد العربي السعودي 2018.

ملحق رقم 09: عوائد ومخاطر الصناديق الاستثمارية الخمسة.

صندوق الفريد للأسهم السعودية	صندوق الرائد للأسهم السعودية	صندوق الأهلي للمتاجرة بالسلع	صندوق الرياض للأسهم 02	صندوق الرياض للأسهم السعودية	محفظة السوق	الصندوق الاستثماري
عائد الصندوق					عائد المحفظة	السنوات
0.479-	0.507-	-0.515	-0.536	-0.536	0.564-	2008
0.250	0.137	0.336	0.253	0.224	0.274	2009
0.126	0.114	0.165	0.153	0.143	0.081	2010
0.010	0.003	0.019	-0.044	-0.0132	0.030-	2011
0.079	0.137	0.052	0.130	0.0890	0.059	2012
0.357	0.317	0.313	0.251	0.306	0.255	2013
0.220	0.128	-0.001	0.029	0.115	-0.023	2014
-0.062	-0.150	-0.128	-0.176	0.143	0.170	2015
-0.022	-0.078	0.083	-0.010	-0.0164	0.043	2016
0.0089	-0.006	-0.023	-0.0048	0.0041	0.0022	2017
4.88%	0.95%	3.01%	0.45%	%4.59	2.67%	متوسط العوائد
19.62%	21.26%	22.82%	22.19%	21.73%	23.20%	الانحراف المعياري
0.03609116	0.03410307	0.04112044	0.03958311	0.04725898	/	التباين المشترك Cov (R _m , R _p)
0.94	0.75	0.79	0.80	1	1	معامل بيتا B
RF=0.27%						متوسط العائد الخالي من الخطر

المصدر: من إعداد الباحثة.

ملحق رقم: 10: تطور إجمالي أصول صناديق الاستثمار وعدد المشاركين فيها خلال
(1996-2017).

الفترة	عدد الصناديق	إجمالي الأصول مليار ريال	عدد المشاركين بالآلاف
1996	83	1666	45136
1997	104	2143	63307
1998	121	25	69543
1999	134	3468	79322
2000	138	3856	95800
2001	138	5006	173999
2002	143	4882	165044
2003	170	5387	172197
2004	188	6032	198357
2005	199	13697	568284
2006	214	841	499968
2007	252	1051	426085
2008	262	7481	374975
2009	244	8955	356331
2010	243	9474	320415
2011	249	8219	293905
2012	240	8807	275624
2013	236	10318	258110
2014	252	11071	246031
2015	270	10290	236977
2016	275	8784	224411
2017	273	11020	238445

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- مؤسسة صندوق الصندوق العربي السعودي، التقرير السنوي 48، 2013، ص 230.
- مؤسسة صندوق الصندوق العربي السعودي، النشرة الإحصائية الربع سنوية، 2013، ص 80.

ملحق رقم: 11: تطور إجمالي مؤشرات أداء السوق المعتمدة في الدراسة للفترة
(1996-2017).

عدد الشركات المدرجة	عدد الأسهم المتداولة مليون سهم	المؤشر العام للأسعار نقطة	قيمة الأسهم المتداولة مليار ريال	معدل دوران السهم %	القيمة السوقية مليار ريال	الفترة
70	1531.00	138	25397	15	172	1996
70	1957.00	312	62060	28	223	1997
74	1413.10	293	51510	32	160	1998
73	2028.53	528	56578	25	229	1999
75	2258.29	555	65292	26	255	2000
76	2430.11	692	83602	30	275	2001
68	2518.08	1736	1338	44	281	2002
70	4437.58	5566	5965	101	590	2003
73	8206.23	10298	17739	154	1149	2004
77	16712.64	12281	41387	170	2438	2005
86	68515.00	7933.29	5261.9	429.22	1226	2006
111	57829.00	11038.66	2557.7	131.40	1946	2007
127	58726.00	4802.99	1962.9	210.50	925	2008
134	56685.00	6121.76	1264.0	105.73	1196	2009
146	33255.00	6620.75	7592	57.28	1325	2010
150	48544.60	6417.73	1098.8	86.46	1271	2011
158	82544.90	6801.22	1929.3	137.78	1400	2012
163	52306.30	8535.60	1369.7	78.13	1753	2013
169	70118.40	8333.30	2146.5	118.40	1813	2014
171	65920.00	6911.76	1660.6	105.16	1579	2015
176	67729.2	7210.43	1157.0	68.78	1682	2016
179	43968.7	7226.3	836.3	04.95	1690	2017

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: - هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2007، ص 52.

- بيانات (1996-2005) من مؤسسة صندوق الصندوق العربي السعودي، التقرير السنوي 47، 2012، ص 244.

- مؤسسة صندوق الصندوق العربي السعودي، التقريرين السنويين 48 و 53، لسنتي 2013، 2017، ص ص 87، 92 على الترتيب.