



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

المرجع :/2017

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية
القسم: علوم التسيير
الشعبة: علوم التسيير
التخصص: مالية و بنوك

مذكرة بعنوان :

دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية

دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية

خلال الفترة (2006-2015)

مذكرة مكمله لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير (ل.م.د) تخصص " مالية وبنوك "

إشراف الأستاذ:

إعداد الطالب:

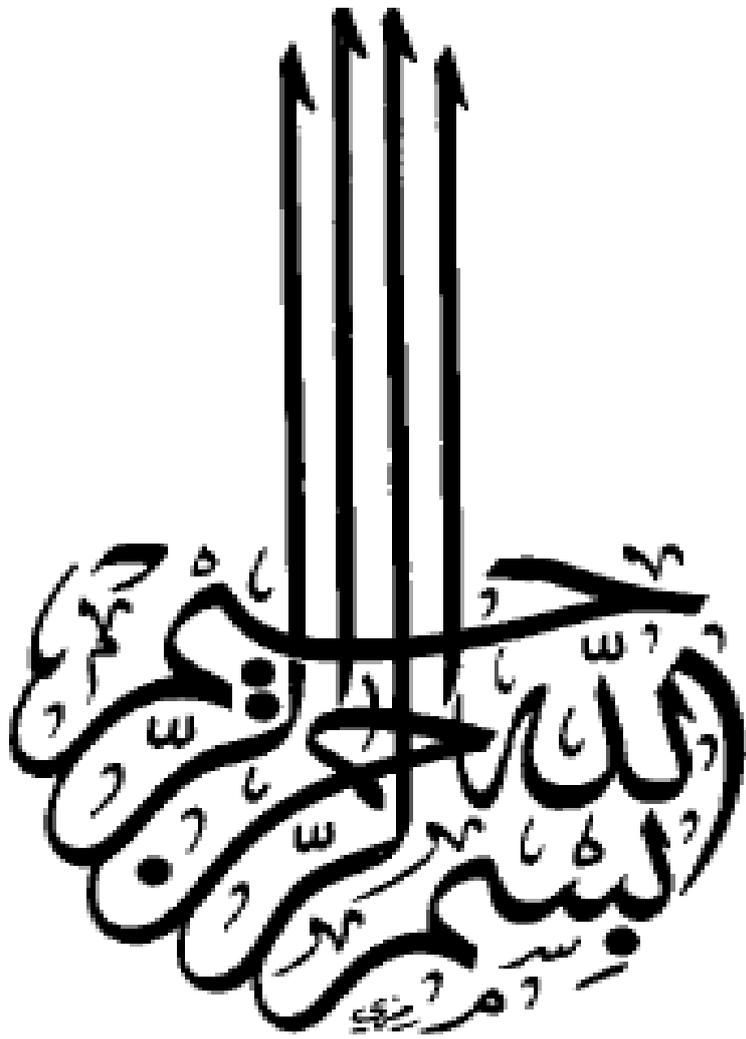
فريد مشري

أحسن عجيسي

لجنة المناقشة :

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله	بوهلاله سعاد
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله	بيراز نوال
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف - ميله	فريد مشري

السنة الجامعية: 2016/2017



شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف المرسلين محمد
صلى الله عليه وسلم

بعد حمد الله وشكره على توفيقه لي في إنجاز هذا العمل

أتوجه بالشكر والتقدير إلى كل من ساهم من قريب أو من بعيد في إنجاز هذا
البحث، وأتوجه بالشكر إلى جميع أساتذة معهد العلوم الإقتصادية والتسيير والعلوم
التجارية، على ما قدموه من ملاحظات ونصائح وإرشادات ساهمت في توضيح
الرؤية في إنجاز هذا العمل.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذ المشرف "مشري فريد" التي تفضل بقبول
الإشراف على هذا العمل وعلى ما قدمته من نصائح وتوجيهات ساهمت في تذليل
الصعوبات والعراقيل التي واجهتنا لوضع البحث في صورته النهائية.

وأشكر في الأخير لجنة المناقشة على قبول مناقشة هذا العمل.

إهداء

أهدي هذا العمل

إلى والدي الكريم رحمه الله وأسكنه فسيح جنانه،

إلى أمي الكريمة حفظهما الله

شكرا وتقديرا لتضحياتهم

من أجل إتمام مشواري الدراسي.

إلى كل أفراد العائلة، والأصدقاء، وأساتذتي الأفاضل.

إلى زملاء الدراسة طالبة الماستر مالية وبنوك.

إلى كل من ساهم في إتمام هذا العمل.

المخلص:

تعتبر صناديق الاستثمار من أهم المؤسسات المالية التي احتلت مكانة هامة في أسواق الأوراق المالية بمختلف أنواعها، وذلك للدور الكبير الذي تؤديه لتفعيل هذه الأسواق، لذلك يأتي هذا البحث مستهدفا تحديد الدور الذي يمكن أن تؤديه صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة 2006-2015، ومن تم دعم اقتصادها الوطني باعتبار أن هذه الصناديق تمثل قناة استثمارية تساهم في استقطاب رؤوس الأموال المحلية.

وقد خلص هذا البحث إلى أن صناديق الاستثمار تؤدي دورا ضعيفا في تفعيل سوق الأوراق المالية السعودية، وذلك راجع إلى ضعف مساهمة الصناديق في الرفع من رأس مال سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة 2006-2015، بسبب الأزمة المالية التي ضربت السوق المالية السعودية سنة 2006 التي تعرف بأزمة الفقاعة، بالإضافة إلى الأزمة المالية العالمية سنة 2008، كلها عوامل أدت إلى ضعف نمو حجم صناديق الاستثمار وبالتالي ضعف مساهمتها في تفعيل سوق الأوراق المالية السعودية.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، صناديق الاستثمار، رسملة السوق، سوق الأوراق المالية السعودية.

Abstract:

Investment funds are considered one of the most important financial institution which occupied the stock market for all kinds, that's for its big role to activate these markets, that's why this research comes to identify the big role of investment funds to activate the Saudi Arabia stock market during the period of 2006-2005, and the support of it's national economy as an investment channel that contribute to attract local capitals

And it has been found in this search that Investment funds has a small role in the activation of the stock market, that because of the weak contribution of Investment funds to rise the capital of the stock market in Saudi Arabia during the period of 2006-2005, because of the financial crisis which hit the Saudi Arabia stock market in 2006 which know as the bubble crisis, add to the global financial crisis in 2008, all of these factors led to the weak grow of Investment funds, and therefore it's weak contribution in the activation of the Saudi Arabia stock market

Key words:

Stock markets, investment funds, market capital, Saudi Arabia stock market

الصفحة	الموضوع: دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)
I	ملخص الدراسة
V-III	فهرس المحتويات
VII	فهرس الجداول
VIII	فهرس الأشكال
X-XI	فهرس الملاحق
أ-هـ	مقدمة
35-2	الفصل الأول: أساسيات حول سوق الأوراق المالية
2	تمهيد
3	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية
3	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية
9	المطلب الثاني: إدارة سوق الأوراق المالية والأطراف المتعاملة فيها
11	المطلب الثالث: وظائف الأسواق المالية وأهميتها
15	المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية
15	المطلب الأول: أدوات الملكية في سوق الأوراق المالية
20	المطلب الثاني: أدوات المديونية في سوق الأوراق المالية
23	المطلب الثالث: الأدوات المالية الحديثة
27	المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية
27	المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
30	المطلب الثاني: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية والعلاقة فيما بينها
35	خلاصة الفصل الأول
69-36	الفصل الثاني: الإطار النظري لصناديق الاستثمار
37	تمهيد
38	المبحث الأول: ماهية صناديق الاستثمار

38	المطلب الأول: مفهوم صناديق الاستثمار
40	المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار
46	المطلب الثالث: مزايا ومخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار
49	المبحث الثاني: نظام عمل صناديق الاستثمار
49	المطلب الأول: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار وضوابط الاستثمار فيها
51	المطلب الثاني: عمليات صناديق الاستثمار
53	المطلب الثالث: كيفية إدارة صناديق الاستثمار، إيراداتها ومصاريها
57	المبحث الثالث: تقييم أداء صناديق الاستثمار
57	المطلب الأول: محافظ الاستثمار
60	المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
64	المطلب الثالث: معايير تقييم أداء صناديق الاستثمار
69	خلاصة الفصل الثاني
99-71	الفصل الثالث: دراسة تجرية سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)
72	تمهيد
73	المبحث الأول: الملامح الأساسية لسوق الأوراق المالية السعودية
73	المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية السعودية
75	المطلب الثاني: تنظيم السوق المالية السعودية وخصائصها
79	المطلب الثالث: المؤسسات المشكلة للنظام المالي السعودي
84	المبحث الثاني: صناديق الاستثمار في السوق المالية السعودية
84	المطلب الأول: صناديق الاستثمار السعودية وأساليب إدارتها
87	المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار في السوق المالية السعودية
90	المبحث الثالث: تقييم مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006_2015)
90	المطلب الأول: تطور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)

96	المطلب الثاني: مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)
99	خلاصة الفصل الثالث
100-103	خاتمة
111-104	قائمة المراجع
132-112	ملاحق

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
23	يمثل الفرق بين الأسهم والسندات	1-1
42	مقارنة بين صناديق الاستثمار المغلقة والمفتوحة	1-2
58	خصائص محافظ الاستثمار وصناديق الاستثمار	2-2
90	تطور عدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)	1-3
92	تطور حجم صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)	2-3
94	عدد وحجم صناديق الاستثمار حسب النوع في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)	3-3
96	نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في رأس مال سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)	4-3

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
9	أنواع سوق الأوراق المالية	1-1
33	العلاقة بين صيغ كفاء سوق الأوراق المالية	1-2
62	خط سوق رأس المال CML	2-2
63	خط سوق الأوراق المالية SML	3-2
91	تطور عدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)	1-3
92	تطور حجم صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)	2-3
94	توزيع عدد صناديق الاستثمار حسب النوع في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)	3-3
95	توزيع حجم صناديق الاستثمار حسب النوع في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)	4-3
97	نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في رأس مال سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)	5-3

الصفحة	اسم الملاحق	رقم الجدول
113	تطور عدد صناديق الاستثمار حسب النوع في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)	1
114	تطور حجم صناديق الاستثمار حسب النوع في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)	2
115	عدد صناديق الاستثمار بحسب نوع الصندوق عام 2006, 2007	3
116	حجم أصول صناديق الاستثمار (بالمليون ريال) بحسب نوع الصندوق عام 2006, 2007	4
117	عدد صناديق الاستثمار بحسب نوع الصندوق في عام 2007, 2008	5
118	حجم أصول صناديق الاستثمار (بالمليار ريال) بحسب نوع الصندوق في 2007, 2008,	6
119	عدد صناديق الاستثمار بحسب الاستثمار في عام 2009, 2010	7
120	حجم أصول صناديق الاستثمار (مليون ريال) بحسب نوع الاستثمار في عام 2009, 2010	8
121	عدد صناديق الاستثمار بحسب نوع الاستثمار في عام 2010, 2011	9
122	حجم أصول صناديق الاستثمار (مليون ريال) بحسب نوع الاستثمار في عام 2010, 2011	10
123	صناديق الطرح العام بحسب نوع الاستثمار في عام 2011, 2012	11
124	حجم أصول صناديق الاستثمار (مليون ريال) بحسب نوع الاستثمار في عام 2011, 2012	12
125	عدد وحجم صناديق الطرح الخاص بحسب نوع الاستثمار في عام 2012, 2013,	13
126	عدد وحجم صناديق الطرح العام بحسب نوع الاستثمار في عام 2012, 2013,	14
127	مؤشرات قطاع صناديق الاستثمار في عام 2013, 2014	15

128	مؤشرات قطاع صناديق العامة بحسب نوع الاستثمار في عام 2014, 2013	16
129	مؤشرات قطاع صناديق الخاصة بحسب نوع الاستثمار في عام 2014, 2013	17
130	مؤشرات قطاع صناديق الاستثمار في عام 2015, 2014	18
131	مؤشرات قطاع صناديق العامة بحسب نوع الاستثمار في عام 2015, 2014	19
132	مؤشرات قطاع صناديق الخاصة بحسب نوع الاستثمار في عام 2015,2014	20

مقدمة

أدى التطور وزيادة التوسع في النشاط الاقتصادي إلى تطور حاجات التمويل الاقتصادي مما زاد من أهمية أسواق التمويل الممثلة في سوق التمويل المباشر وغير المباشر، ومن أهم مؤسسات التمويل المباشر السوق المالي والتي تعد حلقة وصل بين الادخار والاستثمار، حيث أصبح ضروريا من أجل توفير السيولة وجذب المدخرات وتوظيفها وتحقيق التنمية الاقتصادية، كما أدى توسع ظاهرة العولمة، إلغاء الحدود على حركة رؤوس الأموال، وظهور تكنولوجيا المعلومات والاتصال إلى تطور هذه الأسواق وارتفاع عدد المستثمرين والشركات وتنوع أنشطة الاستثمار، مما ساهم في تنوع الأدوات المالية المتعامل بها في السوق، ومن تم أصبحت تمثل أساس الحياة الاقتصادية.

تعد سوق الأوراق المالية من أهم مكونات السوق المالي يتم من خلالها تداول أنواع مختلفة من الأوراق المالية فهي تعتبر حلقة الوصل بين أصحاب الفائض المالي الباحثين عن فرص مناسبة لتوظيف أموالهم وأصحاب العجز المالي الذين هم في حاجة إلى السيولة لتغطية احتياجاتهم، ومع التطورات التي عرفتها وسائل وتقنيات الحصول على المعلومات حول السوق بصفة صحيحة ودقيقة، ووضع المؤسسات والشركات من خلالها ظاهرة الإفصاح المالي، ظهرت مؤسسات مالية جديدة كشركات التأمين وصناديق الاستثمار التي تعمل على التسيير الكفاء والمتخصص للأموال المستثمرة.

فصناديق الاستثمار تعتبر إحدى الأدوات المالية الجديدة للاستثمار، حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها بالنيابة في محفظة من الأوراق المالية المختلفة، من خلال جهات متخصصة ذات الكفاءة، إن صناديق الاستثمار تتيح لصغار المدخرين الذين لا يملكون مبالغ مالية كافية لإنشاء مشاريعهم الخاصة أو الاستثمار في المؤسسات المالية عن طريق شراء الأسهم، الدخول في أسواق المال وإدارة أموالهم عن طريق خبراء ماليين، كما تتميز عن غيرها من أدوات سوق الأوراق المالية بتقليل المخاطر عن طريق التنويع وسهولة تسهيل قيمة الصناديق عند الحاجة، مما يضمن لمستثمريها عوائد مجزية بدرجة مخاطر مقبولة.

تعتبر السعودية من البلدان الرائدة في سوق الأوراق المالية في المنطقة ومنها صناديق الاستثمار، نظرا للإهتمام الكبير الذي أولته الحكومة السعودية لهذه المؤسسات، من خلال سن اللوائح والتنظيمات والتشريعات التي تعمل على السير الحسن لها، بهدف تنشيط سوق الأوراق المالية والرفع من وتيرة النشاط الاقتصادي للدولة.

أولاً: الإشكالية

يمكن طرح إشكالية الدراسة من خلال التساؤل الرئيسي التالي:

– ما هو دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة 2006-2015؟

وتدرج تحت التساؤل الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؟
- ما هي صناديق الاستثمار؟
- هل تساهم صناديق الاستثمار في رفع قيمة رأس مال السوق المالية السعودية؟

ثانياً: فرضيات الدراسة

- من أجل الإجابة على التساؤلات السابقة نضع الفرضيات التالية:
- يتم تداول العديد من الأدوات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية كالأسهم والسندات، بالإضافة إلى المشتقات المالية؛
- صناديق الاستثمار هي عبارة عن أوعية استثمارية تعمل على تجميع مدخرات الأفراد وتكوين محافظ استثمارية، عن طريق جهة مختصة ذات الخبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية؛
- ان التطور الكبير في صناديق الاستثمار من حيث عددها وحجمها خلال الفترة 2006-2015، ينعكس إيجابياً على رفع قيمة رأس مال سوق الأوراق المالية السعودية،

ثالثاً: أهمية الدراسة

تكمن أهمية البحث في التعرف على صناديق الاستثمار، التي شهدت نمواً كبيراً في مختلف الأسواق المالية العالمية، ومختلف أشكالها وأنواعها بإعتبارها توفر للمستثمر ذو المدخرات المحدودة فرصة مناسبة للاستثمار، وقدرتها على التقليل من المخاطر وتطوير أسواق الأوراق المالية التي تتنافس فيها العديد من المؤسسات المالية.

رابعاً: أسباب اختيار الموضوع

- توجد أسباب متعددة دفعتنا إلى اختيار الموضوع والبحث فيه تتمثل فيما يلي:
- تماشي الموضوع وطبيعة التخصص؛
- محدودية الدراسات التي تناولت هذا الموضوع، مما جعله موضوعاً حيويًا ومفتوحاً.
- نمو وانتشار صناديق الاستثمار في مختلف الأسواق العالمية؛
- إكتساب موضوع صناديق الاستثمار أهمية بالغة في السنوات الأخيرة، نظراً لزيادة الإهتمام بهذه المؤسسات المالية في مختلف دول العالم.

خامساً: منهج الدراسة

- من أجل الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع، اعتمدنا على المناهج التالية:
- المنهج التاريخي: استخدمنا هذا المنهج خلال التطرق لنشأة وتطور سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
- المنهج الوصفي: استخدمنا هذا المنهج في التعرف على مختلف المفاهيم النظرية لأسواق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.

- المنهج التحليلي: استخدمنا هذا المنهج في تحليل مختلف البيانات المتعلقة بتطور عدد وحجم صناديق الاستثمار الناشطة في سوق الأوراق المالية السعودية، وتحليل الأشكال البيانية المتعلقة بها.
- سادسا: الدراسات السابقة

من بين الدراسات التي تناولت موضوع بحثنا نذكر ما يلي:

- عبد الرحمان مرعي: دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية في سورية - دراسة ميدانية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 29، العدد3، 2013.
- انطلق هذا الباحث من إشكالية مفادها: ما هي الجدوى الاقتصادية للصناديق المشتركة في سوق ناشئة كسوق دمشق للأوراق المالية؟

يهدف البحث إلى تبيان الدور الذي تؤديها صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السورية وخاصة بعد إصدار نظام صناديق الاستثمار في سورية وتوصل الباحث إلى ما يلي: تؤدي صناديق الاستثمار دورا أساسيا في تفعيل سوق الأوراق المالية من خلال الرقابة المستمرة على حركة التداول والتدخل في السوق عندما تكون هناك ضرورة لذلك من خلال مقدرة الإدارة على قراءة مؤشرات السوق قراءة صحيحة.

واستفدنا من هذه المقالة في اعداد خطة الدراسة التطبيقية

- صلاح الدين شريط: دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة تجرية جمهورية مصر العربية - رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر3، 2011-2012.

انطلق هذا الباحث من إشكالية مفادها: هل يمكن اعتبار التجربة المصرية في خلق أدوات مالية جديدة مثل صناديق الاستثمار كانت السبب الرئيسي في جذب المدخرات المحلية والأجنبية وتحويلها إلى استثمارات من خلال سوق الأوراق المالية.

وهدف هذا الباحث الوصول إلى معرفة كفاءة أداء صناديق الاستثمار المصرية وتأثيرها على توجيه الاستثمارات في سوق الأوراق المالية في مصر من خلال تقسيم بحثه إلى ثلاث فصول نظرية وفصل تطبيقي حول تجربة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصري وتوصل الباحث إلى: أن تجربة مصر الناجحة في تنفيذ برامج الخصخصة وتطور سوق المال عن طريق صناديق الاستثمار تجربة فريدة ومتميزة من حيث أهدافها وإنجازاتها، ولقد شهد بهذا النجاح الكثير من المستثمرين والهيئات والمؤسسات الدولية التي تعنى بتقييم الأداء الاقتصادي لبلدان العالم.

واستفدنا من هذه الدراسة في وضع خطة البحث. وبناء الفرضيات المراد اختبارها.

- فتحة كحلي: تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية- دراسة تجربة بعض الدول العربية- مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع محاسبة ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2010-2011.

انطلق هذا الباحث من إشكالية مفادها: ما مدى فعالية أداء صناديق الاستثمار الإسلامية مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية على مستوى الدول العربية.

هدف هذا الباحث الوصول إلى إظهار أهمية صناديق الاستثمار الإسلامية بالنسبة للاقتصاد الوطني ككل وكذا بالنسبة للمستثمرين من مؤسسات وأفراد، من خلال تقسيم بحثه إلى فصلين نظريين وفصل تطبيقي حول واقع أداء صناديق الاستثمار الإسلامية مع تقييم أدائها في بعض الدول العربية، وتوصل الباحث إلى أن صناديق الاستثمار الإسلامية تتفوق بالأداء على نظيرتها التقليدية في فترات هبوط السوق وفي فترة الأزمة المالية، وهو ما يدل على أن صناديق الاستثمار الإسلامية تقدم للمستثمرين تحوطا كبيرا في فترات الركود الاقتصادي بسبب القواعد التي يفرضها الاستثمار الإسلامي على اختيار الأصول.

تم الاعتماد على هذا البحث في تدعيم الجانب النظري الخاص بصناديق الاستثمار.

- بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها- دراسة حالة أسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1999-2003، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.

انطلق هذا الباحث من إشكالية مفادها: ما هي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟

وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟

هدف هذا الباحث الوصول إلى تقديم إسهامات لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية على المستوى المحلي من جهة، وجعلها كأداة للتكامل الاقتصادي العربي من خلال الترابط بين الأسواق المالية العربية من جهة أخرى، من خلال تقسيم بحثه إلى ستة ثلاث فصول نظرية وثلاث فصول تطبيقية حول واقع أسواق الأوراق العربية، المعوقات التي تعترض تطوير أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيل وترابط أسواق الأوراق المالية العربية، وتوصل الباحث إلى: غياب التشريعات في بعض الدول العربية التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بالتقيد بمعايير المحاسبة والإفصاح التي أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة لأسواق الأوراق المالية.

واستقننا من هذا البحث في تدعيم الجانب النظري الخاص بسوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى

الاسترشاد به في الجانب الخاص بسوق الأوراق المالية السعودية.

سابعاً: هيكل الدراسة

- تم تقسيم هذه الدراسة إلى مقدمة، خاتمة وثلاثة فصول نلخصها فيما يلي:
- **الفصل الأول:** تحت عنوان أساسيات حول سوق الأوراق المالية، حيث تطرقنا في هذا الفصل إلى ماهية سوق الأوراق المالية من تعريف وخصائص وأنواع، بالإضافة إلى التعريف بمختلف الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق من أسهم وسندات ومشتقات، مع الإشارة إلى أنواعها وخصائصها، كما سيتم التطرق إلى كفاءة السوق بمختلف مستوياتها.
 - **الفصل الثاني:** تحت عنوان للإطار النظري لصناديق الاستثمار، حيث تعرفنا من خلال هذا الفصل على صناديق الاستثمار، هيكلها التنظيمي وضوابط الاستثمار فيها، بالإضافة إلى أنواع هذه الصناديق، مصاريفها وإيراداتها، كما سنتطرق إلى كيفية تقييم هذه الصناديق.
 - **الفصل الثالث:** تحت عنوان دراسة حالة سوق الأوراق السعودية، حيث تم تطبيق إشكاليتنا على السوق السعودي، فمن خلال هذا الفصل سنتطرق إلى نشأة سوق الأوراق المالية السعودية والجهات الرقابية المنظمة لعملها والمؤسسات المشكلة لها، بالإضافة إلى صناديق الاستثمار في السوق وأنواعها ودورها في تفعيل سوق الأوراق المالية من خلال إستعراض عددها وحجمها.
- وفي الأخير خاتمة تضمنت خلاصة عامة حول البحث واختبار الفرضيات، بالإضافة إلى أهم النتائج المتوصل إليها، وآفاق الدراسة.

الفصل الأول

أساسيات حول سوق الأوراق المالية

تمهيد:

أدت التطورات الكبيرة التي عرفتھا مختلف المجالات الاقتصادية، الصناعية والاجتماعية إلى الزيادة المستمرة للاحتياجات المالية من أجل المشروعات الاستثمارية ومنه السعي إلى البحث عن مصادر جديدة لتوفير التمويل اللازم لتلبية هذه الاحتياجات.

ومن بين أهم مصادر التمويل نجد سوق الأوراق المالية، حيث تسهم هذه السوق في تنمية الاستثمارات الضرورية اللازمة للتنمية من خلال تزويد السوق بالسيولة عن طريق اجتذاب رؤوس الأموال لشراء الأسهم والسندات، مما يوفر الأموال اللازمة لتمويل المشاريع الاقتصادية، كما تعمل على تزويد المتعاملين فيه بالمعلومات الأساسية الكافية ذات التكلفة المنخفضة، الأمر الذي يوفر للمدخر والمستثمر الحماية الكافية ضد مخاطر تقلب الأسعار، وعليه سيتم تناول هذا الفصل من خلال التطرق لمباحث التالية:

- المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية؛
- المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية؛
- المبحث الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية هي جزء من السوق المالي إذ تعتبر بمثابة الركيزة الأساسية للسوق المالي، وهي سوق لها مكان معين ونوع خاص من السلع وهي الأوراق المالية، والتي تتمثل في الأسهم والسندات بشكل رئيسي إضافة إلى أوراق أخرى، وهناك من يطلق عليها بمصطلح البورصة. فالسوق المالي يؤدي دور الوسيط في انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، وذلك من خلال المنشآت والأدوات المالية، ومن خلال هذا المبحث حددنا الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

تعتبر سوق الأوراق المالية بمثابة الركيزة الأساسية لسوق رأس المال، إذ تؤدي دورا مهما في الحياة الاقتصادية وفي دفع عجلة التنمية من خلال المهام التي تؤديها والأهداف التي تحققها، وقبل تحديد مفهوم سوق الأوراق المالية لا بد من التطرق إلى تعريف السوق المالي.

أولاً: تعريف السوق المالي

يمكن تعريف السوق المالي أنها السوق التي تقوم على جمع الأموال وتوجيهها نحو الاستثمارات، ويمكن من خلال السوق المالي أن يبحث المقترضون عن مقرضين مناسبين، وتدخل مساهمة البنوك في السوق المالي كمساعدة في عمليات التمويل والاستشارة من خلال العمل كوسطاء في السوق أو مستثمرين، وتقوم المصارف في التمويل على شكل قروض ورهن العقارات لهذا الغرض¹. وتعرف على أنها مكان تداول الأوراق المالية، ولكن أطراف التعامل في هذه الأسواق هم المدخرون والمستثمرون، والأسواق المالية هي حلقة الوصل بينهما، ويعني ذلك أنها المكان الذي يتم من خلاله عرض وطلب الأموال².

كما تعرف كذلك بأنها الأسواق التي تتلخص آلية عملها في نقل الأرصدة المعدة للإقراض من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي، أي نقل الأرصدة القابلة للإقراض ورأس المال التمويلي، من الوحدات التي يقل إنفاقها النقدي الجاري عن تيار دخلها النقدي الجاري إلى الوحدات التي يفوق إنفاقها النقدي الجاري عن دخلها النقدي الجاري، وبهذا هي عملية لخلق الموجودات والمطلوبات في آن واحد³.

¹ دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2012، ص 35.

² أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دار الكتاب الثقافي للطباعة والنشر والتوزيع، اربد، الأردن، 2008، ص ص 12-13.

³ حيدر عباس عبد الله الجاني، الأسواق المالية والفشل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص 14.

ويعرف أيضا على أنه المكان الذي يتم تبادل فيه مختلف الأدوات المالية والمتاجرة بها ويقوم السوق المالي بتوفير ثلاث عناصر مهمة في الاقتصاد، وهي تحديد الأسعار: من خلال الصفقات والمبادلات بين العارضين والطالبين للأدوات المالية مما يحدد قيمة الأصول، السيولة: حيث يقوم بإعطاء فرصة للمستثمرين لبيع أدواتهم المالية في السوق المالي والحصول على سيولة، تخفيض تكاليف المعاملات.¹ بناء على ما سبق نستخلص أن السوق المالي هو المجال الذي يتم من خلاله تحويل الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي، أي هذه الأموال المدخرة غير الموظفة يتم تحويلها إلى رأس مال يساهم في التنمية الاقتصادية وذلك عبر البنوك والمؤسسات المالية التي تدخل كوسيط في السوق أو مستثمرين، فالسوق المالي هو حلقة الوصل بين المدخر والمستثمر. وينقسم السوق المالي إلى قسمين: سوق النقد وسوق رأس المال.

- سوق النقد: هي السوق التي تتعامل في القروض قصيرة الأجل والتي تكون مدتها من 03 إلى 06 أشهر،² من مميزات هذه السوق ارتفاع درجة سيولتها في مقابل انخفاض درجة المخاطر.
- سوق رأس المال: هو عبارة عن سوق للاستثمارات المالية الموجهة مباشرة أو غير مباشرة إلى رأس المال وهو أوسع من سوق الأوراق المالية لكونه يشمل جميع الأشكال الإقراض والاقتراض، ويتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة ومتوسطة الأجل.³

ثانيا: سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية العديد من التعاريف نستعرض بعضها في ما يلي:
تعرف على أنها الاجتماع الذي يعقد في مواعيد دورية لأجل القيام بعمليات شراء البضائع والأوراق المالية وبيعها وقد يطلق هذا اللفظ على مكان الاجتماع أو زمانه أو مجموع الصفقات التي تعقد.⁴
تعرف كذلك بأنها عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.⁵

¹ Valdone Darskuvieni, **Financial Markets**, Leonardo Da Vinci Programme project, Vytautas Magnus University, Kaunas, Lithuania, 2009, p :7

² محمود أمين زويل، **بورصة الأوراق المالية**، دار الوفاء لعنوا الطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 25.

³ **An Introduction to Financial Market Part 1**, Central Board of Secondary Education, Preet Vihar, Delhi, India, 2007, p :2

⁴ وليد صافي وأنس البكري، **الأسواق المالية والدولية**، دار المستقبل، عمان، الأردن، 2010، ص 226.

⁵ عصام حسين، **أسواق الأوراق المالية (البورصة)**، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 17.

كما تعرف على أنها السوق الذي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من وحدات الادخار الرئيسية (الأفراد، المؤسسات والقطاعات المتنوعة في المجتمع)، بما يساعد في تنمية الإيداع وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد القومي.¹

تعرف أيضا بأنها سوق مستمرة تقام في مكان ثابت للتعامل في صكوك معينة تصلح للمبادلات، وذلك بموجب قوانين ولوائح وقواعد لتنظيم عقد الصفقات، وإقرار الشروط الواجب توافرها في المتعاملين وفي الصكوك موضوع التعامل.²

ويقصد كذلك بأنها المكان أو السوق الذي يتم فيه تبادل الأوراق المالية بأشكالها المختلفة كالأسهم والسندات أو المشتقات المالية وتنظيمه قوانين وأنظمة ولوائح تضمن إتمام المبادلات بيعا وشراء بسرعة وسهولة وأمان.³

من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص التعريف التالي لسوق الأوراق المالية:

" سوق الأوراق المالية هي السوق الذي يتم من خلاله تداول مختلف الأوراق المالية أسهما وسندات ومشتقات مالية، حيث يلتقي فيه المدخرين والمستثمرين بهدف تعبئة وتسجيل تدفق الفوائض المالية إلى الوحدات ذات العجز، وذلك بموجب قوانين وأنظمة ولوائح تضمن حسن التعامل، والسوق قد تكون منظمة أين يتم عقد صفقات داخل سوق الأوراق المالية أو غير منظمة من خلال عقد صفقات خارج السوق.

ثالثا: خصائص سوق الأوراق المالية

تتميز سوق الأوراق المالية بالعديد من الخصائص التي تساعدها في القيام بمهامها بشكل فعال نوضحها فيما يلي:

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقواعد قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.⁴
- توزيع الإيداعات والفوائض النقدية (كفاءة تخصيص الموارد) بين الفرص الاستثمارية والأنشطة الاقتصادية المتاحة بكفاءة تخصيصية عالية، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى ضمان النمو المتوازن

¹ مستجير رمزي شاكور، *بورصة المال وبورصة الأوراق المالية في تشجيع الاستثمارات*، دار الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 18.

² أحمد سعد، مرجع سابق، ص 18.

³ ميسون علي حسين، *الأوراق المالية وأسواقها*، مجلة جامعة بابل، العلوم الإنسانية، المجلد 21، العدد 1، 2013، ص 66-67.

⁴ بوكساني رشيد، *معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها*، مذكرة مقدمة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006-2005، ص 46.

- بين كافة القطاعات الاقتصادية العاملة في المجتمع وبالتالي الاستحواذ على رضا كل من المدخر والمستثمر في وقت واحد، وفي المحصلة الوصول إلى الأسعار التوازنية.¹
- تساعد المستثمر على سرعة إتمام عمليات البيع والشراء للصكوك علاوة على أنها تساهم في معرفة الأسعار أولاً بأول لإتحاد القرار الاستثماري المناسب بشأن التعاملات ولاسيما أن المعلومات تطرح في سوق الأوراق المالية لدى الكافة.²
 - التداول في سوق الأوراق المالية يعطي صورة لظهور سوق منافسة كاملة يعتمد الطلب والعرض لتحديد الأسعار.
 - يتطلب الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المعرفة التامة بالمعلومات واتخاذ قرارات رشيدة.³
 - تشغيل عمليات البيع والشراء بأقل قدر ممكن من تكاليف الوساطة وتكاليف تحويل ونقل الملكية (كفاءة التشغيل)، بما يضمن الانتقال السريع للأموال بين المدخرين والمستثمرين أو العكس، ومن ثم زيادة معدل الدوران وضمان عائد مجدي لكل من البائع والمشتري دون مبالغة وبالتالي تحقيق الاستخدام الأمثل للموارد.
 - إمكانية تحويل واسترجاع الأموال والموارد (سرعة السيولة) من وإلى النقدية في أي وقت يريده المستثمر بأكثر قدر من العوائد وبأقل قدر من الخسائر وبالتالي تكون الأسعار حقيقية ومعبرة إلى حد ما عن المعلومات المتاحة.
 - توفير المعلومات التاريخية والاستجابة السريعة لأي أحداث جديدة (كفاءة السوق) خاصة فيما يتعلق منها بأسعار البيع، وحجم التداول، وبالتالي ضمان أن لا يستطيع أي شخص أن يحقق أرباحاً غير عادية.⁴

رابعاً: أنواع أسواق الأوراق المالية

1. السوق المنظمة

يقصد بها الأسواق المنظمة والمراقبة من قبل الجهات العليا والرقابية لسوق الأوراق المالية والتي يجري فيها تداول الأوراق المالية.⁵

¹ فيصل محمود الشواورة، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية- الأسس النظرية والعلمية، دار الوائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 48.

² عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية- دراسة قانونية مقارنة، منشورات حلبي الحقوقية، لبنان، 2009، ص 34-35.

³ وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 34.

⁴ فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص 48.

⁵ زياد رمضان مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، مصر، 2008، ص 90.

إن أهم ما يميز هذه السوق أن لها هيكل تنظيمي ومؤسسي منظم يدار من قبل لجنة تسمى لجنة السوق أو سوق الأوراق المالية، وأعضاء لجنة السوق منتخبين من ممثلين عن الشركات المدرجة في السوق والوسطاء والحكومة.¹

2. السوق غير المنظمة

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج سوق الأوراق المالية، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة التي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع أنحاء الدولة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، إذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط تلفونية أو أطراف للحاسب الآلي، أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة، التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال شبكة الاتصال هذه يمكن للمستثمر أن يجري اتصالاته بالسماسرة والتجار المعنيين، ليختار من بينهم من يقدم له أفضل سعر.²

ويتواجد داخل السوق غير المنظمة أسواق أخرى وهي: السوق الثالث، السوق الرابع والسوق الموازي.

– **السوق الثالث:** ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة ولهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة بتلك السوق، ويطلق عليها أيضا السوق الموازية، وتجري عمليات التداول في هذا النوع من السوق الثانوية من دون وجود مكان أو زمان محددين لإجرائها، فتتم عمليات التداول بواسطة الهاتف أو الحاسوب أو الانترنت، ويكون تجار هذه السوق على استعداد تام لإجراء بعض هذه العمليات لحساب محافظهم الخاصة، وبالتالي الحصول على الربح الناتج من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء.³

– **السوق الرابع:** حيث يتم التعامل مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات الكبرى والهدف من استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبيرة وعليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتر، ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصالات الكترونية، حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل.⁴

– **السوق الموازي:** هي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد وتمثل بيوت السمسرة والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافيا، يتداول بها الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظمة، وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري أساس آلية التسعير. وتدار

¹ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية- إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 101-102.

² منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية، مصر، 2012، ص 106.

³ دينا أحمد عمر، مرجع سابق، ص 59.

⁴ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 138-139.

السوق الموازية من قبل مجموعة من التجار يرتبطون بشبكة اتصالات قوية (هاتفية أو حاسوبية وغيرها) تمكنهم من تحديد أفضل الأسعار ويعتبر هؤلاء التجار بمثابة صناع السوق، وغالبا ما ينتظم المتعاملين في السوق الموازية بجمعية أو رابطة من أمثلتها الجمعية الوطنية لتجارة الأوراق المالية (NASD) في أمريكا،¹ يتم في هذه الأسواق الاتفاق على شروط الصفقة في توقيت معين على أن تتم عملية التسليم وإقفال الصفقة في وقت لاحق.²

3. الأسواق الآجلة

ويتم من خلال هذه السوق " تنفيذ العمليات الآجلة للأوراق المالية .ويقصد بالعمليات الآجلة تلك العمليات التي يتم الاتفاق عليها في موعد محدد لتسليم الأوراق المالية محل التعامل وسداد القيمة، وفقا لهذا الاتفاق يقوم البائع والمشتري بتحديد نوع وعدد وسعر الأوراق المالية محل التعامل، على أن يتم التسليم الفعلي للأوراق محل التعامل والوفاء بالثمن في تاريخ لاحق"، وتأسيسا على ذلك يعد الزمن عنصر رئيس في إبرام العقد وتنفيذه من عدمه.³

وأما تقسيمات وخصائص الأسواق الآجلة فإننا نوجز الحديث عنها فيما يلي:

- **أسواق العقود المستقبلية:** وهي أسواق منظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية بعقود ذات شروط وبنود نمطية موحدة، على أن يتم "التعاقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتر بغرض تسليم السلعة أو الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ اللاحق"، ويتم التعاقد فيها بشرطين، أولهما أن يتم من خلال أحد بيوت التسوية الذي يقوم بدورين في نفس الوقت، بائع بالنسبة للمشتري، ومشتري بالنسبة للبائع، ضمانا لتنفيذ الصفقة إذا تعذر على أحد طرفيها الوفاء بالتزاماته تجاه الآخر، والثاني إيداع هامش مبدئي من جانب المستثمر لدى بيت التسوية (السمسرة) لضمان تنفيذ المستثمر للعقد عند تاريخ التسليم.

- **أسواق عقود الخيارات:** يعرف عقد الخيار بأنه "عقد بين المشتري والبائع الذي يحزر الخيار، يعطي للمشتري حقا في أن يبيع أو أن يشتري أصلا معيناً، بسعر محدد سلفا خلال فترة زمنية معينة محددة سلفاً".

فمحل عقد الاختيار هو الحق في تنفيذ العقد من عدمه دون التزام مؤكد، مقابل مبلغ محدد غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض، فمحل التعاقد هنا هو ليس الأوراق المالية، وإنما عقد إختيار الشراء أو البيع، ويهدف هذا النوع من العقود إلى إعطاء المستثمر فرصة تقليل

¹ عيساوي سهام، **الأدوات المالية المشتقة - أهميتها، أنواعها واستراتيجياتها**، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص 41.

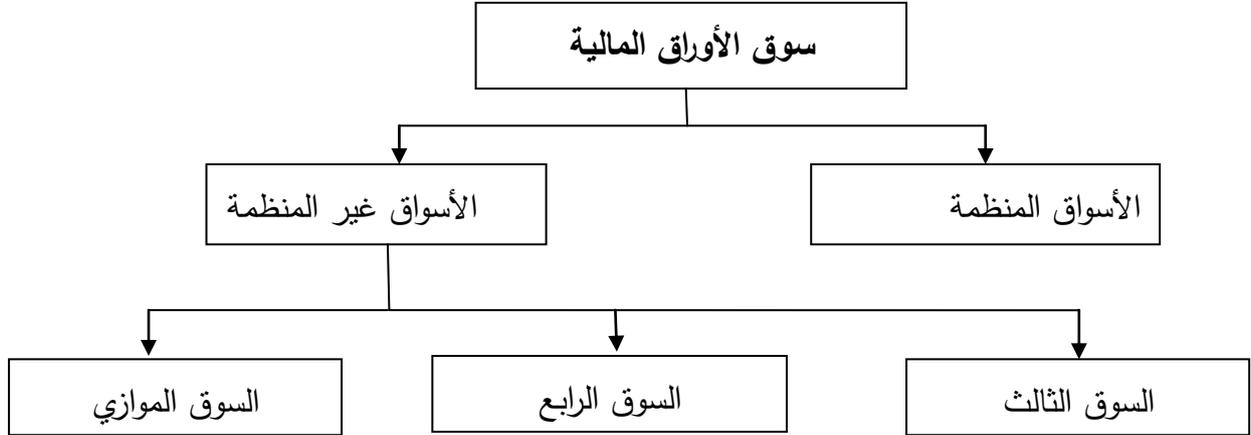
² محمد أحمد عبد النبي، **الأسواق المالية - الأصول العلمية والتحليل الأساسي**، دار زمزم، الأردن، (ب.س)، ص 32-33.

³ عاطف وليم أندراوس، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص 18.

المخاطر التي يمكن أن تحدث عند تغير أسعار الأوراق المالية، التي يمتلكها أو التي يريد شراءها في المستقبل.¹

والشكل التالي يوضح أقسام سوق الأوراق المالية:

الشكل رقم (1-1): شكل يوضح أنواع سوق الأوراق المالية



المصدر: عيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة - أهميتها، أنواعها واستراتيجياتها، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص 42.

المطلب الثاني: إدارة سوق الأوراق المالية والأطراف المتعاملة فيها

وسنتطرق من خلال هذا المطلب إلى:

أولاً: إدارة سوق الأوراق المالية المنظمة للبورصة

تدار البورصة من خلال مجموعة من التقسيمات الإدارية والتنظيمية يتمثل جلها بالتالي:

1. لجنة أو مجلس إدارة البورصة

وتتكون من عدد من السماسرة المنتخبين، ولها مكتب مكون من رئيس ونائب وأمين صندوق، ويتفرع عنه لجان فرعية، وتكون هذه اللجان بمثابة مجلس إدارة للبورصة حيث تختص بضمان حسن سير العمل، وممارسة دور السلطة التأديبية على المندوبين والوسطاء والسماسرة وتحديد الحد الأدنى والأعلى للأسعار.

¹ زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009، ص ص 46-47.

2. الجمعية العامة

وتتكون من أعضاء سوق الأوراق المالية حيث تختص بإنتخاب لجنة أو مجلس إدارة السوق والتصديق على الميزانية العمومية والحسابات الختامية ومناقشة كافة الأعمال والأنشطة.

3. اللجنة العليا أو هيئة الأوراق المالية

وتختلف من سوق إلى أخرى، إلا أنها غالبا ما تختص بإتخاذ كافة الإجراءات الكفيلة بتطبيق القوانين والأنظمة والإجراءات ذات العلاقة.

4. هيئة التحكيم

وتختص بالفصل في جميع المنازعات التي قد تحدث بين الأعضاء بشرط أن يكون هناك إتفاق على التحكيم، وتكون قراراتها ملزمة للأطراف المتنازعة.

5. مجلس التأديب

ويكون برئاسة رئيس لجنة سوق الأوراق المالية أو نائبه، وعضوية أحد الأعضاء العاملين، ويختص بالفصل في المخالفات وفقا للقوانين والأنظمة القائمة.¹

6. مندوب الحكومة

تكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح وهو يلتزم بحضور اجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة سوق الأوراق المالية ومجلس التأديب وهيئة التحكيم واللجان الفرعية المختلفة.²

ثانيا: الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية

توجد العديد من المتعاملين في سوق الأوراق المالية، ويمكن تقسيمها إلى ثلاث فئات رئيسية وهي:

1. فئة المقرضين أو المستثمرين

وهي تمثل مصدر الأموال في سوق الأوراق المالية، وتشمل هذه الفئة على الأفراد والمؤسسات التي تزيد دخولها النقدية عن حاجاتها الاستهلاكية، فترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي، وذلك من خلال عمليات الإقراض المباشر أو المتاجرة بالأوراق المالية.

فلاحظ أن مدخرات الأفراد تبقى في حقيقة الأمر هي المصدر الرئيسي للاستثمار وذلك بدون النظر إلى المؤسسات المالية والبنوك التجارية المتخصصة وشركات التأمين والاستثمار، وذلك لأن الفوائد النقدية المجمعة لدى هذه المؤسسات ليس سوى محصلة لمدخرات الأفراد.³

¹ فيصل محمود الشواور، مرجع سابق، ص 59-60.

² مصطفى كمال طه وشريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 91.

³ وليد صافي وأنس البكري، مرجع سابق، ص 40.

2. فئة المقترضين أو المصدرين

وتتضمن هذه الفئة الأفراد أو الهيئات التي تكون بحاجة إلى أموال، حيث أن إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية، وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال، ولكنه يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة متخصصة أو بيت سمسة أو شركة استثمارية... الخ، أما بالنسبة للأفراد فيمكن الاقتراض من المؤسسات المالية في صورة القرض المباشر حيث يتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقد مبرم بين المقرض (المؤسسة المالية) والمقترض (الفرد) وعادة ما يدون في هذا العقد، القيمة الاسمية للقرض والمدة الزمنية للقرض وسعر الفائدة وتواريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض.¹

3. فئة الوسطاء الماليين

تتعدد أشكال وأنواع الوساطة المالية ما بين مصرفية وغير مصرفية وبين ما يأخذ منها شكل الوساطة التعاقدية أو الوساطة الاستثمارية، إلا أن ما يهم في هذه الجزئية هو تناول الوساطة الاستثمارية، وهي التي ليس لها الحق في إصدار أو بيع أي أصول مالية للحصول على احتياجاتها من الأموال إكتفاءً بدورها كحلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، وعادة ما يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصاً له بممارسة هذا الدور بموجب قانون هيئة سوق المال وأنظمتها وتعليماته، حيث لا تسمح التعليمات المنظمة لبورصة الأوراق المالية للمستثمر ببيع أو شراء الأوراق المالية بنفسه أو بشكل مباشر، الأمر الذي يستوجب لجوئه إلى وسيط معتمد ومصرح له بالتعامل في الأوراق المالية داخل بورصة الأوراق المالية يطلق عليه سمسار البورصة.

ويمكن للوسيط أن يقوم أيضاً بالإضافة إلى دوره كسمسار دور صانع السوق وأيضاً دور المتعهد لتغطية إصدار معين ويتوقف ذلك على الترخيص الممنوح له من هيئة سوق رأس المال (الهيئة المشرفة على إدارة السوق)، ويلاحظ في هذا الصدد أن الاتجاه الحديث هو الجمع في كثير من المؤسسات المالية للوساطة بين مجموعة هذه الأنشطة.²

فالسمسار هو الشخص ذو الكفاءة والخبرة المختص في شؤون الأوراق المالية من بيع وشراء مقابل حصوله على العمولة من البائع والمشتري معاً، بالإضافة إلى فئة السماسرة يوجد فئة تابعة لهم تتمثل في:

- المندوب الرئيس: وهو من مساعدي السمسار ويعمل عنده لاسمه ومقابل الأجر؛
- الوسيط: وهو أيضاً من مساعدي السمسار وهو بمثابة أداة الاتصال بين العميل والسمسار.³

¹ حسني علي خريوش وآخرون، الأسواق المالية- مفاهيم وتطبيقات، د.لر زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص ص 25-26.

² محب خلة توفيق، الهندسة المالية- الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والإستثمار، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص ص 68-69.

³ فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص 61.

المطلب الثالث: وظائف الأسواق المالية وأهميتها

تقوم سوق الأوراق المالية بمجموعة من الوظائف، كما تستحوذ على أهمية خاصة نظرا لما تزاوله من نشاط، وعليه سنتطرق في هذا المطلب إلى:

أولاً: وظائف سوق الأوراق المالية

ومن أهم الوظائف التي تقوم بها سوق الأوراق المالية ما يلي:

- تسهيل انسيابية رأس المال بين المدخرين والمستثمرين؛
- المساهمة في تعظيم الثروة الممثلة في القيمة الرأسمالية للأوراق المالية وإرتفاع قيمة السهم، وتوفير أشكال متعددة من الأدوات المالية والمجالات الاستثمارية وإتاحتها إلى جمهور المستثمرين وتسهيل تداولها وتسييلها، مما يقلل درجة المخاطر؛¹
- تؤمن سوق الأوراق المالية جو المنافسة الضروري لتأمين حرية المبادلات التجارية، وفي حالة الإنعاش الاقتصادي يلاحظ كثرة التعامل فيها ويدفع الرغبة في تحقيق ربح أوفر للمتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى استباق الحوادث وبالتالي إلى دفع عجلة الاقتصاد إلى الأمام وفي حالة الركود الاقتصادي يلاحظ كساد الأوراق المالية؛
- تقوم سوق الأوراق المالية للبضائع بدور هام في حماية المبادلات التجارية من التقلبات الفجائية للأسعار وفي توثيق علاقة المنتج بالتاجر وتأمين أسباب التمويل للمصانع والعمل على استقرار الأسعار؛
- تشكل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين جميع الفعاليات الاقتصادية. فسوق الأوراق المالية والبنوك التجارية وبنوك الادخار والمضاربين والمستثمرين، عبارة عن حلقة من حلقات سلسلة مرتبطة أجزاؤها ببعض تتوقف قوتها الكلية على قوة كل حلقة منها فإذا ضعفت واحدة من تلك الحلقات لم تقوى السلسلة على تحمل العبء؛²
- توسيع قاعدة الملكية والمديونية لهيكل رأس المال للشركات المساهمة؛³
- تشجيع الادخار وتسهيل عمليات الاستثمار: ففي بعض الأحيان يكون هناك فائض مالي لدى الشركات أو الأفراد إما لموسمية أعمالهم أو لوجود كساد مؤقت يطرأ على هذه الأعمال مما ينتج عن ذلك فائض من السيولة، لذا فإنهم يلجؤون إلى استثمارات وقت الحاجة إليها؛⁴
- بيع الحقوق وشرائها دون مساس بأصل الثروة الممثلة بأصول للمشروع؛

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 41.

² عيد القادر الحمزة، مرجع سابق، ص 10-11.

³ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 25.

⁴ عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، إدارة المشآت المتخصصة للبنوك - منشآت التأمين - البورصات، المكتبة العصرية، مصر، 2009، ص 300.

- بيان المعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة ومواقعها وتكاليفها؛¹
 - نشر الوعي الاستثماري بين المدخرين والمقترضين؛
 - إيجاد سوق مستمرة من خلال إيجاد مشتريين وبائعين دائمين؛
 - تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المستثمرين؛
 - المساعدة على التنبؤ باتجاهات الأسعار وحجم الإنتاج في المستقبل.²
- وتعتبر سوق الأوراق المالية سوقا مثالية قائمة على قانون العرض والطلب الذي من خلاله يمكن تحديد السعر ويرجع ذلك للأمر التالية:
- تجرى عملية سوق الأوراق المالية في جلسة واحدة تؤدي إلى إحداث سعر واحد يكون مقياساً للأسعار داخل السوق وخارجها في فترة معينة من الزمن؛
 - تؤمن سوق الأوراق المالية حرية المنافسة والمساومة وعدم التحكم في الأسعار من أطراف أو جهات معينة؛
 - توافر العلانية الكافية حيث تجري العمليات عن طريق المناداة والقيود بصورة واضحة على ألواح معروضة للجمهور؛
 - أن صلات مختلف أسواق الأوراق المالية مع بعضها في البلد الواحد أو في مختلف البلدان تؤدي إلى جعل التسعيرة موحدة داخليا ودوليا وتتجلى هذه الوحدة بتعادل الأسعار في مخالف الأسواق العالمية مما يؤدي إلى اعتبار العالم سوقا واحدة.³

ثانياً: أهمية سوق الأوراق المالية

- تؤدي سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في النهوض بالمستوى الاقتصادي، وقد وصل الأمر إلى درجة قياس المستوى الاقتصادي لدولة ما بمستوى نشاط وتطور نشاط بورصات الأوراق المالية،⁴ وفي ما يلي عرض لأهمية وجود سوق الأوراق المالية:
- أصبحت أداة اقتصادية فعالة في التكيف مع المتغيرات الاقتصادية في عالمنا اليوم؛⁵
 - الحفاظ على حيوية ودافعية الاستثمار، بالإضافة إلى أنها تعمل على سهولة تحريك رؤوس الأموال بوجه عام؛

¹ أحمد السعد، مرجع سابق، ص 23.

² فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص 59.

³ عيد القادر الحمزة، مرجع سابق، ص 11.

⁴ عبد الباسط كريم مولد، مرجع سابق، ص 32.

⁵ عصام حسين، مرجع سابق، ص 28.

- يمكن للدول النامية أن تحقق نمو اقتصادي سريع وتحسين مستوياتها المعيشية، وتوسيع الأسواق المالية المحلية بواسطة جهازها؛¹
- تمثل سوق الأوراق المالية حلقة وصل بين المدخرين من أفراد ومؤسسات ادخار مختلفة وبين الشركات والمشروعات الإنتاجية؛
- تؤدي سوق الأوراق المالية دورا هاما في توفير السيولة للمستثمرين الذين قاموا باقتناء الأوراق المالية من السوق الأولية (سوق الإصدار)، فهؤلاء لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها للأبد ولا يمكنهم في الوقت نفسه استرداد قيمتها من الشركات المصدرة قبل انتهاء مدتها وحلها، فإن لم توجد سوق الأوراق المالية (السوق الثانوية)، ما كان للسوق الأولية أن تؤدي دورها بكفاءة؛
- إن كفاءة سوق الأوراق المالية تساهم في رفع كفاءة الشركات والمؤسسات الإنتاجية وزيادة حيويتها، كما تساهم في جذب متعاملين جدد؛
- تساهم سوق الأوراق المالية بشكل فعال في خصخصة القطاع العام من خلال عرض الأوراق المالية للمشروعات التابعة للقطاع العام في السوق حيث- بعد تقييم الشركات العامة المراد خصصتها عن طريق بيوت الخبرة والاستشارة تقييما بسعرها السوقي- يتم الإعلان عن الشركة المرغوب خصصتها عن طريق بيعها بسوق الأوراق المالية.²

¹ بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013، ص 22.

² عبد الباسط كريم مولد، مرجع سابق، ص ص 32، 37.

المبحث الثاني: الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية

إن الأدوات المتعامل بها في سوق الأوراق المالية نوعان، أحدهما يعبر عن الملكية وأهم أدواتها الأسهم، والآخر يعبر عن المديونية وأهم أدواتها السندات، هذه الأدوات تعتبر مصادر تمويلية طويلة ومتوسطة وقصيرة الأجل وهي الأداة الرئيسية التي يتم تداولها في السوق، بالإضافة إلى أدوات استثمارية حديثة تسمى المشتقات المالية وهي مشتقة من الأدوات الاستثمارية التقليدية كالأسهم والسندات. وعليه نتطرق في هذا المبحث إلى:

المطلب الأول: أدوات الملكية في سوق الأوراق المالية

وسنتطرق في هذا المطلب إلى:

أولاً: تعريف السهم

يمكن تعريف السهم على أنه صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول، ويمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة لا سيما حقه في الحصول على نسبة من الأرباح، ونصيب في موجودات الشركة عند تصفيتها.¹

تمثل الملكية في الشركات التي تقوم بطرحها وبيعها في السوق عند التأسيس أو عند ما تحتاج إلى تمويل إضافي من الملكية لتمويل توسعاتها الاستثمارية، كذلك يمكن للمستثمرين إعادة بيعها بانتظام سواء بغرض الحصول على نقدية أو تعديل محافظ استثماراتهم الحالية.² من خلال ما سبق نستخلص أن السهم هو ورقة مالية لها قيم متساوية، قابلة للتداول وتخول لحاملها الحق في ملكية جزء من رأس مال الشركة التي أصدرتها.

وللسهم عدة قيم نوجزها في ما يلي:

- قيمة اسمية: تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم عند إصداره؛
- قيمة دفترية: هي القيمة المثبتة بسجلات الشركة المصدرة للسهم. تمثل ما يصيب السهم الواحد من حق الملكية: رأس المال المدفوع + الأرباح المحتجزة؛³

عدد الأسهم

- قيمة سوقية: تتمثل في القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية؛⁴

¹ محمد وجيه الحيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، دار النفائس، عمان، الأردن، 2010، ص 47.

² محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص 58.

³ أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 37.

⁴ منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 7.

- **قيمة تصفوية:** هي القيمة التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها في حالة تصفية الشركة وسداد الالتزامات التي عليها وكذلك حقوق حملة الأسهم الممتازة.¹

ثانيا: أنواع الأسهم

يمكن تقسيم الأسهم بناء على معايير مختلفة:

1. تقسيم الأسهم حسب الشكل

أ. **أسهم اسمية:** هي الأسهم التي تحمل اسم المساهم وتفيد بدفاتر الشركة حتى تثبت ملكية المساهم، ويجري تداولها بطريقة تغيير القيود في دفاتر الشركة.²

ب. **أسهم لحاملها:** يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها، ومن أهم مزايا هذا الشكل من أشكال الإصدار أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية، إذ تكتسب ملكية السهم في هذا النوع بمجرد استلامه، ولكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو الضياع، لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم.³

ج. **أسهم لأمر:** هذا النوع من الإصدار يتم ذكر اسم مالكة في شهادة الإصدار مقترنا بشرط الأمر والإذن، والمقصود بذلك أن يتم انتقال ملكية السهم بواسطة تظهير الشهادة دون الحاجة للرجوع للشركة.⁴

2. تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم

أ. **أسهم نقدية:** وهي الأسهم التي يقوم المساهم بتسديد قيمتها نقدا، وقد تكون محررة أي مدفوعة بالكامل، أو غير محررة أي مدفوعة جزئيا والمنتقي دينا على المساهم.

ب. **أسهم عينية:** يسد المساهم قيمتها عينا في شكل عقارات أو آلات أو بضاعة، ويجب أن تكون محررة بالكامل، ولا يجوز تداولها قبل التضيد وتقييم الحصة العينية بالنقد، وعادة تخصص للمؤسسين.⁵

ج. **أسهم مختلطة:** وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي نقدا.⁶

¹ حسني علي خريوش وآخرون، مرجع سابق، ص 57.

² ميسون علي حسين، مرجع سابق، ص 80.

³ صلاح الدين شريط، **صناديق الإستثمار في سوق الأوراق المالية**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص 123.

⁴ دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 181.

⁵ محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 50.

⁶ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 123.

د. **الأسهم المجانية:** هي أسهم يتم توزيعها على المساهمين من فائض الإحتياطي القانوني وتسمى كذلك بأسهم المنحة.

3. تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها

أ. **أسهم عادية:** يقسم رأس مال الشركة المساهمة إلى حصص متساوية القيمة تسمى كل حصة سهما، ويترتب على مبدأ المساواة في الحقوق التي يعطيها السهم لمالكه والالتزامات التي يترتبها تبعا لذلك، حيث يعد مالك السهم العادي مالكا لجزء من الشركة في حدود قيمة السهم ويعطيه الحق في الحصول على الأرباح ونواتج التصفية.¹

وتتمتع الأسهم العادية بجملة من الخصائص تقابلها مجموعة من العيوب نذكرها فيما يلي:

❖ خصائص الأسهم العادية:

- تحقيق أرباح رأسمالية وأرباح جارية؛
- سهولة تداولها في السوق وتحويلها إلى سيولة؛
- انخفاض تكاليف التداول وسهولة نقل الملكية؛
- تتمتع بارتفاع العائد مقارنة بالأدوات الاستثمارية الأخرى؛²
- الأسهم العادية لا يجوز مطالبة الشركة بتسديد قيمتها إلا عند التصفية، وبالتالي يحق لجميع حملة الأسهم المشاركة في متحصلات التصفية؛
- الأسهم العادية قابلة للتداول في البورصة، وبالتالي إمكانية إنتقال ملكيتها من مساهم إلى آخر كما يجوز أن تصدر الشركة أسهما جديدة إذا رغبت في زيادة رأس مالها.³

❖ عيوب الأسهم العادية:

- إن إصدار أسهم عادية جديدة يؤدي إلى توسيع قاعدة السماسرة، وهذا يحدث تغيير في مجلس الإدارة ومن ثم احتمال فقدان مجلس الإدارة للسيطرة يكون كبيرا لأي جهة تستطيع شراء كميات كبيرة من الأسهم وبالتالي الضغط على الإدارة؛
- إن توسيع قاعدة المساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم؛
- توزيعات الأرباح التي تجريها الشركة لا تمثل مصروفا لغايات الضرائب، أي أنها لا تخفف من العبء الضريبي؛
- إن طرح الأسهم قد يكلف الشركة مصاريف عالية.⁴

¹ مصطفى كمال طه وشريف مصطفى كمال طه، مرجع سابق، ص 23.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 209.

³ صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 124.

⁴ حسني علي خريوش، مرجع سابق، ص 60.

❖ حقوق حملة الأسهم العادية:

- حق الحصول على الأرباح التي يتقرر توزيعها؛
- حق اقتسام أصول الشركة عند تصفيتها؛
- حق الإطلاع على دفاتر الشركة؛¹
- الحق في استرداد قيمة السهم؛
- حق التصويت في الجمعية العامة.²

ب. أسهم ممتازة: هي عبارة عن أوراق مالية يمتلكها عدد محدود من المستثمرين تساوي حصة كل واحد منهم في رأس مال الشركة وتقع هذه الأسهم بين الأسهم العادية والسندات، إذ يتحدد لها توزيعات أرباح معرفة مقدما لحامل هذا السهم كما أنه لا يوجد التزام قانوني يدفع هذه التوزيعات وتدفع فقط في حالة إقرار مجلس الإدارة لها. الأسهم الممتازة تعطي الحق لممتلكها التمييز في الكثير من الأتي أو بعضه وأولها التمييز في الأرباح، كزيادة النسبة لهم أو الحصول عليها أولا وامتياز الحصول على قيمة الأسهم حالة التصفية قبل الشركاء، وامتياز في ضمان رأس المال والربح وامتياز في الأصوات في الجمعية العمومية، وامتياز في كون الشركاء الأصليين هم الأولى في توسيع أعمال الشركة.³

❖ حقوق حملة الأسهم الممتازة:

- لأصحاب الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة المصدرة توزيعها؛
- غالبا ما يضع نظام الشركة المصدرة حدا أقصى لمقدار ما يوزع من الأرباح على أصحاب الأسهم العادية؛
- لا يتمتع أصحاب الأسهم الممتازة بحق التصويت بشكل دائم؛
- تتمتع الأسهم بالأولوية في استرداد قيمتها (أو جزء من هذه القيمة) في حالة تصفية الشركة المصدرة.⁴

¹ محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 51.

² المحامي ميشال الشرتوني، *الوجيز في الدراسات المصرفية والتجارية*، المؤسسة الحديثة للكتاب، بيروت، لبنان، 2010، ص 57.

³ حيدر عباس عبد الله الجنابي، مرجع سابق، ص 31.

⁴ مروان عطون، *الأسواق النقدية- البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال*، ديوان المطبوعات الجامعية، ط4، بن عكنون، الجزائر، 2008، ص 85.

4. التوجهات الجديدة للأسهم

بالإضافة إلى ما سبق ذكره من أنواع الأسهم، تم استحداث أنواع جديدة منها:

أ. التوجهات الجديدة للأسهم العادية:

– **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** حامل هذا السهم مالك لقسم معين من أقسام المنشأة حيث أن لهذا القسم أسهما خاصة بأشخاص معينين ولحامل هذا السهم المشاركة في أرباح القسم وتحمل خسائره، بغض النظر عن المركز المالي لبقية الأقسام في المنشأة. إن نجاح هذا القسم في أداءه يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم ونصيبه من الأرباح الموزعة. من مخاطر هذه الأسهم أنها تحدث نوع من تضارب المصالح بين المستثمرين.¹

– **الأسهم العادية ذات الأرباح المخصصة من الربح الخاضع للضريبة:** حسب التشريع الضريبي الأمريكي، فإنه يسمح للمؤسسات التي تتبع حصة من أسهمها العادية إلى عمالها بخضم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، أي هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي.²

– **الأسهم العادية المضمونة:** الأصل ففي السهم العادي أنه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المنشأة التي أصدرته، وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية. غير أنه في عام 1984 ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض، إذا ما إنخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محدودة عقب الإصدار، أما إذا لم يصل انخفاض القيمة إلى الحد المعين، أو إذا تجاوز الانخفاض الحد ولكن بعد انتهاء الفترة المنصوص عليها، فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض.³

ب. التوجهات الجديدة للأسهم الممتازة

– **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** ظهرت هذه الأسهم لتعويض حملة الأسهم العادية المضمونة حيث عند المضمونة حيث عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، تلجأ المؤسسة إلى تعويض الملاك الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتازة لها بعض الصفات الخاصة من ضمنها الحق في التصويت كبقية الأسهم العادية.⁴

– **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** الأصل أن توزيعات الأسهم الممتازة ثابتة بنسبة معينة من القيمة الاسمية للسهم وفي عام 1986 ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية ولأول مرة نوع جديد من

¹ أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص ص 43-44.

² بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 60.

³ منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال- الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2014، ص 19.

⁴ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 60.

الأسهم الممتازة ترتبط فيها التوزيعات بمعدل العائد على نوع من سندات الخزنة، على أن يجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاثة شهور بناء على التغير الذي يطرأ على معدل العائد على تلك السندات، وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم، عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات 7,5% من القيمة الاسمية للسهم، وإن كان يشترط أيضا أن لا تزيد النسبة عن 15,5% من تلك القيمة.¹

المطلب الثاني: أدوات المديونية في سوق الأوراق المالية

تعتبر السندات من أهم أدوات المديونية المتداولة في سوق الأوراق المالية وتتميز بالعديد من الخصائص والمميزات والأنواع.

أولاً: تعريف السندات

هي شهادات اقتراض ذات آجال مختلفة يلتزم مصدرها (المقترض) بموجبها بتسديدها في موعد استحقاقها إلى حاملها مع فوائد دورية عادة ما تكون سنة.²

هو صك مديونية تستخدمه الشركات كوسيلة للإقراض، حيث يتعهد مصدر السند أن يدفع لحامل السند فائدة أو (كوبون) محدد مسبقاً صول مدة السند وأن يرد القيمة الاسمية للسند عند حلول تاريخ الاستحقاق، لذلك حامل السند يعتبر مقرض للشركة وليس مساهم فيها.³

وعليه يمكن القول أن السند هو وثيقة تثبت وجود علاقة مديونية فيها، حامله هو دائن للجهة المصدرة (المدين) أي يخول له الحصول على قيمة السند الاسمية عند تاريخ الاستحقاق وكذا الحصول على فوائد.

ثانياً: خصائص السندات

– يعطي السند الحق في الحصول على عوائد دورية ثابتة في أغلب الأحيان، وبالإضافة إلى ذلك يجوز بصورة استثنائية أن يشترط حصول حامل السند على زيادة في الفائدة الثابتة بنسبة مئوية من الأرباح ويسمى السند في هذه الحالة (سند في الأرباح) دون أن يعد حامله لهذا السبب مساهماً إذ يشترط أن لا يسمح له بالتدخل في الإدارة؛

– لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له؛

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 31.

² عبد الكريم جابر العيساوي، التمويل الدولي-مدخل حديث، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن، 2011، ص 173.

³ عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، مرجع سابق، ص 285.

- يعتبر حامل السند دائما بالنسبة للشركة فلا يجوز لها أن تعدل التعاقد الذي يربطه بالشركة ولا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد، ويستوفي حملة سندات القروض فائدة ثابتة سواء ربحت الشركة أم لم تريح؛¹
- مصدر من قبل شركات الأموال؛
- تساوي القيمة الاسمية للسندات وذلك في إطار الإصدار الواحد من حيث الحقوق والالتزامات وشروط إصدارها؛
- قابلية السندات للتداول، شأنها في ذلك شأن الأسهم، وتتوقف طريقة تداولها على شكلها، فإذا كان السند اسميا فيتم نقل ملكيته بالقيود في سجلات الشركة، والقيود لدى مركز إيداع الأوراق المالية إن كان السند مودعا ومسجلا في البورصة. أما إذا كان السند إذنيا فينتقل بطريقة التظهير، أما إذا كان السند للحامل فيجري انتقاله بالمناولة اليدوية، أي بمجرد التسليم.²

ثالثا: أنواع السندات

تتنوع السندات حسب وجهة نظر مستخدميها، لذا يمكن أن نميز بين السندات وفق المعايير التالية:

1. حسب جهة الإصدار

- سندات حكومية: وهي عبارة عن سندات تصدر عن الحكومة أو المصالح أو الهيئات الحكومية وتكون مضمونة من الحكومة؛
- سندات الشركات: وهي تلك السندات التي تصدر عن الشركات والمؤسسات المالية.³

2. من حيث مدة الأجل

- قصيرة الأجل: تستحق خلال سنة وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبيا؛
- متوسطة الأجل: تستحق خلال مدة 05 إلى 07 سنوات وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبيا؛
- طويلة الأجل: تاريخ استحقاقها يكون أكثر من 07 سنوات وتكون فوائدها عالية نسبيا.

3. من حيث الشكل

- سندات اسمية: لا تنتقل ملكيتها إلا بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية؛
- سندات لحاملها: تنتقل ملكيتها بمجرد الاستلام ولا يذكر فيها اسم المستثمر.⁴

¹ عبد القادر الحمزة، مرجع سابق، ص 28.

² عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص 122-125.

³ مصطفى كمال طه، مرجع سابق، ص 25-26.

⁴ فيصل محمود الشواربة، مرجع سابق، ص 77-78.

4. من حيث الضمان

- مضمونة: أي مرهونة بأصول معينة كالأراضي والمباني والتجهيزات، فعند تصفية الشركة المصدرة أو عدم وفائها بالتزامها تجاه أصحاب السندات فإنهم نظريا يستطيعون التصرف بهذه الأصول واستيفاء حقوقهم؛
- غير مضمونة: إن الضمانات الفعلية لهذه السندات هي إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي (قدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه دائنيها).¹

5. من حيث الجنسية

- محلية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين؛
- أجنبية: تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين أجانب ويتم التداول عليها أيضا في الداخل؛
- دولية: تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين محليين كتلك التي يصدرها البنك الدولي.

6. من حيث طبيعة الفائدة

- فائدة ثابتة: يكون دفع الفوائد بصفة دورية وثابتة؛
- فائدة متغيرة: تكون الفائدة عليها متغيرة وتتغير نسبيا على ضوء تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق.

7. من حيث قابلية التحول

- قابليتها للتحويل: تعطي لصاحبها الحق باستبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معين وخلال مدة معينة؛
- غير قابلة للتحويل: لا تعطي صاحبها أو حاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية للشركة المصدرة.²

ويمكن إبراز الفرق بين الأسهم والسندات من خلال الجدول التالي:

¹ ضياء مجيد، اليورصات - أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 33.

² فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص 78.

الجدول رقم (1-1): يمثل الفرق بين الأسهم والسندات

السندات	الأسهم
هي حقوق دائنة تمثل ديناً يجب الالتزام بسداده عندما يحين تاريخ الاستحقاق.	هي حقوق ملكية تخول صاحبها حيازة عدد من حصص رأس المال للشركة بقدر الأسهم المشتراة.
لا يحق لهم التدخل في الإدارة والتصويت والترشح عند اتخاذ القرارات إلا إذا أعلنت الشركة إفلاسها.	يحق له التدخل في الإدارة والتصويت والترشح عند اتخاذ القرارات أو غير ذلك.
عند التصفية تكون الأولوية لحامل السند لاسترداد حقوقه.	عند التصفية تدفع لحملة الأسهم حقوقهم بعد حملة السند.
السندات أغلبها يتطلب رهن بعض العقارات أو الضمانات.	ليس ضروريا رهن الموجودات في حالة إصدار الأسهم.
الدخل المتحقق لمالك السند لا ينمو فهو محدد بفوائد ثابتة مهما كانت أرباح الشركة.	ملاك الأسهم تنمو دخولهم بنمو الأرباح وحجمها المتحقق.
للسندات مدة زمنية ثابتة تحسب على أساس القيمة الاسمية للسند حصيلتها.	الأسهم لا تاريخ محدد لاستحقاقها.

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على: ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الإستثمار العيني والمالي، دار وائل، الأردن، 1999، ص ص 120-121.

المطلب الثالث: الأدوات المالية الحديثة

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات المديونية هناك أدوات مالية مستحدثة عرفت إقبالا كبيرا من قبل المتعاملين، كما عرفت انتشارا واسعا في أسواق المال.

أولاً: تعريف المشتقات المالية

وتعرف المشتقات المالية أنها عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية التي تمثل موضوع العقد، كما أنها تستمد قيمتها من قيمة الأصل محل التعاقد.¹

وتتمثل أهمية استخدام المشتقات المالية فيما يلي:

- أداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر؛
- إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية؛
- تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد؛
- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية؛
- الاحتياط ضد مخاطر التغير المتوقع في أسعار الأصول محل التعاقد، أي الاحتياط ضد مخاطر التغير في معدلات العائد، وأسعار الأسهم، وأسعار الصرف وكذلك أسعار السلع، بما في ذلك الذهب والمعادن الثمينة الأخرى؛
- استخدام المشتقات لزيادة السيولة؛
- تقليل كل من تكاليف المعاملات في الأسواق، وتكاليف الأجهزة الرقابية، إلى جانب معالجة المعوقات الإدارية، ومجالات عدم الكفاءة؛
- استخدام المشتقات بهدف الاستثمار والمضاربة والاستفادة من تقلبات أسعار السوق لهذه المشتقات؛
- تشجيع الحكومات المحلية لأسواق المشتقات كعنصر جذب لرؤوس الأموال الأجنبية.²

ثانياً: أنواع المشتقات المالية

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات:

1. العقود المستقبلية

هو اتفاق بين طرفين: الطرف البائع والطرف المشتري، يقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي (سلعة ما) أو أصل ورقي (الأسهم والسندات) في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد. وعلى طرفي العقد أن يودع كل منهما لدى السمسار الذي

¹ محمد وجيه حنيني، مرجع سابق، ص 87.

² جبار محفوظ ومريم عديلة، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة، دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، جامعة- سطيف، 2010، ص 25.

يتعامل معه مبلغ من نقديا أو أوراق مالية حكومية، أدون الخزانة على الأخص، تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد يطلق عليها الهامش المبدئي، والغرض من هذا الهامش هو إثبات الجدية وحسن النية من الطرفين.¹

كما أن للعقود المستقبلية عدة أنواع تتمثل في:

- **العقود المستقبلية لأسعار الفائدة:** وتستخدم هذه العقود أيضا في الحماية ضد تقلبات أسعار الفائدة، وهنا يتم الاتفاق على سعر فائدة عن قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق وحتى تاريخ التنفيذ.²
- **العقود المستقبلية لأسعار الصرف:** تمثل هذه العقود التزاما لشراء (أو بيع) كمية معينة من الصرف الأجنبي في موعد محدد في المستقبل ويسعر معين يتفق عليه في وقت عقد الصفقة، وهذا الالتزام يمكن تداوله لمدة العقد في سوق المستقبلات.
- **العقود المستقبلية لمؤشرات السهم:** في هذا العقد يستطيع المستثمر الذي يحتفظ بأسهم معينة في محفظته الاستثمارية، بيع عدد من العقود المستقبلية على مؤشرات محددة لتلك الأسهم، تعادل قيمتها التعاقدية القيمة السوقية لمحفظته، وذلك بهدف المضاربة أو التحوط.³

2. عقود الخيارات

هو عقد يعطي لحامله الحق في الاختيار، وليس الالتزام في شراء أو بيع أصل مالي محدد خلال فترة معينة، ونظرا لأن مشتري هذا الاختيار له الحق في تنفيذه من عدمه فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق وهو محرر الاختيار مكافأة غير قابلة للرد تسمى ثمن الخيار أو العلاوة تدفع عند التعاقد ولا تعتبر جزء من قيمة العقد.⁴

وتصنف الخيارات إلى نوعين هما:

- **خيار الشراء:** وهي خيارات تعطي الحق لحاملها شراء عدد محدد من الأسهم العادية (100 سهم)، بسعر محدد يسمى سعر الضربة (الممارسة)، خلال مدة محددة مسبقا؛

¹ سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري- قسنطينة، الجزائر، 2005-2006، ص 61.

² شفيق نوري موسى، إدارة المشتقات المالية- الهندسة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2015، ص 169.

³ عيد الكريم جابر العيساوي، مرجع سابق، ص 177.

⁴ سرامة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير تخصص مالية، جامعة منتوري- قسنطينة، الجزائر، 2011-2012، ص 43.

– **خيار البيع:** وهي عقود تعطي الحق لحاملها بيع عدد من الأسهم العادية (100 سهم) إلى محرر الخيار (طرف آخر مثلًا الجهة المصدرة للسهم موضوع العقد)، طبقًا للسعر المتفق عليه (سعر الضريبة) وخلال مدة صلاحية الخيار.¹

3. عقود المبادلات

هو عقد يبرم بين طرفين يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية، وتتضمن هذه العقود والمقايضات التزامًا بين طرفين بمبادلة قدر معين من الأصول المالية أو النقدية أو العينية تتحدد وفقه قيمة الصفقة وقت إبرام العقد على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في وقت لاحق يتفق عليه مسبقًا.²

ويوجد نوعان لعقود المبادلة تتمثل في:

- **عقود مبادلات أسعار الفائدة:** وهي عملية تتم بين طرفين لمبادلة فائدة مسحوبة بتطبيق معدلات ثابتة أو متغيرة، بفائدة أخرى محددة مسبقًا.
- **عقود مبادلات أسعار الصرف:** وهي عملية يتم خلالها تبادل عملات بمعدلات فائدة ثابتة أو متغيرة بين أطراف العقد، مع إرجاع المبالغ المدفوعة في النهاية (تبادل حقيقي).³

¹ أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي، مرجع سابق، ص 72-73.

² علي عبد الغاني اللايد وآخرون، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة، دراسة تطبيقية في سوق الكويت، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 3، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2005، ص 49.

³ لحسن دردوري، دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاساتها على النظام المصرفي، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس- سطيف، الجزائر، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص 8.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

إن الوصول إلى السوق الكفاء يتطلب تحقيق المرونة اللازمة في تداول الأوراق المالية، وتوفير المعلومات اللازمة التي تعمل على تنمية المعارف وكذا تخفيض مخاطر عدم التأكد، وضمان وصولها بسرعة وبطريقة عادلة بين المتعاملين بهدف زيادة نشاطها، وزيادة سرعة التداول بما يعكس إيجاباً على كفاءتها. وسنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم كفاءة السوق ومستويات كفاءتها.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

إن كفاءة سوق الأوراق المالية ترتبط بمدى توافر المعلومات اللازمة والمناسبة للمستثمرين، كما يتطلب أن تتوفر فيه مجموعة من الخصائص والضوابط حتى نستطيع أن نحكم على كفاءته.

أولاً: ماهية المعلومات

إن الأسواق المالية باعتبارها من أهم مجالات الاستثمار التي تتيح للمستثمرين تحقيق الأرباح، فهي تحتاج إلى توفر قدر كافياً من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها حتى تتصف بالكفاءة.

1. تعريف المعلومات

يمكن تعريف المعلومة بأنها عبارة عن مجموعة من البيانات التي تم تجهيزها ولها معنى لمستخدميها وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرارات، ويجب أن تضيف إلى ما ندركه عن مكان أو حدث ما، وأن توضح لمستخدميها شيئاً لا يعرفه أو لا يمكن التنبؤ به، فالمعلومة تعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض من مخاطر عدم التأكد لأي حالة، وحتى تؤدي المعلومة دورها الكامل لا بد أن تتصف بجملة من الخصائص مثل الدقة، الملائمة، توفير المعلومات في الوقت المناسب، الشمول، الاستمرارية أي الانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية وأخيراً العدالة ونعني بها توفر المعلومات والبيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي.¹

2. مصادر المعلومات

- التقارير التي تنشرها الشركات: وتتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات إلى المساهمين مفصلة عن نشاط الشركة، هيكلها، أرباحها... الخ بشكل سنوي، أو ربع سنوي، أو في شكل نشرات إخبارية؛
- التقارير التي تنشرها شركات السمسة: تقوم شركات السمسة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية، توصيات بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية؛
- المعلومات مدفوعة الثمن: وتتمثل في الصحف، المجلات وخدمات الإرشاد الاستثماري؛

¹ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 99.

– قواعد البيانات: تسمح هذه المصادر للمستثمرين بالحصول على المعلومات عن طريق الكمبيوتر "on line" للتعرف على التغير في سعر الأوراق المالية المتداولة، ومن أحدث الخدمات المقدمة ما يعرف باسم "دليل المستثمر الفرد للاستثمار عن طريق شبكة الكمبيوتر" التي تتيح له المفاضلة بين فرص استثمارية متنوعة.¹

وتعد المعلومات المحاسبية من أهم المعلومات التي يجب أن تقوم بتوفيرها بورصة الأوراق المالية، فإن الأسواق المالية العالمية تعطي أهمية كبرى لإعداد المعلومات والبيانات المالية ونشرها بصورة دورية للمستثمرين، حتى أنها أصدرت قوانين تلزم الشركات بإصدار هذه البيانات والإفصاح عنها في أوقات محددة من السنة، لذلك فإن المعلومات المحاسبية تعد المصدر الأساسي في وضع هيكل الأسعار النسبي للأوراق المالية، باعتبارها المحتوى الإعلامي للرسالة الإعلامية المحاسبية والمتمثلة في مجموعة من التقارير، القوائم المالية والمحاسبية والتي تمكن من إبراز المراكز المالية للشركات والأرباح المحققة والمتوقعة مستقبلاً حيث تسهم في إتخاذ القرارات الاستثمارية وبذلك فهي تؤدي دوراً هاماً في تنشيط السوق وتحقيق كفاءته.²

3. دور المعلومات في سوق الأوراق المالية

يظهر دور المعلومات في سوق البورصة في العديد من المجالات نتطرق إلى بعضها فيما يلي:

- تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة؛
- تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية؛
- تساعد المتعاملين في السوق على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقاً لدرجة المخاطر المرتبطة بها؛
- توفر المعلومات يؤدي دوراً هاماً في تحقيق الآلية الخاصة بسوق الأوراق المالية من حيث التوازن بين العائد والمخاطرة، وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار، مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وعدد المتعاملين، وبالتالي تنشيط التنمية الاقتصادية في الدولة؛
- كلما ازدادت درجة الاعتماد على المعلومات كلما ازدادت ثقة المستثمرين وصناع السياسات فيما يتخذونه من قرارات؛

¹ مفتاح صالح ومعارفي فريدة، مرجع سابق، ص 184.

² محي الدين حمزة، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية، دراسة تطبيقية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 23، العدد 01، 2007، ص 141.

– كما يحتاج المستثمرين في سوق الأوراق المالية بصفة أساسية إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع تحقيقها مستقبلا، والمتمثلة في توزيعات الأرباح الرأسمالية وأيضا تقدير درجة المخاطر المتعلقة بالأسهم وتكوين محافظ الاستثمارية الملائمة.¹

ثانيا: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

السوق الكفاء هي السوق التي يكون في حالة توازن مستمر بحيث تتساوى فيها أسعار الأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية وتتحرك هذه الأسعار بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها، والسوق الكفاء هو السوق الذي يحقق تخصيصا كفاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية.²

وتعرف أيضا على أنها ذلك السوق التي يتمتع بقدر عالي من المرونة ويسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية، نتيجة التغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق والذي يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.³ ويمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي تميز السوق الكفاء:

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم؛
- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة؛
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول؛
- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق؛

¹ بن أحمد بن حاسين وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، 2013، ص ص 158-159.

² محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص 41.

³ الداودي خيرة، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح- ورقلة، الجزائر، 2011-2012، ص 87.

- 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 فقط.¹

ثالثا: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

يتحدد الهدف الرئيسي لسوق الأوراق المالية في التخصيص الكفاء للموارد المتاحة، ولتحقيق التخصيص الكفاء لتلك الموارد لابد من توفر سمتان أساسيتان وهما:

- كفاءة التسعير: كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية هي سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المعاملين في السوق -دون فاصل زمني كبير- وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة.

وبذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين.²

- كفاءة التشغيل: وتدعى بالكفاءة الداخلية التي تعني إمكانية تحقيق التوازن في السوق المالية (بين العرض والطلب) دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة مالية عالية التوسط (السمسرة)، أو حتى مزايا استثنائية (تحقيق هامش ربح كبير وفعال فيه) لصناع السوق (التجار والمتخصصين).

ويتضح لنا من خلال استعراضنا لسمات كفاءة السوق المالية، إن كلا من كفاءة التسعير والتشغيل تعتبران من الركائز الأساسية الهامة التي من شأنها المحافظة على استمرار السوق وتحقيق الأهداف المنشودة له والمتمثلة في التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ومن خلال وجود نظام كفاء وفعال للمعلومة المحاسبية تظهر من خلالها المراكز المالية الحقيقية للشركات المدرجة التي بدورها تعكس القيم الحقيقية لأسهمها وأصولها، مما ينعكس على قدرة المستثمر بتوجيه استثماراته نحو الأسهم الأكثر ربحية.³

¹ مفتاح صالح ومعرفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر، 2009-2010، ص 182.

² عصام حسين، أسواق الأوراق المالية - البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 33.

³ عباس كاظم الدعمي، مرجع سابق، ص 210-212.

المطلب الثاني: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية والعلاقة فيما بينها

سننتظر من خلال هذا المطلب إلى النقاط التالية:

أولاً: مستويات كفاءة الأسواق المالية

هناك ثلاث مستويات لكفاءة سوق الأوراق المالية وهي:

– **صيغة الكفاءة الضعيف:** تقضي فرضية المستوى الضعيف لكفاءة السوق بأن المعلومات

التي يعكسها سعر السهم في السوق هي المعلومات التاريخية، من خلال نمط التغيرات السعرية وحجم التعاملات على ذلك السهم. وهو ما يعني أن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم بالمستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعر أو حجم التعامل عليه في الأيام أو الشهور أو السنوات الماضية، هي مسألة عديمة الجدوى، مادام السعر يعكس تلك المعلومات بالفعل. وإن بعض قواعد الاستثمار تستند إلى الأسعار التاريخية وكمثال على ذلك أحد هذه القواعد تنص على أنه ينبغي شراء الأسهم التي أسعارها بقيت منخفضة لمدة 152 أسبوعاً، وقد أجريت العديد من الدراسات لإختيار الشكل الضعيف للكفاءة إذ قدمت الدراسات الأولية أدلة تؤيد الشكل الضعيف لكن الدراسات الحديثة أيدت فكرة حدوث أحداث أو وصول معلومات إلى السوق غير مؤشرة تمنح المستثمرين فرصة لتحقيق أرباح غير طبيعية.¹

– **مستوى الكفاءة شبه القوي:** تقضي صيغة الكفاءة شبه القوية بأن أسعار الأسهم لا تعكس

فقط المغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة لجمهور أو التنبؤات التي تقوم تلك المعلومات عليها سوا تمثلت في معلومة متعلقة بالشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو المنشأة، بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.²

– **مستوى الكفاءة القوي:** تقتضي هذه الصيغة أن سعر السهم الحالي يتأثر بجميع المعلومات

العامة والمتاحة للجميع بشكل علني وكذلك المعلومات التي تمثلها قنوات ذات صلة مباشرة بمصدر المعلومة مثل إدارة الشركة المصدرة للسهم وكبار العاملين، والمؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، إضافة إلى المختصين في تحليل الأوراق المالية وأوضاع السوق، وهذا يعني أنه من غير الممكن لأي مستثمر عام أو مطلع أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو استعان بخبرات محلي ومستشاري الاستثمار

¹ حيدر عباس عبد الله الجنابي، مرجع سابق، ص 32.

² بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسويق، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري - قسنطينة، الجزائر، 2011-2012، ص 58.

في السوق، ويعود السبب في ذلك إلى أن التغيرات في سعر الورقة المالية (السهم) تغييرات عشوائية مستقلة، وإن كان هناك من يملك معلومات خاصة (سرية)، فإن أسعار السوق لن تعكس بالكامل على جميع المعلومات، بعبارة أخرى أنه لا تتوفر الفرص لنشوء ما يعرف بظاهرة إحتكار المعلومات من لذن فئة معينة تمكنها من تحقيق أرباح استثنائية غير عادية، وهذا يعني أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية ستكون في هذه الحالة (صفرًا)، لأن الأسعار السائدة في السوق ستكون في مثل هذه الأحوال معادلة تمامًا لقيمتها الحقيقية، وبالتالي تقتضي الحاجة حينئذ وجود المحللين الماليين.¹

ثانياً: العلاقة بين مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

تحظى الكفاءة الضعيفة للسوق المالي بقبول عام من قبل محلي الأوراق المالية وجمهور المتعاملين في السوق، ويشند الخلاف حول حقيقة افتراضات الشكل شبه القوى والقوى للكفاءة، ويعود السبب في ذلك إلى طبيعة التداخل الخاص بالمعلومات المتعلقة بكل شكل من الأشكال السابقة الذكر، فقد وضع شارب سنة 1990 هذه الأشكال ضمن مجاميع المعلومات وتم تصنيفها من حيث السعة والشمول، أي من المجموعة الأضيق للمعلومات والخاصة بالكفاءة إلى المجموعة الأوسع والأشمل للمعلومات والخاصة بالشكل القوي وهذا يعني تداخل هذه المجاميع من المعلومات بكل شكل من أشكال الكفاءة.² ويتبين من ذلك أن سعر السهم سيكون انعكاس للمجاميع الثلاثة من المعلومات وهي (معلومات الكفاءة الضعيفة، والكفاءة شبه القوية، والكفاءة القوية)، وعليه فإذا كان السوق كفاء بالشكل القوي فلا بد أن يمر بمرحلة الكفاءة الضعيفة والكفاءة شبه القوية. أما في حالة كون السوق بالكفاءة الضعيفة يكون هناك اختلاف كبير بين سعر الورقة في السوق وقيمتها العادلة.

وقد اعترف (Fama) أن الانتقادات الموجهة لفرضية كفاءة الأسواق المالية تزايدت نتيجة ظهور ما يعرف بالشواذ في الأسواق المالية (مثل أثر الحجم)، وكذلك ظهور دراسات تتعلق بأثر نهاية الأسبوع أو أثر شهر جانفي...إلخ، إلى أن عدم وجود بدائل بحثية نظرية، يؤكد على أن نظرية كفاءة الأسواق المالية لازالت النظرية الحاكمة للفكر المالي.

وبناء عليه ولدراسة المستويات المختلفة للكفاءة بحيث تشمل جميع الانتقادات، وبناء على النتائج العملية للدراسات التي تناولت موضوع الكفاءة في الأسواق المختلفة، أعطى (Fama) ثلاث تسميات مغايرة لتلك الواردة في دراسته عام 1970، حيث فضل تسمية الدراسات الخاصة بالمستوى الأول

¹ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سابق، ص 206-207.

² أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 49.

(المستوى الضعيف) بالدراسات الخاصة بالتنبؤ بالعوائد لتشمل دراسة الظواهر الشاذة، واختبار نموذج تسعير الأصول CAPM، والتأثير الموسمي كأثر جانبي... الخ.

كما فضل تسمية المستوى شبه القوي بدراسة الحدث لتشمل دراسة تأثير أحداث سياسية أو اقتصادية أو اجتماعية (سواء على المستوى الكلي أو على مستوى المنشأة) على الأسعار في السوق، من خلال محاولة قياس كيفية استيعاب السوق للمعلومات الناتجة عن ذلك الحدث.

فيما فضل تسمية المستوى الثالث (المستوى القوي) بدراسة المعلومات الخاصة، ليشمل هذا النوع من الدراسات تلك المتعلقة بالإجابة على السؤال الخاص فيها إذا كانت القدرة على التنبؤ بالأسعار ناتجة عن تحركات غير رشيدة في الأسعار (فقاعات) أو تحولات رشيدة وضخمة في توقعات العائد.¹

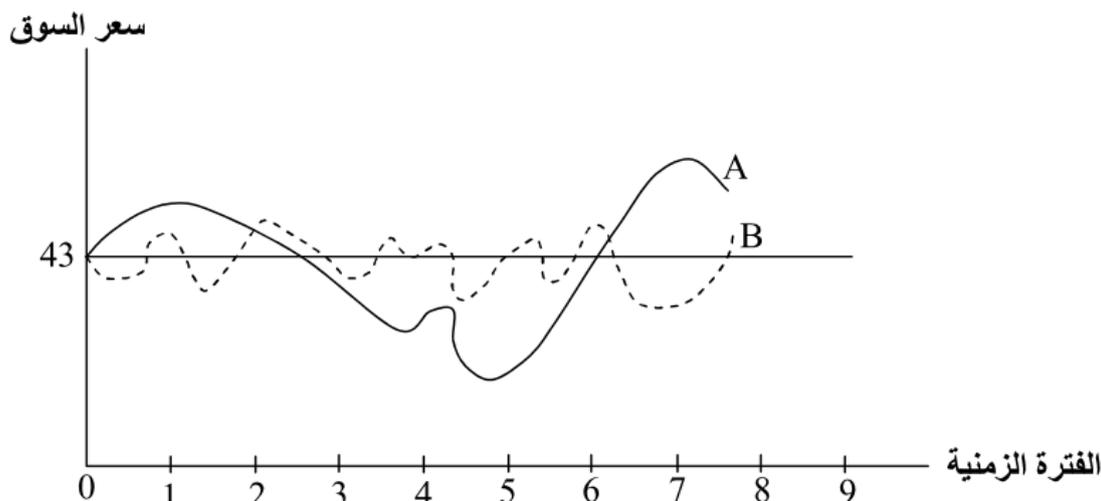
ويمكن قياس كفاءة الأسواق المالية بتوافر عدة خواص من أهمها:

- انخفاض تكلفة التبادل في السوق المالي، ويقصد بذلك تكاليف الصفقات المالية وتعد هذه الميزة في حالة توافرها مؤشرا على الكفاءة الداخلية للسوق المالي؛
 - سرعة تكيف أو استجابة الأسعار السائدة في السوق للمعلومات الجديدة التي تتوافر للمتعاملين فيه، وتعد هذه الخاصية مؤشرا للكفاءة الخارجية للسوق المالي؛
 - أن تعكس المعلومات بطريقة غير متحيزة.²
- والشكل الموالي يعكس طبيعة العلاقة بين الصيغ الثلاثة للكفاءة:

¹ سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص 62-63.

² حيدر عباس عبد الله الجنابي، مرجع سابق، ص 35.

الشكل (1-2): العلاقة بين صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية



المصدر: أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2004، ص 145.

يتضح من الشكل أن سوق الأوراق المالية لكي يكون كفؤً بالشبه القوي فلا بد أن يكون كفؤً بالصيغة الضعيفة أولاً، ولكي يكون كفؤً بالصيغة القوية لا بد أن يكون كفؤً بالصيغة شبه القوي والضعيف، والمنحنى A يعكس التباين الكبير بين سعر الورق المالية في السوق وقيمتها الحقيقية، ليؤشر الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق. في حين المنحنى B يوضح عدم وجود فروقات كبيرة جداً بين سعر الورقة في السوق وقيمتها الحقيقية، إذ تكاد تكون الفروقات مساوية إلى الصفر لتعكس الكفاءة القوية للسوق، في حين تكون الأسعار السوقية في حالة توازن مستمر عندما تتساوى القيمة الحقيقية مع سعر الورقة كما يعكسها الخط المستقيم.¹

¹ أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 145-146.

خلاصة الفصل الأول:

تعد سوق الأوراق المالية بمثابة الركيزة الأساسية للسوق المالي، حيث تحتل مركزا حيويا في النظم الاقتصادي الحديثة نظرا لما تقدمه من وظائف، فهي تعتبر القناة التي يمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي تتمتع بفائض مالي إلى الجهات التي تعاني من العجز أو الاحتياج، وتتكون سوق الأوراق المالية من السوق المنظمة وغير المنظمة التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصفة فورية، والسوق الآجلة التي يتم فيها التداول في المستقبل، حيث يتم التعامل فيها عن طريق تداول الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم والسندات وسندات ومشتقات مالية بمختلف أنواعها، وحتى تتمكن سوق الأوراق المالية من تلبية وظيفتها يجب أن تتمتع بمستوى من الكفاءة، وكفاءة سوق الأوراق المالية ترتبط بمدى توافر المعلومات اللازمة والمناسبة للمستثمرين، فهي تعد أساس اتخاذ القرارات الاستثمارية.

الفصل الثاني

الإطار النظري لصناديق

الاستثمار

تمهيد:

إن هدف المستثمرين في السوق المالي هو تنمية عوائدهم مقابل تدنية المخاطر، لكن الاستثمار في هذه السوق يحتاج إلى تخصيص دقيق ودراية بأحوال السوق وكذا اغتنام الفرص المتاحة والمميزة، كما أن الاستثمار يختلف بين الفردي والجماعي، فالشخص الواحد المستثمر لأمواله قد لا تتوفر لديه الخبرة اللازمة للاستثمار، كما أن المبلغ الذي بحوزته لا يكفي للقيام بمشروع استثماري بالإضافة إلى المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها جراء محدودية نشاطه من حيث نوع الاستثمار، عكس الاستثمار الجماعي الذي يتميز بتوزيع جيد للمخاطر نظرا لتنوع الأنشطة الاستثمارية واتساعها، بالإضافة إلى عدد كبير من المتعاملين وتوفر الموارد المالية الكافية لقيام المشروع، لذلك يتجه المستثمرين للاستثمار عبر الجهات المؤسساتية كصناديق الاستثمار التي تعمل على تجميع أموال المدخرين وتوظيفها، لتحقيق مزايا لا يمكنهم تحقيقها منفردين من عوائد مرضية ومخاطر محدودة، وعليه من خلال هذا الفصل سيتم تناول المباحث التالية:

- **المبحث الأول:** ماهية صناديق الاستثمار؛
- **المبحث الثاني:** نظام عمل صناديق الاستثمار؛
- **المبحث الثالث:** تقييم أداء صناديق الاستثمار.

المبحث الأول: ماهية صناديق الاستثمار

تعد صناديق الاستثمار مؤسسات مالية مهمة للاستثمار في سوق الأوراق المالية، فهي عبارة عن أوعية استثمارية تقوم بتجميع مدخرات الجمهور واستثمارها في الأوراق المالية، إذ توفر للأشخاص الذين لا يمتلكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في الأسواق وتوظيف أموالهم المدخرة عبر أنواع مختلفة من الصناديق بغية تحقيق منفعة لمؤسسيها، للمستثمرين وللاقتصاد ككل.

المطلب الأول: مفهوم صناديق الاستثمار

سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى:

أولاً: تعريف صناديق الاستثمار

لقد تعددت التعاريف حول صناديق الاستثمار ومنها:

تعرف صناديق الاستثمار: أنها تشكيلات من الأوراق المالية المختارة بدقة وعناية ليناسب كل منها أهداف فريق معين من المستثمرين الذين لا تتوفر لديهم موارد مالية كافية أو تنقصهم الخبرة والمعرفة أو لا يتوفر لديهم الوقت الكافي لإدارة استثماراتهم بالشكل الذي يحقق لهم أهدافهم الاستثمارية.¹ كما تعرف على أنها محافظ استثمارية غير تقليدية تعمل على تجميع المدخرات الفردية والأموال الفائضة عن حاجة الأفراد، المؤسسات المالية، والشركات واستثمارها في الموجودات المالية الأمر الذي يؤدي إلى تحويل أكبر قدر من الفوائض المالية المعطلة من وحدات الفائض Surplus Units إلى وحدات ذات العجز Deficit Units.²

وتعرف أيضاً أنها مؤسسات مالية تتميز بالسيولة ذات طبيعة وأغراض خاصة يتم عن طريقها تجميع مدخرات الأفراد في صندوق تديره شركة ذات خبرة استثمارية، لقاء عمولة معينة وهي بمثابة أدوات استثمارية توفر للأشخاص الذين لا يملكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في الأسواق العالمية والمحلية، ولتكوين محافظ استثمارية متنوعة، وأن الخبرة التي يوفرها مدير الاستثمار قد تضمن تحقيق عوائد أعلى مما لو قام المستثمر بمفرده بتشغيل أمواله في أسواق لا يعرف عنها إلا القدر القليل.³

¹ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار - بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 216.

² محمد إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 329.

³ إخلاص باقر النجار، دور صناديق الاستثمار في تفعيل الاستثمار الإسلامي، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 7، العدد 25، جامعة البصرة، العراق، 2009، ص 138.

ويمكن تعريفها كذلك بأنها عبارة عن محفظة استثمارية مشتركة تسمح لعدد من المستثمرين حسب رغبتهم وقدرتهم المالية وبمبالغ مختلفة بالاشتراك فيه من خلال شراء حصة من أصوله، وتستثمر الصناديق الاستثمارية في الأسهم والسندات أو النقد أو العملات أو ما شابه من الأدوات الاستثمارية.¹ من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص التعريف التالي لصناديق الاستثمار: "صناديق الاستثمار هي عبارة عن أوعية استثمارية تعمل على تجميع مدخرات الأفراد وتكوين محافظ استثمارية، عن طريق جهة مختصة ذات الخبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية وتوجيهها إلى الوجهة الاستثمارية الملائمة من أجل تعظيم العوائد وتدنية المخاطر".

ثانياً: نشأة وتطور صناديق الاستثمار

تعود فكرة إنشاء صناديق الاستثمار إلى القرن التاسع عشر، ومرت بالعديد من التطورات والتغيرات التي طرأت على عالم الاقتصاد والمال في العالم حتى وصلت إلى ما هي عليه الآن، وقد بدئ بتنفيذ فكرة صناديق الاستثمار على مستوى العالم في أوروبا وتحديداً في هولندا التي ظهر بها أول صندوق استثماري في سنة (1822)، تلتها إنجلترا في سنة (1870)، غير أن البداية الحقيقية للصناديق الاستثمارية بالمفاهيم القائمة الآن تحققت في الولايات المتحدة سنة (1924)، وذلك حينما تم إنشاء أول صندوق في بوسطن باسم (Masochists Investment Trust) على يد أساتذة جامعة هارفرد الأمريكية.²

وقد شهدت الفترة ما بين الحرب العالمية الأولى وأزمة الكساد الكبير المراحل الأولى لنمو صناديق الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية غير أن خبرة هذه الصناديق كمؤسسة مالية كانت ضعيفة بسبب سوء وضعف إدارة مثل هذه الصناديق.³

وبالنسبة للعالم العربي فقد خاض التجربة نفسها بنسب متفاوتة من النجاح والإقبال، واتسمت أغلب تلك التجارب بأسبقية صدور الصناديق الاستثمارية على صدور الأنظمة والتشريعات اللازمة، وقد جاءت الكويت ثاني دولة بعد السعودية، حيث بدأت تجربتها مع صناديق الاستثمار في عام 1985، ثم تلتها بعض الدول العربية بعد نحو عقد من الزمن.⁴

¹ عصام حسين، مرجع سابق، ص 213.

² قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 215.

³ عبد الغفار حنفي وسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2008، ص 89.

⁴ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 215.

ثالثاً: أهمية صناديق الاستثمار

وتتمثل أهمية صناديق الاستثمار في ما يلي:

- توظيف الأموال المجمعة من أصحاب المدخرات الصغيرة بطريقة تحقق طموحهم في الحصول على عائد مناسب وبمخاطر أقل؛
- المساهمة في استقطاب مدخرات بالعملة الصعبة في استثمارات مجدية تحقق لصاحبها عائد وتعود بالنفع على الاقتصاد الوطني؛
- توفر أداة جذب للاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة التي تبحث عن فرص استثمارية آمنة؛
- تتيح للبنوك العاملة في الجهاز المصرفي من توظيف فائض السيولة لديهم والحصول على معدلات عائد مجزية مع درجة مخاطر أقل؛
- لا يقتصر الاستثمار بواسطة هذه الصناديق على الاستثمار قصير الأجل بل يمكن لها من أن تقوم بالاستثمار متوسط وطويل الأجل مما ينعكس إيجاباً على الاقتصاد الوطني؛¹
- سهولة الاستثمار في صناديق الاستثمار حيث تضع معظم الصناديق حدوداً دنياً للاستثمار فيها لا تتجاوز مبالغ بسيطة تكون في متناول المستثمر ذي الإمكانيات المادية المحدودة؛
- التنوع: حيث تقوم إستراتيجيات الاستثمار داخل صناديق الاستثمار على مبدأ تنوع الاستثمارات بين الأسهم والسندات وودائع البنوك وأذونات الخزانة وغيرها، وهو ما يتيح الفرصة للمستثمرين لخفض المخاطر من خلال التنوع.²

المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار

تصنف صناديق الاستثمار حسب الأوراق المالية المكونة لها إلى ما يلي:

أولاً: من حيث رأس المال

وفقاً لهذا المعيار يمكن تصنيف صناديق الاستثمار إلى:

- **الصناديق المغلقة:** وترجع تسميتها بهذا الاسم لأن هذه الأنواع من الصناديق ذات رأس مال ثابت لا يتغير، حيث قيمة وعدد الوثائق المصدرة الاسمية ثابت في معظم الأحوال ويتم قيد هذا النوع في سوق الأوراق المالية لكي تتم عليها عمليات التداول.³

¹ غسان الطالب، صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق، المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، يومي 6-7 أوت 2014، ص 7.

² الإمام أحمد يوسف محمد وآخرون، دور المراجعة الداخلية في تحسين كفاءة وفعالية صناديق الاستثمار، عمادة البحث العلمي، مجلة علوم الاقتصاد، جامعة كسلا، السودان، 2015، ص 287.

³ سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الرياء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 25.

وحسب القوانين المنظمة لمثل هذا النوع من الصناديق، يفترض عدم إمكانية بيع أي من محتويات الصندوق دون أن يحاط المستثمرون فيه باحتمالاته السوقية عن طريق أمناء الصندوق الذين يبيعون مباشرة إلى العامة أو شركات الوساطة (بما فيهم وكلاء شركات التأمين) الذين يبيعون العديد من المحافظ المالية الصادرة من جهات مختلفة.¹

– **الصناديق المفتوحة:** وهي صناديق تتميز بأنها تفتح المجال أمام المستثمرين للدخول والخروج منها دون قيود تذكر، وأنها تقدم عروضاً مستمرة بلا انقطاع للأوراق المالية الجديدة للبيع لجمهورها، وتتميز صناديق الاستثمار المفتوحة أيضاً بأن عدد الأسهم التي تحتويها محفظة الصندوق غير ثابت وغير محدد وإنما يتقلب نتيجة عمليات البيع والشراء والاسترداد، ويبقى الصندوق مفتوحاً للدخول والخروج منه طالما أن نشاط الصندوق ظل قائماً.²

– **مقارنة بين الصناديق الاستثمار المغلقة والمفتوحة**

يمكن التطرق إلى الفرق بين الصناديق المغلقة والمفتوحة وفق الجدول التالي:

¹ جلال إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية والبورصة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، 2009، ص 176.

² نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 97.

الجدول رقم (2-1): مقارنة بين صناديق الاستثمار المغلقة والمفتوحة

عنصر المقارنة	الصندوق المفتوح	الصندوق المغلق
رأس المال	متغير بصورة دورية حسب رغبة المستثمرين	ثابت ويحدد بنهاية فترة الاكتتاب للوحدة الاستثمارية
الإدراج والتداول في السوق	غير مدرج وغير متداول	مدرج ويتداول في السوق المالي
شراء وبيع الوحدات الاستثمارية	يتم مباشرة مع أمين الاستثمار في مواعيد محددة مسبقا في النظام الداخلي للصندوق	يتم بالتداول بيعا وشراء في سوق الأوراق المالية
أساس شراء وبيع الوحدات الاستثمارية	حسب صافي قيمة الموجودات للوحدة الاستثمارية بتاريخ الشراء أو الإطفاء	حسب القيمة السوقية للوحدة الاستثمارية والتي قد تكون اقل أو أعلى من صافي قيمة الموجودات
مدة الصندوق	غالبا غير محددة	محددة في معظم الأوقات

المصدر: غسان الطالب، صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق، المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، يومي 6-7 أوت 2014، ص 10.

ثانيا: وفقا لمكونات الصندوق

وفقا لهذا المعيار يمكن تصنيف صناديق الاستثمار إلى:

– **صناديق الأسهم العادية:** تقتصر هذه الصناديق على الاحتفاظ والمتاجرة في الأسهم العادية، إذ يقتصر على نوع معين من الأسهم كأن تختار أسهما نامية.¹

¹ غازي فلاح المومني، إدارة المخاطر الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، عمان، الأردن، 2008، ص 29.

إلا أننا نميز فيها بين الصناديق التي تدار باستمرار ويقظة، والصناديق التي لا تحظى سوى بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة، وهي تلك التي لا تبدل الإدارة من جانبها مجهودا لاختيار التشكيلة لأنها تسعى إلى تحقيق عائد مماثل لعائد السوق.¹

– **صناديق السندات:** يقصد بهذه الصناديق تلك التي تتكون من سندات فقط، حيث تتكون محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق من تشكيلة من السندات التي تصدرها المنشآت المختلفة وبعض السندات التي تصدرها الحكومة.²

– **الصناديق المتوازنة:** تعتمد هذه الصناديق على تشكيل محافظ متوازنة من الأسهم والسندات وعادة ما يستثمر مديرو هذه الصناديق من 50 إلى 60% من أموالهم في الأسهم مع الاحتفاظ بالباقي في صورة سندات نقدية.³

– **صناديق الاستثمار النقدية:** ويقصد بها تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة الأوراق المالية قصيرة الأجل، التي عادة ما تتداول في سوق النقد أي من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية، ومن أمثلة تلك الأوراق أدوات الخزينة وشهادات الإيداع، الاستثمار والكمبيالات المصرفية، وعادة يكون الحد الأدنى للمشاركة في أموال تلك الصناديق كبيرا نسبيا.⁴

ثالثا: وفق الأهداف

وفقا لهذا المعيار يمكن تصنيف صناديق الاستثمار إلى:

– **صناديق النمو:** وهي الصناديق التي تحتوي على قسم كبير من الأسهم العادية والتي يكون لها دخل عال ويزداد سنة بعد أخرى من أجل القيمة السوقية للصناديق، مع العلم أن هذه الأسهم تحمل مخاطرة عالية أيضا، وتوجه هذه الصناديق للمستثمرين الذين يريدون تحقيق دخول عالية وسريعة، ولكن على الإدارة أن تكون حذرة لاختبارها الأسهم وتنوعها من أجل عدم الوقوع في أخطار تؤدي إلى خسارة رأس مال الصندوق، لأن الأسهم التي تحقق عوائد عالية تحمل في طياتها مخاطر عالية أيضا.⁵

– **صناديق الدخل:** تتاسب صناديق الدخل للمستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم، لذا عادة ما تشتمل التشكيلة على سندات وعلى أسهم منشآت كبيرة ومستقرة بحيث توزع الجانب الأكبر من الأرباح المولدة بصفة دورية. مثل هؤلاء المستثمرين عادة

¹ خلفان حمد عيسى، إدارة الاستثمار والمحافظ المالية، دار الحاضرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص 92.

² نزيه عبد المقصود مبروك، مرجع سابق، ص 102.

³ سيد سالم عرفة، مرجع سابق، ص 26.

⁴ محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، جامعة الإسكندرية، مصر، 2002،

ص 216.

⁵ غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 30.

ما يخضعون لشريحة ضريبية صغيرة، أو ربما لا يخضعون للضريبة على الإطلاق، وهو ما يعني عدم اهتمامهم بالفرق بين معدل الضريبة على التوزيعات والفوائد ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية.¹

- **صناديق الدخل والنمو:** تناسب صناديق الدخل والنمو المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية نفقاتهم المعيشية، وفي الوقت نفسه يرغبون في تحقيق قدر معين من النمو لاستثماراتهم، وعادة ما تستثمر صناديق الدخل والنمو في الأسهم العادية و الأسهم الممتازة والسندات، وقد تتضمن الأسهم العادية منشآت الخدمة العامة (مياه، كهرباء)، تمارس أعمالهم في مناطق تتسم بمعدلات نمو سكاني مرتفعة، في هذا المجال نميز بين صناديق الدخل والنمو التي تعطي فيها الأولوية لهدف الدخل وصناديق النمو والدخل التي فيها الأولوية لهدف النمو.²
- **صناديق إدارة الضرائب:** تستند هذه الصناديق إلى نظرية التفضيل الضريبي، إذ يقارن المستثمر بين الحصول على العوائد أو احتجازها وإعادة استثمارها في شراء أو إصدار وحدات جديدة (زيادة رأس المال) من أجل تأجيل الضرائب على العوائد الإيرادية لخضوع المستثمرين إلى شريحة ضريبية عالية، لذلك فإنه يقتصر على الربح الرأس مالي عند بيع الوحدات الاستثمارية.³

رابعاً: أنواع خاصة من صناديق الاستثمار

تتضمن هذه الأنواع باقي صناديق الاستثمار التي يمكن تصنيفها وفق المعايير التالية:

1. **صناديق الاستثمار الإسلامية:** وهي أوعية مالية تهدف إلى تجميع أموال المدخرين لاستثمارها في الأوجه والمجالات التي تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية للحصول على الأرباح.⁴
- وتوجد عدة أنواع لصناديق الاستثمار الإسلامية أهمها:

- **صناديق الأسهم الإسلامية:** وتقوم بالاستثمار في أسهم الشركات التي يكون نشاطها مباحاً، لتحقيق أرباحاً من زيادة أسعار أسهم هذه الشركات إلا أن الفقهاء اختلفوا في الشركات التي أصل عملها مباح، ولكنها تمارس بعض الأعمال المحرمة كأن تقرض بفائدة، أو تودع أموالها بفائدة، حيث رأى البعض عدم الاستثمار في أسهمها، والرأي الثاني يرى إمكانية الاستثمار في أسهمها، وعلى مدير الصندوق أن يحسب الدخل الناتج عن أعمال محرمة، ويستبعده من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق، ومخاطر الاستثمار في هذه الصناديق عالية.

¹ منير إبراهيم هندي، **صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين**، منشأة المعارف للتوزيع والنشر، الإسكندرية مصر، 1999، ص 39.

² إخلاص باقر النجار، مرجع سابق، ص 145.

³ محمد إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 138.

⁴ نزيه عبد المقصود مبروك، مرجع سابق، ص 93.

- **صناديق السلع:** وتقوم بشراء السلع المباحة ثم بيعها بأجل، على أن يكون لهذه السلع بورصة منظمة مثل النحاس والألمنيوم والبتترول، يمكن أن تعمل هذه الصناديق بصيغ البيع الآجل، أو المرابحة أو السلم.¹
- **صناديق المرابحة:** تقوم صناديق المرابحة على التمويل بالأجل بطريق المرابحة وبخاصة في أسواق السلع الدولية، فيقوم الصندوق بشراء كمية من سلعة الحديد مثلا بالنقد، ثم بيعها إلى طرف ثالث (غير من اشتراها منه) بالأجل، ويكون الأجل قصيرا في الغالب يتراوح بين شهر وستة أشهر.²
- **صناديق التأجير:** وهي صناديق تقوم باستخدام الأموال المكتتبة في شراء الأصول المولدة وتأجيرها لمدة طويلة إلى العملاء ذي الملاءة بحيث تولد دخلا مستقرا على الاستثمار وتبقى ملكية هذه الأصول للصندوق ويتم تحصيل الإيجازات من المستأجرين أو المستخدمين للأصول وهذه الإيجازات تعد هي مصدر الدخل للصندوق وتوزع بالنسب على المكتتبين ويحصل كل مكتتب على شهادة تضمن وتحدد نسبة ملكيته في الصندوق وتسمى هذه الشهادات "صكوك" وهذه الصكوك قابلة للتداول ويمكن بيعها أو شرائها بالسوق الثانوية ومن يشتري هذه الصكوك يحل محل البائعين في احتفاظه بنسبة الملكية للأصول المتعلقة وتكون عليه كل الالتزامات وله كل الحقوق التي كانت لمالكها الأول وتحدد أسعار هذه الصكوك على أساس قوى العرض و الطلب في السوق.³
- **صناديق السلم:** السلم بيع يؤجل فيه قبض المبيع ويعجل فيه قبض الثمن، ويمكن توليد الربح من بيوع السلع في الصناديق الاستثمارية عن طريق الدخول في عقد سلم محله بضاعة موصوفة في الذمة كالقمح أو الشعير أو الزيوت...الخ.⁴

2. صناديق الاستثمار الأخلاقية (صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا): هي مصطلح عام للاستثمارات واستراتيجيات الاستثمارات التي تأخذ بين الاعتبار المحاولة لخلق التغيير الاجتماعي الايجابي، وتقليل الضرر البيئي ودمج الاعتقادات الدينية أو الأخلاقية.⁵

¹ هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، المؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين، بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، جامعة النجاح الوطنية- نابلس، فلسطين، 2005، ص 19.

² براق محمد وقمان مصطفى، أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية، الملتقى الدولي الأول للاقتصاد الإسلامي الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي -غرداية، الجزائر، 2011، ص 10.

³ نزيه عبد المقصود مبروك، مرجع سابق، ص 110.

⁴ عمر علي أبو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية مفهومها، أنواعها وخصائصها،دراسة تأصيلية، مجلة جامعة المدينة العالمية، السعودية، العدد 12، أبريل 2015، ص 203.

⁵ براق محمد وقمان مصطفى، مرجع سابق، ص 7.

3. صناديق التحوط: ظهر هذا النوع من صناديق الاستثمار لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية

عام 1949، بهدف تجميع الأموال من المستثمرين وتوظيفها باستخدام المستقبليات والخيارات

المالية أو حتى سياسة البيع على المكشوف، من أجل حماية رأس المال وتوليد عوائد ايجابية.¹

المطلب الثالث: مزايا ومخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار

تتمتع صناديق الاستثمار بالعديد من المزايا التي تميزها عن القنوات الاستثمارية الأخرى، ورغم هذه

المزايا يواجه الاستثمار في الصناديق الاستثمارية لجملة من المخاطر.

أولاً: مزايا صناديق الاستثمار

تشمل صناديق الاستثمار على مجموعة من المزايا نذكر فيها ما يلي:

– الإستفادة بخبرات الإدارة المحترفة: في حالة الاستثمار المباشر أي في حالة قيام المستثمر بشراء

أسهم المنشآت من أسواق الأوراق المالية، يصبح لزاماً عليه الاضطلاع بنفسه بكافة متطلبات

العملية، فهو يتخذ القرار الاستثماري بنفسه بما يقتضيه ذلك من بناء التشكيلة الملائمة، ويحتفظ

بسجلات كافة المعاملات للأغراض الضريبية، ليس هذا فقط بل عليه كذلك أن يراقب حركة

الأسعار في السوق، لعله يكشف أسهما ضمن محفظته تباع بسعر أقل من قيمتها الحقيقية

فيتخلص منها، كل هذه المهام يلقي بمسؤوليتها على عاتق الإدارة المحترفة التي تتولى إدارة

صندوق الاستثمار، وذلك إذا ما فضل المستثمر توجيه موارده المتاحة إلى شراء أسهم إحدى

شركات الاستثمار.²

– التنوع الكفاء: في مقدمة مزايا صناديق الاستثمار هي قدرتها على تنويع التشكيلة التي يتكون

منها الصندوق ، بطريقة تسهم في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها حملة أسهمها.³

– المرونة والملاءة: من مزايا صناديق الاستثمار كذلك الاستفادة من المرونة والملاءة، ذلك أنه في

صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة يحق للمستثمر أن يحول استثماراته من صندوق إلى

آخر مقابل رسوم ضئيلة مما يحقق خدمة متميزة للمستثمرين الذين تتغير أهدافهم الاستثمارية من

وقت لآخر، أو على دفعات شهرية أو ربع سنوية أو نصف سنوية أو سنوية.⁴

¹ فتحة كحلي، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي- الشلف، الجزائر، 2010-2011، ص 15.

² علي توفيق الحاج وعامر علي خطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإحصاء العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص ص 176-177.

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 42.

⁴ نزيه عبد المقصود مبروك، مرجع سابق، ص 116.

- **السيولة:** تتسم وثائق صناديق الاستثمار خاصة المفتوحة منها بخاصية السيولة المرتفعة إذ يمكن لحاملها استرداد قيمتها في المواعيد المحددة، وتوفر سيولة تامة لحصة المشترك والمتمثلة في الاستعداد الدائم لتلبية طلبات الاسترداد التي يتقدم بها المشتركون.¹
- **تنشيط حركة أسواق المال:** تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط أسواق رأس المال عن طريق جذب المستثمرين خاصة صغارهم للاستثمار في الأوراق المالية وتبدو الحاجة ملحة لمثل هذه الصناديق خاصة في الدول النامية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين في تلك البلدان،² فخاصية التنوع التي تتسم بها صناديق الاستثمار التي تديرها تلك الشركات، وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق رأس المال وكذا المستثمرين محدودي الموارد، بأن يستثمروا مدخراتهم في شراء وثائق صناديق الاستثمار التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة بيع أسهمها في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال.³
- **حماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها للاستثمار في الخارج:** حيث تؤدي صناديق الاستثمار إلى فتح مجالات جديدة أمام المدخرين، لاستثمار أموالهم بما يمكن من جذب أصحاب المدخرات الذين قد لا يناسبهم الإيداع في البنوك حتى لا تتسرب مدخراتهم عن دورة النشاط الاقتصادي الوطني، وكذلك فتح المجال أمام أصحاب المدخرات الذين يرغبون في الاستثمار في الأوراق المالية ولكن يفتقدون للخبرة أو المقدرة المالية للقيام بذلك، ومن ثم تساهم صناديق الاستثمار في حماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها خارج البلاد.⁴

ثانيا: مخاطر الاستثمار في الصناديق

يتضمن الاستثمار في صناديق الاستثمار جملة من مخاطر، نذكر منها ما يلي:

- **خطر التضخم:** إن أكثر الاستثمارات تأثرا بالتضخم هي تلك القائمة على إيداع الأموال في البنوك في حسابات التوفير، ورغم ذلك فإن خطر التضخم لا يحيط فقط بحسابات التوفير، بل يهاجم أيضا بشدة أغلب الاستثمارات، خاصة في الأسهم والسندات، وذلك أن البنوك المركزية تعتمد

¹ هشام طلعت عبد الحكيم ودلال قاسم عبد الحسين، تحليل وتقييم أداء صناديق الاستثمار - دراسة تحليلية، مجلة الإدارة والاقتصاد، السنة 39، العدد 106، الجامعة المستنصرية، العراق، 2016، ص 139.

² صفوان عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار - دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مداخلة للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص 802.

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 45.

⁴ نزيه عبد المقصود مبروك، مرجع سابق، ص 119.

عادة على رفع الفوائد لكبح جماح التضخم، الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض في أسعار الأسهم والسندات خاصة تلك الطويلة الأجل.¹

– **الخطر الاقتصادي العام:** وهو أن يكون مصدر الخطر نابع من جميع الجوانب الاقتصادية في الدولة مثل الركود العام بجوانبه المالية والضريبية... الخ، حيث يكون الركود قد أثر على الشركات بحيث تبدأ هذه الشركات بتخفيض الإنتاج والعمالة من أجل الحفاظ على الربحية، وتصبح النظرة تشاؤمية نحو الوضع المالي والضريبي وحول المستقبل الاقتصادي العام للدولة وهذا بدوره يؤثر على الجو الاستثماري والبيئة الاستثمارية ككل بما فيها الصناديق الاستثمارية.²

– **مخاطر أسعار الفائدة:** يمكن أن يؤدي انخفاض قيمة أدوات الدين الثابت مثل السندات وارتفاع أسعار الفائدة، إلى التأثير على قيمة الأسهم وعدم قدرة الشركات على النمو بسبب تحول المستثمرين من سوق الأسهم إلى سوق السندات.³

– **مخاطر السيولة:** ترتبط أساساً بصناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، وهي ضرورة توفر مستوى ملائم من السيولة على الدوام، بما يمكنها من دفع قيمة استرداد أسهمها في أي لحظة يطلب فيها المستثمر ذلك، ومن المعروف أنه كلما ارتفع مستوى السيولة، ارتفعت تكلفة الفرصة الضائعة، أي كلما زاد العائد الضائع الذي كان يمكن تحقيقه لو أن تلك الأموال السائلة قد أعيد استثمارها، وبالطبع يتحمل المستثمر في النهاية عبء تلك التكاليف.⁴

– **مخاطر السوق:** تتأثر أسعار صناديق الاستثمار ككل في السوق الواحدة بعوامل كثيرة منها:

– نفسية المستثمرين نتيجة المناخ الاقتصادي؛

– الأحداث السياسية المحلية والعالمية؛

– الأحداث العسكرية المحلية والعالمية؛

– بالإضافة إلى انتشار وسائل الإعلام وتلاحم الأسواق عالمياً جعلها تتأثر ببعضها البعض، الأمر الذي ينتج عنه صعود غالبية الأسهم أو هبوطها في هذه السوق في آن

واحد.⁵

¹ محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة - أسهم - سندات - أوراق مالية**، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص ص 49-50.

² حسين محمد سمحان، **أسس العمليات المصرفية**، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 170.

³ قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 224.

⁴ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 46.

⁵ محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص 50.

المبحث الثاني: نظام عمل صناديق الاستثمار

يختلف نظام عمل صناديق الاستثمار من مدير إلى آخر وذلك وفقا للسياسة الاستثمارية التي تضعها الإدارة التي تتولى إدارة صناديق الاستثمار، هذه الإدارة التي تتوفر على قوانين وقواعد عمل تضمن السير الجيد للصناديق الاستثمارية، من خلال هيكل تنظيمي وكذا ضوابط استثمار تختلف من سوق لآخر أو من دولة إلى أخرى، وعليه سنتطرق في هذا المبحث إلى :

المطلب الأول: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار وضوابط الاستثمار فيها

حتى تتمكن صناديق الاستثمار من تأدية مهمتها الأساسية الممثلة في تحقيق الاستثمار الجيد للأموال يجب أن يتوفر الصندوق على هيكل تنظيمي فعال، وضوابط لنشاط هذا الصندوق ومن خلال هذا المطلب سنتطرق:

أولاً: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار

ويتشكل الهيكل التنظيمي من:

1. **مدير الصندوق:** يتولى إدارة الصندوق في العادة استثمارية متخصصة، ويمكن للمدير أن تستند إدارته إلى شركة استثمارية أخرى متخصصة في إدارة صناديق الاستثمار، ويتقاضى مدير الصندوق مقابل إدارته للصندوق عمولة أو أتعاب يحددها عادة النظام الداخلي للصندوق في صورة (نسبة مئوية معينة) من صافي قيمة وحدة الصندوق، ويصدر مدير الصندوق للمستثمرين فيه مقابل حصصهم في الصندوق وحدات استثمارية أو شهادات استثمارية.¹
2. **أمين الاستثمار:** هو مسؤول في مؤسسة مالية يتم اختياره من بين المؤسسات المالية ذات السمعة الجيدة، والمركز المالي المتين،² يقوم بمهام الحفظ المادي للأوراق المالية وغيرها من أصول الصندوق، دون أن يكون له دور في قرارات الاستثمار، حتى يقلل من أعمال الغش والتضليل، يكلف طرفا مستقلا بذلك غالبا ما يكون البنوك، وذلك مقابل عمولة.
3. **الهيئة الاستثمارية:** وتضم مجموعة من الخبراء المتخصصين في الاستثمار والتحليل المالي، يعينهم مدير الصندوق ودورها يتمثل في إسداء النصيحة لشركة توظيف أموال الصندوق في المجالات الأكثر جدوى، والمساعدة في إتخاذ القرارات الخاصة بالبيع والشراء لأصول الصندوق، من أجل توجيه الاستثمارات للمجالات المناسبة، وتتقاسم مع مدير الصندوق أتعاب الإدارة، ويمكن أن تكون هذه الهيئة من أفراد أو هيئات متخصصة، ولكن هناك قوانين دول أخرى تسمح بأن

¹ محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 244.

² جهاد همام، إدارة الاستثمار - الإطار النظري والتطبيقات العلمية، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص 70.

يقوم بهذا الدور الشركة المديرة للصندوق بحيث يستفيد بالكامل من أتعاب الإدارة دون إشراك طرف آخر معها في ذلك.¹

4. **وكيل البيع:** هو وسيط أو مجموعة وسطاء، يتولون توزيع شهادات الاستثمار التي يصدرها الصندوق، ويمكن لهذا الوكيل أن يكون بنكا أو شركة استثمار من تلك الخاضعة لرقابة البنك المركزي.²

5. **وكيل نقل الملكية:** يقوم بعمليات تتبع طلبيات الشراء والاسترداد الآتية من حملة الأسهم، ويحافظ على سجلات حملة الأسهم، عندما يشتري المستثمر أسهم الصندوق المشترك، يصدر وكيل نقل الملكية أسهما جديدة يضافي القيمة السوقية للسهم فضلا عن عمولة بيع إذا كان الصندوق يحملها للمستثمر عندما يطلب السهم للاسترداد، يقوم وكيل نقل الملكية بإلغاء الأسهم المطلوب استردادها ويدفع صافي القيمة السوقية نقدا لحملة الأسهم، لذلك إذا اشترى المستثمرون أكثر مما جرى استرداده، فإن عدد الأسهم المتداولة يزداد والعكس صحيح.³

ثانيا: ضوابط الاستثمار في الصناديق

يكون استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية وفقا لعدد من الشروط التي قد تختلف من نظام مالي إلى آخر ومنها:

- ألا تزيد نسبة ما يستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على 5% من أموال الصندوق، وبما لا يتجاوز 10% من أوراق تلك الشركة؛
- ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى على 10% من أمواله، ولا يتجاوز 5% من أموال كل صندوق مستثمر فيه؛
- يجب على الصندوق الاحتفاظ بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات استرداد قيمة وثائق الاستثمار، وفقا لشروط الاسترداد الواردة بنشرات الاكتتاب في هذه الوثائق؛
- يجب على الصندوق عدم اتباع سياسة من شأنها الإضرار بحقوق أو مصالح حملة وثائق الاستثمار؛
- يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراق مالية، في صورة وثائق استثمارية اسمية بقيمة واحدة، ويوقع على الوثيقة عضوان من أعضاء مجلس إدارة الصندوق- يعينهما المجلس-

¹ صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص 210.

² جهاد همام، مرجع سابق، ص 71.

³ عبد الرحمن مرعي، مرجع سابق، ص 287.

والمدير المسؤول، وتكون للوثائق أرقام متسلسلة ويجب إخطار الهيئة بنموذج وثيقة الاستثمار قبل صدورها للإكتتاب.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، على أن 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 يوم معيناً من كل أسبوع إذا كان أسبوعياً أو اليوم الأول من كل شهر إذا كان شهرياً، يسمى يوم التسعير وفي هذا اليوم يعلن المدير سعر الوحدة الاستثمارية وهو السعر الذي يمكن بناء عليه خروج المستثمرين الراغبين في الحصول على السيولة ودخول أولئك الذين يرغبون في الاستثمار. ويعتمد السعر الذي يعلنه المدير على تقييمه للأصول المملوكة في الصندوق.²

ثانياً: الرسوم على المشتركين: تفرض الصناديق الاستثمارية أحياناً رسوماً على المشتركين لتغطية جزء من تكاليفها ولا سيما تلك المتعلقة بعمليات توظيف الأموال، وتتبنى بعض الصناديق المفتوحة التي تتداول وحداتها في الأسواق المنظمة طريقة فرض الرسوم ابتداءً عند الاشتراك وتسمى (load-funds) 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 بهذه الرسوم بمدة بقاء المستثمر في الصندوق بحيث تتناقص تلك الرسوم بقدر ما تطول هذه المدة، إما إذا كان مصدر الصندوق يقوم بنفسه بتسوقه فلا يفرض في العادة رسوماً على الدخول أو الخروج، وتسمى هذه الصناديق (no-loads funds) وفي الصناديق المغلقة التي يجري تداول وحداتها في الأسواق المنظمة ربما احتاج المستثمر إلى دفع رسوم للسماح في السوق.³

ثالثاً: رسوم الإدارة: يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسم مقابل إدارته، تصمم طريقة احتساب رسوم المدير بحيث تولد الحوافز لديه على تحقيق النمو للصندوق بما يفيد جميع المشاركين ولذلك يعتمد حسابها على ما يسمى بالقيمة الصافية لأصول الصندوق، يقوم المدير عندئذ بحساب هذه

¹ وليد هويل عوجان، صناديق الاستثمار - دراسة تحليلية، كلية الدراسات القانونية العليا، جامعة عمان العربية، الأردن، ص 6-7.

² محمد القرى، صناديق الاستثمار الإسلامية، ص 3، الموقع الإلكتروني

www.kantakji.com, Consulté le: 02-03-2017, 12:25.

³ حسين محمد سمحان، مرجع سابق، ص 178-179.

القيمة الصافية بصفة دورية، وفي حالة الصناديق المفتوحة يفعل ذلك في يوم التسعير، ويقتطع أجره بالنسبة المتفق عليها. وتتراوح أجور الإدارة غالبا بين 01% إلى 5% من القيمة الصافية، فتزيد أجور المدير كلما كبر حجم أصوله.

رابعاً: الإحتياطات: تحتفظ الصناديق عامة باحتياطات تقطعها من الأرباح الغرض منها تحقيق الاستقرار في ما يدفعه الصندوق من أرباح للمشاركين فيه وتعويض الخسائر التي قد تحصل في بعض الأوقات، وتستمر هذه الإحتياطات في التراكم في الصندوق وتعد جزءاً من الأموال فيه بحيث يستحقها أولئك الذين كانوا يملكون وحداته عند إنتهاء مدته إن كان له مدة.¹

خامساً: الاسترداد والتداول: لما كان عنصر السيولة يعد أهم عناصر الجذب في الصناديق الاستثمارية فقد صممت لتوفر للمستثمرين طرقاً فعالة في تحقيق هذا الطلب، وتعتمد الصناديق المفتوحة على ما يسمى بالاسترداد حيث يمكن للمشاركين استرداد أموالهم بصفة دورية، أما الصناديق المغلقة فلا تحقق 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 في يوم التسعير، ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير وعلى عمر الصندوق والظروف والبيئة الاقتصادية التي يعمل بها الصندوق، ومن الجلي أن هذه السيولة المستبقاة لا تدر عائداً للصندوق، لذلك يحرص المدير على الاحتفاظ بالحد الأدنى منها، ويفترض أن جزءاً كبيراً من عملية الاسترداد في يوم التسعير سيتم تغطيته من الأموال الجديدة التي يقدمها الراغبون في الدخول فيه، ولذلك فإن السيولة المستبقاة تكون عند الحد الأدنى، وفي كثير من الأحيان يحرص المدير على توزيع مدد الاستثمار بطريقة تحقق معها قدر من السيولة في كل يوم تسعير دون الحاجة إلى تعطيل الأموال خلال مدة الصندوق حتى لو كانت مدة قصيرة لأسبوع أو نحوه، ومع ذلك فإن المدير يواجه أحياناً حجماً من الاستردادات يزيد عن السيولة الموجودة في الصندوق وعن حجم الأموال الجديدة المستثمرة فيه، ولذلك تحرص كثير من صناديق الاستثمار على النص في نظامها الأساسي على علاج هذه الحالة بطرق منها أن لا تلتزم في حالة عدم توفير السيولة برد كامل مبلغ الاستثمار بل جزءاً منه فحسب لمن يأتي أولاً وتطلب من الآخرين الإنتظار، وفي أحيان يتفق الصندوق مع أحد المؤسسات الكبيرة التي تقدمه (مقابل رسوم محددة) إلتماً بتوفير السيولة عند الحاجة إليها، أو اللتزام بشراء الوحدات التي لا يستطيع الصندوق استردادها لعدم توفر السيولة له.²

¹ محمد القرى، مرجع سابق، ص 4.

² حسين محمد سمحان، مرجع سابق، ص ص 179-180.

المطلب الثالث: كيفية إدارة صناديق الاستثمار، إيراداتها ومصاريفها

تعد إدارة صناديق الاستثمار من الأمور ذات الأهمية البالغة والتي تساهم في تحقيق الأهداف المسطرة بها، غير أنها عملية مكلفة وهذا ما يجعل من حجم الموارد المالية المتاحة للصناديق من العوامل الحاسمة لقيام ونجاح صناديق الاستثمار.

أولاً: كيفية إدارة صناديق الاستثمار

تدار صناديق الاستثمار من قبل شركات متخصصة التي تعمل على توفير الإطارات الإدارية من محاسبين وكاتبين وغيرهم اللازمين لإدارة أعمال شركة الاستثمار واتخاذ القرارات الاستثمارية اللازمة لتكوين المحفظة الاستثمارية الخاصة بشركة الاستثمار، هذه الشركات عادة ما تكون تابعة لشركات التأمين وغيرها، وتدير هذه الشركات المتخصصة شركات الاستثمار مقابل عمولة سنوية تقل عن 1% من موجودات شركة الاستثمار، ويقوم هؤلاء المديرون المتخصصون عادة بتحليل التطورات الاقتصادية وتقييم أثر هذه التطورات الحالية والمتوقعة على أوضاع الشركات المختلفة من أجل الاستثمار في أسهمها لتكون محفظة استثمارية للشركة الاستثمارية التي يديرونها لتلبي رغبات مستثمريها.

وعليه يتكون الهيكل التنظيمي لهذا النوع من الصناديق من مجلس إدارة، وخبير مالي مسئول عن إدارة محفظة شركة الاستثمار ودائرة التوزيع والمبيعات، ويقوم كل صندوق من صناديق الاستثمار بعمل اتفاقية مع أحد الخبراء الماليين (الشركة المتخصصة) من أجل قيام هذا الخبير بإدارة الصندوق.

ويترتب على مدير الصندوق أن يتقيد بالتعليمات التي تم وضعها في نشرة الإصدار الموزعة على المستثمرين المتوقعين، كما يجب أن تكون هناك رقابة داخلية للتأكد من قيام مدير الصندوق بالتقيد بما ورد في النشرة،¹ ويشترط أيضاً في مدير الصندوق أن تتوفر فيه الشروط التالية:

- أن يكون شركة مساهمة أو جهة أجنبية متخصصة وفقاً لما يحدده مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال؛
- أن تتوفر في القائمين على مباشرة النشاط والمسؤولين عنه الخبرة والكفاءة اللازمين لإدارة نشاط الصندوق؛
- أن لا يكون قد سبق لأعضاء مجلس إدارة الشركة أو العاملين لديهم فصلهم تأديبياً من مزاوله مهنة السمسرة أو أي مهنة أخرى أو حكم عليهم بعقوبة قانونية أو إشهار بإفلاسهم؛
- ينبغي قيد مدير الاستثمار في السجل المعد لذلك بهيئة سوق المال قبل مزاوله نشاطه؛
- عند تعيين مدير الاستثمار يبرم الصندوق معه عقد يسمى "عقد الإدارة" ويقوم الصندوق بإخطار الهيئة العامة لسوق المال بصورة هذا العقد قبل تنفيذه للتحقق من أحكامه مع القانون والقرارات

¹ هشام جبر، مرجع سابق، ص 11.

- الصادرة تنفيذا له ثم تتولى الهيئة بعد ذلك إبلاغ الصندوق برأيها في العقد، ويشترط في عقد إدارة الصندوق أن يتضمن البيانات التالية:
- حقوق والتزامات طرفي العقد؛
 - مقابل الإدارة الذي يتقاضاه مدير الاستثمار؛
 - حالات وإجراءات استرداد قيمة الوثيقة إذا تضمنت نشرة الاكتتاب جواز الاسترداد؛
 - تحديد من يمثل الصندوق في مجلس الإدارة والجمعيات العامة للشركات التي يستثمر الصندوق أمواله في شراء أسهمها؛
 - حالات إنهاء وفسخ العقد؛
 - بيان علاقة مدير الاستثمار بالبنك الذي يحتفظ لديه بالأوراق المالية التي يستثمر فيها؛
 - الحالات والحدود التي يسمح لمدير الاستثمار الاقتراض فيها من الغير لحساب الصندوق.¹

ويهدف مدير الصندوق إلى تخفيض نفقات إدارة الصندوق، ولكن قد لا تعني أن إدارة الصندوق سيئة، فقد يرجع ذلك إلى طبيعة الإستراتيجية التي ينتهجها الصندوق.

كما أن هناك اختلاف في إدارة صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة، وصناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، بسبب الاختلاف في الأهداف الاستثمارية والسياسات في كل منها، فمدير الصندوق ذي النهاية المفتوحة، عليه أن يكون متهيئا لتحويل جزء من استثمارات الصندوق إلى نقد سائل لتلبية طلب المساهمين الذين يرغبون في بيع أسهمهم للصندوق في أي وقت. لذا فعليه أن يبقي في الصندوق نقدا سائلا لمواجهة ذلك، يعادل الفرق بين قيمة الأسهم التي يمكن أن تباع مرة أخرى للصندوق، وقيمة الأسهم الجديدة التي يمكن للصندوق أن يبيعه للمستثمرين الجدد. وهذا الأمر ليس موضع اهتمام مدير صندوق النهاية المغلقة.²

ثانيا: إيرادات ومصاريف صناديق الاستثمار

وتتضمن إيرادات ومصاريف صناديق الاستثمار ما يلي:

1. إيرادات صناديق الاستثمار: تتحدد إيرادات صناديق الاستثمار وفق ما تحدده نشرة الاكتتاب

وتتكون هذه الإيرادات مما يلي:

- **التوزيعات المحصلة والمستحقة:** ويقصد بها العائد المحصل والمستحق عن الاستثمار في الأسهم وصكوك التمويل ذات العائد المتغير ووثائق الاستثمار لصناديق أخرى في حيازة الصندوق؛

¹ فتحة كطي ، مرجع سابق، ص ص 21-22.

² هشام جبر، مرجع سابق، ص ص 11-12.

- **الفوائد المحصلة والمستحقة:** ويقصد بها الفوائد المحصلة والمستحقة عن الاستثمار في السندات وأذون الخزانة، وسائر الأوراق المالية التي تمثل حق دائنيه بفائدة ثابتة؛
 - **الأرباح:** وتتمثل في الأرباح الناتجة من بيع الأوراق المالية ووثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق أخرى والتي بحوزة الصندوق، كذلك الناتجة عن الزيادة أو النقص في صافي القيمة السوقية لأوراق المالية؛
 - **فوائد بنكية عن الودائع في البنوك:** حيث تودع الصناديق ودائع في البنوك وتحسب لها فوائد ضمن إيرادات؛.
 - **إيرادات متنوعة أخرى:** وتتمثل في عمولة الاسترداد، والعمولة على إصدار الوثائق¹.
- 2. مصاريف صناديق الاستثمار:** إن المستثمرين في صناديق الاستثمار يتحملون بعض المصروفات سواء بصورة مباشرة عند الاكتتاب أو بصورة غير مباشرة حيث تخصم على حساب الصندوق، وتتكون هذه المصاريف مما يلي:
- **مصروفات إنشاء الصندوق:** وهذه يمكن أن يتحملها الصندوق أو الجهة المؤسسة للصندوق، وفي معظم الأحوال يقوم الصندوق بتحمل المصروفات القانونية للترخيص وتقوم الجهة المؤسسة بتحمل أعباء الدعاية والإعلان والطباعة... إلخ².
 - **مصاريف الإدارة العامة (المصاريف الإدارية):** وهي عبارة عن الأجور والمرتبات المدفوعة للعاملين في الصندوق، الإيجازات، المصاريف القانونية والمحاسبية والاحتفاظ بالأوراق المالية، ولا تتجاوز نسبة المصاريف عن 5% من القيمة الكلية لاستثمارات الصندوق³.
 - **مصاريف التسويق:** وهناك مصروفات تسويق لاسيما عند إنشاء الصندوق والدعوة للاكتتاب فيه، وتستمر هذه المصروفات طول فترة حياة الصندوق وتتحملها الجهة المؤسسة للصندوق أو مدير الصندوق حسبما يتم الاتفاق عليه بينهما؛
 - **عمولة حسن الأداء:** وهي مكافأة تمنح عندما يحقق الصندوق نتائج أفضل من السوق، وهي بمثابة تحفيز لمديري الصندوق لمواصلة تحقيق نتائج إيجابية، وتكون عادة نسبة من الأرباح العادية التي يحققها الصندوق؛
 - **عمولات السمسة:** يقصد بها كافة المعلومات الناتجة عن تداول الأوراق المالية والاستثمارات الخاصة بالصندوق لبعض الأعباء أو أنواع معينة من المصروفات⁴.

¹ صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص ص 213-214.

² محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 205.

³ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 353.

⁴ محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص 205.

المبحث الثالث: تقييم أداء صناديق الاستثمار

إن عملية تقييم أداء صناديق الاستثمار تعد أمراً ضرورياً لكل من الإدارة والمستثمر، وذلك من أجل الوقوف على نتائج أداء هذه الصناديق واتخاذ الإجراءات والأساليب الواجب استخدامها لتطوير أداء الصناديق في المستقبل، وبالتالي تحقيق أفضل النتائج والمتمثلة عموماً في تعظيم العوائد وتدنية المخاطر. ومن المعايير الشهيرة المستخدمة في عملية التقييم: شارب، ترينور وجنسن والتي تعتمد في مجموعها على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

المطلب الأول: محافظ الاستثمار

تتخذ الصناديق الاستثمارية شكل محافظ الاستثمار التي تتكون من مجموعة من الأوراق المالية، وتختلف المحافظ الاستثمارية من محفظة إلى أخرى سواء كانت أصول حقيقية أو أصول مالية أو الإئتين معاً.

أولاً: تعريف المحفظة الاستثمارية

هي كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية،¹ أي مجموع ما يملكه الفرد من أسهم وسندات²، يكون الهدف من إمتلكها لها هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة، فالمحفظة الاستثمارية هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار وذلك لأنها تتركب من أصلين أو أكثر. ويتم التفرقة بين محفظة وأخرى بسبب نوعية الاستثمارات التي تحتويها.³

ثانياً: أهم خصائص المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار

تتميز كل من صناديق الاستثمار والمحافظ الاستثمارية بجملة من الخصائص تميزها عن الأخرى نذكر أهمها وفق الجدول التالي:

¹ بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية - تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، العدد 3، جامعة الجزائر، الجزائر، 2004، ص 37.

² سيد سالم عرفة، مرجع سابق، ص 73.

³ بن موسى كمال، المرجع السابق، ص 37.

الجدول رقم (2-2): خصائص محافظ الاستثمار وصناديق الاستثمار

الصندوق الاستثماري	المحفظة الاستثمارية
<ul style="list-style-type: none"> - للصندوق: • مدير صندوق؛ • أمين استثمار؛ • مراقب حسابات. 	<ul style="list-style-type: none"> - الشركة هي المدير للمحفظة؛
<ul style="list-style-type: none"> - الصندوق يرخص من قبل وزارة التجارة والصناعة بعد موافقة البنك المركزي؛ 	<ul style="list-style-type: none"> - المحفظة لا تحتاج إلى ذلك؛
<ul style="list-style-type: none"> - للصندوق آلية الاسترداد منصوص عليها في نشرة الإكتتاب؛ 	<ul style="list-style-type: none"> - المدير يمسك حسابات خاصة بكل محفظة على حدة ويحق للعميل إنهاء المحفظة أو تحويل موجوداتها إليه بالاتفاق مع الشركة المديرة للمحفظة؛
<ul style="list-style-type: none"> - يتمتع الصندوق بالشخصية الاعتبارية والذمة المالية والمستقلة طبقاً للقانون؛ 	<ul style="list-style-type: none"> - المحفظة مملوكة للعميل؛
<ul style="list-style-type: none"> - للصندوق اسم معين؛ 	<ul style="list-style-type: none"> - الشركة المديرة تمسك حسابات خاصة بكل محفظة على حدة؛
<ul style="list-style-type: none"> - للصندوق مدة زمنية مرخص بها؛ 	<ul style="list-style-type: none"> - مدة المحفظة تنظمها بنود عقود المحفظة؛
<ul style="list-style-type: none"> - هناك أسس فنية لتقييم الوحدات الاستثمارية وينشر سعر التقييم في جريدين يوميين على الأقل؛ 	<ul style="list-style-type: none"> - يتم تقييم المحفظة من خلال أسعار الإقفال بالسوق، وتتحمل المحفظة رسوم الإدارة ومصاريف التداول؛

– للصندوق رأس مال ثابت أو متغير بحدود معينة حسب نشرة الاكتتاب.	– للمحفظة رأس مال متغير حسب الاتفاق.
--	--------------------------------------

المصدر: عبد الحميد محمود البعلي، إدارة صناديق الاستثمار – الواقع التنظيمي والتخريج الشرعي وضوابطه الفقهية، ورقة بحثية ضمن المؤتمر الأول للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2007، ص 48.

ثالثاً: سياسات تكوين محفظة الأوراق المالية

يمكن التمييز بين ثلاثة سياسات في تكون المحافظ الاستثمارية نذكرها في ما يلي:

- **السياسة الهجومية (السياسة غير المتحفظة):** يتبنى المستثمر هذه السياسة عندما يكون هدفه الرئيسي جني أرباح رأس مالية بفعل التقلبات الحادثة في أسعار أدوات الاستثمار، بمعنى أن إهتمام المستثمر يكون موجها نحو تنمية رأس المال المستثمر أكثر من الاستثمار ويطلق على هذا النوع من المحافظ (محافظ رأس المال). ومن أفضل أدوات الاستثمار المناسبة لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية حيث تشكل 80-90% من قيمة المحفظة، ويلجأ المستثمر إلى إتباع هذه السياسة في الفترات التي تظهر فيها مؤشرات الإزدهار الاقتصادي، فعند شراء الأسهم العادية والاحتفاظ بها تتحسن الأسعار وبذلك يحقق المستثمر الأرباح الرأسمالية بمجرد زيادة أسعار تلك الأسهم؛
- **السياسة الدفاعية (السياسة المتحفظة):** تقوم على مبدأ الحذر والتحفظ وتجنب المخاطر الكبيرة وكذا قبول مستوى مستقر من العائد ولهذا يلجأ المستثمر إلى تركيزه الشديد على عامل الأمان بحيث يعطي المستثمر أهمية كبيرة لأدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، لذلك يعتمد على السندات الحكومية والأسهم الممتازة بنسبة تتراوح من 60 إلى 80%.¹
- **السياسة المتوازنة (دفاعية وهجومية):** هي تلك السياسة التي يراعي فيها المستثمر تحقيق نسبة من الأمان وفي نفس الوقت جني أرباح رأسمالية عن طريق المضاربة والاستفادة من الارتفاع في الأسعار، وعادة ما تتكون المحفظة في هذه السياسة من أسهم عادية وأوراق مالية قصيرة الأجل وكذلك من السندات طويلة الأجل والأسهم الممتازة.² وبالتالي يتم تقسيم رأس المال ما بين الدفاعي والهجومى ففي حالة النشاط الاقتصادي والحركة القوية للسوق المالي لا بد من زيادة نصيب رأس المال المخصص للهجوم، وفي حالة الكساد والركود في سوق الأوراق المالية يتوجب

¹ بن موسى كمال، مرجع سابق، ص 40.

² رندة جميل، مرجع سابق، ص 77.

زيادة رأس المال الموجبة إلى الأسهم والسندات الدفاعية، ويفضل تطبيق هذه السياسة في حالة عدم وضوح الرؤية للأوضاع الاقتصادية القادمة.¹

المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

سنتطرق في هذا المطلب إلى:

أولاً: تعريف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)

يعرف نموذج الأصول الرأسمالية بأنه نظرية للموازنة بين المخاطر والعائد،² فهو يعكس العلاقة بين العائد والمخاطرة باستخدام معامل بيتا كمقياس للمخاطرة. وفي هذا النموذج يتحدد معدل العائد المطلوب على الاستثمار الخطر من خلال إضافة علاوة المخاطرة إلى معدل العائد الخالي من المخاطرة.³ وتنبني الفكرة الجوهرية للنموذج على أنه في حالة توازن السوق يتوقع للسهم أن يحقق عائد ينسجم مع مخاطرته النظامية (أي المخاطرة غير القابلة للتنوع أو التي لا يمكن تجنبها).⁴

ثانياً: إفتراضات النموذج

يقوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على العديد من الإفتراضات نلخصها فيما يلي:

- يتجنب المستثمرون المخاطر لذلك فإنهم يختارون الاستثمارات ذات المخاطر المنخفضة؛
- يمكن تقسيم الأصول الفردية (الأوراق المالية) بصورة غير محددة، هذا يعني أن المستثمر يستطيع شراء أي كمية من الأسهم التي يرغب فيها؛
- هناك معدل عائد خال من المخاطر واحد يستطيع المستثمرون من خلاله إقراض وإقتراض الأموال؛
- عدم وجود ضرائب أو تكاليف للمعاملات المالية؛
- الفترة الزمنية هي واحدة لعموم المستثمرين؛
- المعلومات مجانية ومتاحة للجميع؛⁵

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 25.

² حشاشي سليمة، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمات المالية والاقتصادية الدولية والحكومة المالية، جامعة فرحات عباس - سطيف، الجزائر، يومي 20-21 أكتوبر 2009، ص 15.

³ المخاطر ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية، الموقع الإلكتروني،

www.arab-api.org/images/training/programs/1/2002/52_C1-2. consulté le : 29-04-2017 , 13 :45

⁴ عماد عبد الحسين دلول، تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوة باستخدام نموذج التأكد العادل، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 21، الجامعة المستنصرية، العراق، 2010، ص 44.

⁵ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 73.

- يركز المستثمرون في تعظيمهم للمنافع من توظيف الأموال واختيارهم للمحافظ البديلة على فترة واحدة وذلك على أساس العائد المتوقع والانحراف المعياري للمحفظة، ويساعد هذا الغرض في تقدير العائد الخالي من المخاطر بكيفية أدق.¹

ثالثاً: الصيغة الرياضية للنموذج

تكون الرياضية لمعادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) كما يلي:

$$R_p = R_f + (R_m - R_f)\beta$$

معدل العائد المطلوب = المعدل الخالي من المخاطرة + علاوة المخاطر

حيث:

R_p : معدل العائد المطلوب؛

R_f : معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة؛

R_m : متوسط العائد المتوقع للسوق؛

β : معامل المخاطرة النظامية للسهم؛

$(R_m - R_f)\beta$: علاوة المخاطر، أي متوسط العائد المطلوب إضافة إلى معدل العائد الخالي من المخاطر مضروب في بيتا.

$(R_m - R_f)$: علاوة مخاطر السوق وتسمى أيضاً بسعر المخاطرة.²

وقد توصل معظم التحليل في هذا الموضوع إلى تطور نموذجين مشتقين من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هما:

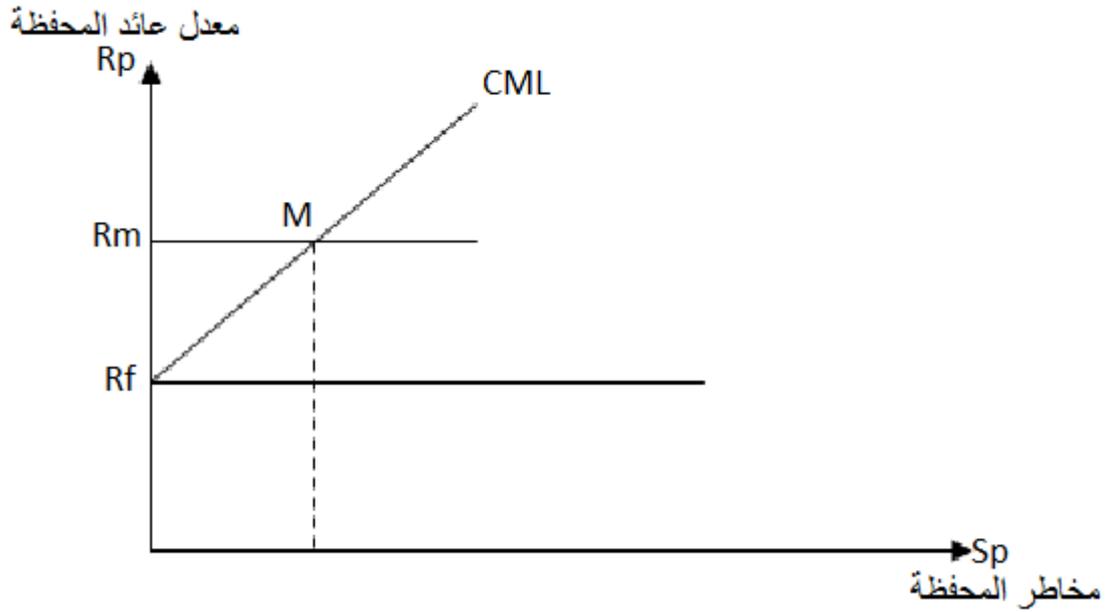
- **خط سوق رأس المال (CML):** هو الخط الذي يمثل بياناً العلاقة الموجبة بين العائد والمخاطرة النظامية للأوراق المالية، وبما أن المخاطرة لا يمكن السيطرة عليها ولكن يمكن تخفيف أثرها على المحفظة لذلك فإن قرارات المستثمر تتأثر من حيث شراء وبيع الأوراق المالية في العائد المتوقع والمخاطرة النظامية.

ويمكن تمثيل خط سوق رأس المال بيانياً في الشكل التالي:

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 195.

² محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 73-74.

الشكل (2-2): خط سوق رأس المال CML



المصدر: محمد إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2013، ص 84.

حيث أن:

R_p : معدل عائد المحفظة؛

R_f : المعدل الخالي من المخاطرة؛

R_m : متوسط العائد المتوقع للسوق؛

S_p : مخاطر المحفظة؛

M : محفظة السوق.

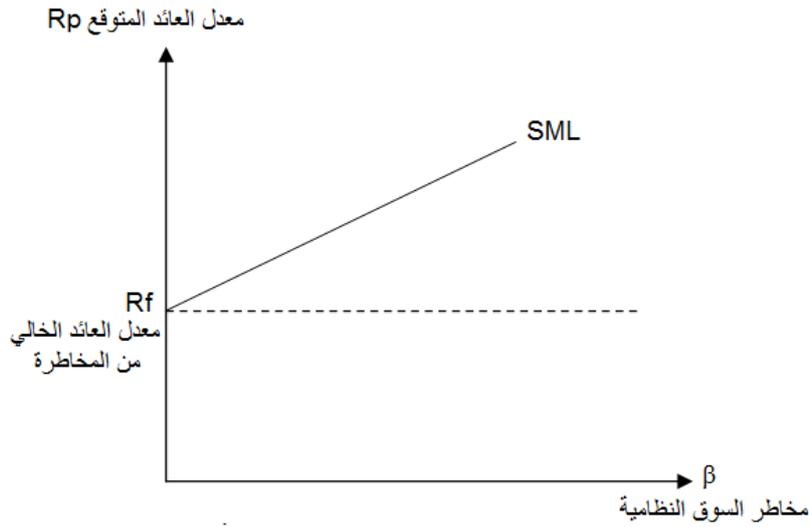
يتضح لنا من خلال الشكل (2-1) الذي يمثل خط سوق رأس المال، بحيث يمثل المحور الأفقي مخاطر المحفظة أي محفظة السوق مقاسة بالانحراف المعياري لها S_p ، ويمثل المحور العمودي معدل العائد المطلوب لنفس المحفظة R_p ، وبذلك يعكس خط سوق رأس المال العلاقة الخطية بين عائد المحفظة ومخاطرها المنتظمة فقط.

تمثل النقطة M محفظة السوق و R_f المعدل الخالي من المخاطرة أما المحافظ التي تنتشر على طول الخط الذي يبدأ بمعدل العائد الخالي من المخاطرة ويمر عبر النقطة M فإنها تعتبر محافظ كفاءة أما المجاميع الكفاءة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) فإنها تمثل خط سوق رأس المال

(CLM) هذا يعني أن المحافظ التي تجمع بين محفظة السوق وكمية الإقراض والإقتراض الخالي من المخاطرة ستقع على خط سوق رأس المال.¹

1. خط سوق الأوراق المالية (SML): يمثل خط سوق الأوراق المالية العلاقة الخطية بين معدل العائد المطلوب على ورقة مالية ودرجة مخاطرتها المنتظمة المقاسة بمعامل بيتا، فعند مستوى معين من المخاطرة المنتظمة، يبين خط سوق الأوراق المالية معدل العائد المطلوب المقابل. إن ميل خط سوق الأوراق المالية هو علاوة مخاطرة السوق (Rm-Rf) وهو ثابت.²

الشكل رقم (2-3): خط سوق الأوراق المالية SML



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 82.

حيث أن:

R_p : معدل عائد المحفظة؛

R_f : المعدل الخالي من المخاطرة؛

β : مخاطر السوق النظامية.

من خلال الشكل نلاحظ أنه عندما تكون المخاطرة النظامية تساوي صفراً فإن SML يكون عند نقطة ثابتة على المحور العمودي والتي تمثل معدل العائد الخالي من المخاطرة R_f وعندما تزداد المخاطرة فإن معدل العائد المتوقع سيزداد، أي أن العلاقة بين معدل العائد المتوقع والمخاطرة النظامية علاقة طردية موجبة.

¹ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 84-85.

² المخاطر ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية، الموقع الإلكتروني

في ظل التوازن تكون جميع عوائد الاستثمار (الأسهم العادية) ومعاملات بيتا واقعة على SML حتماً، أما في ظل السوق غير المتوازن أو المتكامل فإن هناك بعض الاستثمار في الأسهم العادية يقع خارج هذا الخط بسبب عدد من العوامل هي:

- اختلاف معدل الضرائب المفروضة على العوائد الرأسمالية؛
- اختلاف توقعات المستثمرين في تقييم المخاطرة النظامية لكل استثمار؛
- عدم دقة المعلومات المالية المتوفرة عن الاستثمار لذا تقوم قوى العرض والطلب بتحريك هذه الاستثمارات لإرجاعها باتجاه خط سوق الاستثمار.¹

المطلب الثالث: معايير تقييم أداء صناديق الاستثمار

بالرغم من تعدد المقاييس المقترحة لتقييم أداء صناديق الاستثمار إلا أن أبرزها: شارب، ترينور وجنسن حيث يتم الاعتماد على أسلوبين في التقييم، الأسلوب البسيط الذي يناسب المستثمر العادي والأسلوب المزدوج الذي يناسب المستثمر ذي المعرفة الواسعة بشؤون الاستثمار، بالإضافة إلى الأخذ في الحسبان لدى المستثمر جوانب أخرى للأداء.

أولاً: النموذج البسيط

يناسب هذا الأسلوب المستثمر الذي لا يملك دراية كافية باستثماراته وذلك لسهولة الأسلوب. إضافة إلى توفير 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 التالية:

$$Tn = \frac{(p - p_1) + R_i + R}{p}$$

حيث أن:

Tn: العائد على الاستثمار؛

P: قيمة الأصل في بداية الفترة؛

P₁: قيمة الأصل في نهاية الفترة؛

R_i: الأرباح الإيرادية خلال الفترة؛

R: الأرباح الرأسمالية خلال الفترة.²

¹ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 83.

² قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 227-228.

وتقوم هذه المعادلة على إفتراضين هما:

- يتم صرف التوزيعات النقدية على المستثمرين في نهاية الفترة الزمنية وليس خلالها؛
- عدم قيام المستثمرين بسحب أو إيداع أية مبالغ نقدية من وإلى المحفظة إلا في نهاية الفترة وليس خلالها.

ولكن إذا حدثت مسحوبات أو إيداعات قبل نهاية الفترة الزمنية مباشرة، يجب استبعاد الإيداعات من قيمة المحفظة في نهاية الفترة، وإضافة المسحوبات إلى قيمة المحفظة في نهاية الفترة وذلك للحصول على معدل عائد قريب جدا من معدل العائد الصحيح للفترة.¹

يعاب على الأسلوب في تقييم صناديق الاستثمار تركيزه على العوائد دون أن يأخذ المخاطر في الحسبان. فقد يحقق صندوق ما عائدا أكبر من العائد الذي يحققه صندوق آخر، غير أن الزيادة في العائد قد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قد ينطوي عليها الاستثمار فيه مقارنة بالصندوق الثاني.²

ثانيا: الأسلوب المزوج

نظرا لكون الأسلوب البسيط غير كاف لتحديد أداء صناديق الاستثمار، لأنه اعتمد فقط على معدل العائد على المبلغ المستثمر، لهذا ظهر الأسلوب المزوج الذي يعتمد على معدل العائد ومعدل المخاطرة في تقييم أداء صناديق الاستثمار.³ ولذلك فقد تم اقتراح عدة بدائل لقياس مستوى أداء صناديق الاستثمار والتي تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطر، ومن أهم هذه النماذج ما يلي:

- نموذج شارب (أسلوب المخاطر الكلية): قدم وليام شارب مؤشر لقياس أداء صناديق الاستثمار، حيث يطلق عليه نسبة المكافأة إلى التقلب (عدم الاستقرار)،⁴ وطبقا لهذا المقياس يتم استخدام المخاطرة والمقاسة بالانحراف المعياري لمعدل العائد كأساس لقياس أداء الصندوق.⁵ والذي توضحه المعادلة التالية:

$$Tn = \frac{TR_p - R_f}{SD_f}$$

حيث أن:

¹ بيومي محمد عمارة، تحليل وتشكيل المحافظ المالية، مركز التعليم المفتوح، جامعة بنها، مصر، 2010، ص 17.

² منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 73.

³ غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 226.

⁴ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 74.

⁵ بيومي محمد عمارة، المرجع السابق، ص 18.

Tn: قيمة المؤشر (قيمة نموذج شارب)،

R_f: معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر،

TR_p: العائد المتوقع؛

SD_f: الانحراف المعياري للعائد على المحفظة.

ويقوم هذا النموذج على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة، وعلى ذلك فإن نموذج شارب يحدد في الواقع العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة، حيث كلما زاد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية يكون أداء المحفظة أفضل.

ومن عيوب هذا النموذج أنه لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة، وتخضع لقيود متماثلة، كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط، وأيضا من عيوب نموذج شارب انه يعتمد على الانحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة الكلية، حيث أن المحفظة أساسا تقوم على فكرة التنويع، وإذا ما توفر التنويع الجيد داخل المحفظة فإن ذلك من شأنه القضاء على المخاطر غير المنتظمة وتبقى فقط المخاطر المنتظمة التي تقاس من خلال بيتا وليس من خلال الانحراف المعياري.¹

– نموذج ترينور: قدم ترينور نموذج يركز على مخاطر السوق ومعامل بيتا معتمدا على منحني خط السوق، ولكن مبنيا على العلاقة ما بين العائد المتوقع للصندوق ومعامل بيتا، ويعتبر نموذج ترينور أكثر دقة من نموذج شارب لاعتماده في الدرجة الأولى على خصائص كل ورقة ومعامل بيتا لكل ورقة مع إيجاد معامل بيتا المرجح. ويعبر عنه وفق المعادلة التالية:

$$Tn = \frac{R_n - R_f}{\beta_n}$$

حيث أن:

Tn: قيمة المؤشر (قيمة نموذج ترينور)؛

R_n: العائد المتوقع؛

R_f: العائد الخالي من المخاطرة؛

β_n: معامل بيتا (المخاطر المنتظمة).²

¹ توفيق عوض شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نموذج تقييم اداء الأسهم، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل،

الجامعة الإسلامية، غزة، 2015، ص ص 59-60.

² غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 231.

حيث كلما زاد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطرة المنتظمة يكون أداء المحفظة أفضل.

يعاب على هذا النموذج أن دقة الترتيب والتصنيف للمحافظ تعتمد على فرضية تقييم الاستثمارات من خلال طريقة التنويع المثالي للمحافظ والتي يمكن من خلالها القضاء على المخاطر غير المنتظمة المتعلقة بالشركة نفسها وهذا غير دقيق من الناحية العلمية.¹

– **نموذج جونسن:** قام جنسن بتقديم مقياسه وهو يماثل النماذج السابقة حيث أنه هو الآخر يقوم على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وعليه فقد عدل علاوة المخاطر الخاصة بنموذج CAPM ليكون العائد الزائد دالة للمخاطر النظامية، ويشار إليه بقيمة ألفا.² ويقوم على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد وهما:

– **المقدار الأول:** يمثل الفرق بين متوسط عائد محفظة الأوراق المالية ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة وهو ما يسمى بالعائد الإضافي أو علاوة مخاطر محفظة الأوراق المالية؛

– **المقدار الثاني:** يمثل حاصل ضرب بيتا في الفرق بين متوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة والتي يمكن أن تسمى بعلاوة خطر السوق.³

فإذا كانت ألفا موجبة هذا يعني أن الأداء جيد، وإذا كانت سالبة هذا يعني أن الأداء منخفض أما إذا كانت صفر فهذا يعني عائد التوازن، حيث لا يختلف في الواقع عائد محفظة الأوراق المالية عن عائد السوق، ومنه يظهر نموذج جونسن وفق المعادلة التالية:

$$\alpha = (R_p - R_f) - b(R_m - R_f)$$

حيث أن:

α : معامل لألفا؛

R_p : عائد المحفظة الاستثمارية؛

R_f : العائد الخالي من المخاطرة؛

R_m : عائد محفظة السوق (مؤشر السوق)؛

¹ توفيق عوض شبير، مرجع سابق، ص 59.

² محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 441.

³ لورين إبراهيم القاضي، **أثر كفاءة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، عمان، 2016، ص 27.

b: بينا المحفظة الاستثمارية.¹

ثالثاً: جوانب أخرى في تقييم أداء صناديق الاستثمار

- المحافظة على مستوى المخاطر: من بين المعايير الأخرى لأداء صناديق الاستثمار هو مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق، وذلك مقارنة مع مستوى المخاطر المحدد في هدف إنشاءه.
- قياس مستوى التنوع: من بين الأسباب المشجعة لشراء أسهم شركات الاستثمار، المستوى العالي من التنوع 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 تشكيلة الأوراق المالية التي يتضمنها الصندوق بأن تكون على مستوى عال من التنوع.²
- قياس متوسط معدل العائد: كذلك قد يكون من الملائم الاطمئنان على مدى ملائمة معدل العائد على الاستثمارات الذي يتولد عن الصندوق. يتم ذلك بمقارنة متوسط العائد المتولد عن الصندوق مع متوسط العائد لأحد المؤشرات المناسبة.
- وفي حالة صناديق الاستثمار التي تتكون غالبيتها من أسهم عادية، يتم مقارنتها بعائد محفظة استرشادية لأحد مؤشرات السوق.
- قياس التكاليف: هناك نوعان من التكاليف يصاحبان صناديق الاستثمار، النوع الأول هي التكاليف المباشرة التي يمكن قياسها ويقصد بها أتعاب الإدارة والمصارف الإدارية، وهذه التكاليف عادة ما تكون منشورة، والنوع الثاني فهي تكاليف المعاملات، وهي تكاليف غير مباشرة وتنقسم بدورها إلى تكاليف يمكن قياسها وأخرى يصعب قياسها، ويقصد بالتكاليف التي يمكن قياسها عمولة السمسرة وعادة ما تتوفر عنها بيانات منشورة، أما التكاليف التي يصعب قياسها فهي هامش ربح وشراء السهم إضافة إلى التأثير الذي تحدثه الصفقات الكبيرة - بيعاً أو شراءً على القيمة السوقية للسهم.³

¹ توفيق عوض شبيب، مرجع سابق، ص 61.

² علي توفيق الحاج وعامر علي الخطيب، مرجع سابق، ص ص 199، 202.

³ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 75.

خلاصة الفصل الثاني:

تعد صناديق الاستثمار إحدى أساليب الاستثمار الجماعي في سوق الأوراق المالية، فهي عبارة عن أوعية استثمارية تنشئها جهة مختصة ذات الخبرة بغرض تجميع الأموال من مختلف المدخرين، يكون هدفها الحصول على عوائد مرتفعة في مقابل مخاطر متدنية، فهي من الأدوات المالية التي تؤدي دورا فعالا في تجميع المدخرات واستثمارها في محفظة من الأوراق المالية تحت إشراف أجهزة إدارية متخصصة، وتعمل صناديق الاستثمار على مساعدة صغار المدخرين الذين لا يملكون الخبرة والجرأة على التعامل في سوق الأوراق المالية على الولوج إلى عالم الاستثمار، فهي تتيح لهم الفرصة لدخولهم السوق وإدارة أموالهم عن طريق خبراء السوق، وتختلف وتتنوع صناديق الاستثمار فمنها الصناديق المغلقة والمفتوحة أو المتوازنة... الخ، وهذا التنوع يرجع إلى رغبات وأهداف المستثمرين وكذا اختلاف البيئة الاستثمارية من سوق إلى آخر أو من بلد إلى آخر، وإن تقييم أداء صناديق الاستثمار يعتمد على مجموعة من المعايير، والتي تقوم على عائد صندوق والمخاطرة سواء النظامية أو غير النظامية، وذلك باستخدام مقاييس بسيطة ومزدوجة من أجل تحليل هذا الأداء.

الفصل الثالث

دراسة تجرية صناديق

الاستثمار في سوق الأوراق

المالية السعودية خلال الفترة

2006 - 2015

تمهيد:

تقوم الأسواق المالية بدور هام ووظيفة اقتصادية رئيسية في اقتصاد أي دولة، فهي توفر المصادر المالية اللازمة للتمويل من خلال تشكيلها لقنوات تتدفق من خلالها الأموال من الوحدات المدخرة إلى الوحدات المستثمرة، لدى فهي تحظى باهتمام كبير في جميع الدول. وتعتبر السوق المالية السعودية أكبر سوق للأوراق المالية في الشرق الأوسط، حيث تبلغ قيمة رأس مالها ضعفي قيمة رأس مال سوق الأوراق المالية الكويتية التي تحتل المرتبة الثانية، كما تعد السوق المالية السعودية السبّاقة إلى خوض تجربة صناديق الاستثمار حيث استطاعت هذه الصناديق من تحقيق انجازات مختلفة خاصة في السنوات الأخيرة. وعليه من خلال هذا الفصل سيتم تناول المباحث التالية:

- المبحث الأول: الملامح الأساسية لسوق الأوراق المالية السعودية؛
- المبحث الثاني: صناديق الاستثمار في السوق المالية السعودية؛
- المبحث الثالث: تقييم مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية.

المبحث الأول: الملامح الأساسية لسوق الأوراق المالية السعودية

تعد السوق المالية السعودية المعروفة باسم تداول من أكبر الأسواق المالية على مستوى الدول العربية، فهي تحتل مرتبة متقدمة في ترتيب الأسواق الناشئة، لذلك سنتطرق إلى نشأة سوق الأوراق المالية السعودية ونظام عمل هذه السوق والإمام بمختلف الجوانب المتعلقة بها لوضع صورة عامة عن مكان الدراسة.

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية السعودية

بدأت الشركات السعودية المساهمة نشاطاتها في أواسط الثلاثينات من القرن العشرين، عندما تم تأسيس الشركة العربية السعودية، وبحلول سنة 1975 كان هناك نحو أربعة عشرة شركة مساهمة، وقد أدى النمو الاقتصادي السريع جنباً إلى جنب مع عمليات عودة جزء من رأس المال البنوك الأجنبية في سبعينات القرن العشرين إلى تأسيس عدد ضخم من الشركات والبنوك المساهمة.

وقد ظلت السوق المالية السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينات عندما باشر الحكومة النظر في إيجاد سوق منظمة للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك،¹ نتيجة تزايد عدد الشركات والمؤسسات المالية المساهمة واتساع عدد الأسهم المتاحة للتداول، ونتيجة انتشار الممارسات غير القانونية من طرف المستثمرين في السوق،² إذ تم عام 1984 تشكيل لجنة وزارية من وزارة المالية والاقتصاد الوطني، ووزارة التجارة، ومؤسسة النقد العربي السعودي، بهدف تنظيم وتطوير السوق والإشراف عليها، وكان من نتائج أعمالها تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم في العام نفسه للقيام بمهام التسوية والمقاصة لعمليات التداول، وكانت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق حتى تأسست هيئة السوق المالية بتاريخ 1424-06-02 هـ الموافق 2003-07-31 م، بموجب (نظام السوق المالية) الصادر بالمرسوم الملكي الرقم (م/30)، التي تشرف على تنظيم ومراقبة السوق المالية من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة إلى حماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق.

وشهدت سنة 1990 نقلة نوعية في نشاط تداول الأسهم في السعودية بتشغيل النظام الآلي لمعلومات الأسهم (ESIS)، الذي أتاح إمكانية التداول الآلي لجميع الأسهم عبر المصارف المحلية، وساهم في تركيز الأسهم في سوق موحدة تلتقي فيها العروض والطلبات، كما ساعد على إحداث زيادة كبيرة في

¹ صايفي عمار، محددات الاستثمار المحفظي في السوق المالية السعودية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 31، جامعة محمد بوقرة-بومرداس، الجزائر، 2015، ص 130.

² حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية - أداؤها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 216.

صفقات الأسهم المتداولة، فوصل عدد الشركات المتداول أسهمها من خلال النظام إلى 72 شركة في النصف الأول من سنة 2004، وفي شهر أكتوبر 2001 تم تشغيل جيل جديد من أنظمة التداول والتسوية (تداول) تتميز بالتسوية الآنية للعمليات (t+0)، الأمر الذي مكن المستثمر من الشراء والبيع عدة مرات في اليوم الواحد.¹

ومن أجل إعادة هيكلة السوق المالية السعودية على أسس جديدة ومتطورة لتعزيز ثقة المستثمرين، وتوفير مزيد من الإفصاح والشفافية والعدالة في التعامل، صدر نظام السوق المالية بالمرسوم الملكي الرقم (م/30) الذي ارتكز على تحديد دور المؤسسة الإشرافية والرقابية والتشغيلية الجديدة للسوق المالية وبيان مهامها، وفصل الدور الإشرافي والرقابي عن الدور التنفيذي، من خلال إنشاء مؤسسات جديدة للسوق من أهمها:

- هيئة السوق المالية: هي الهيئة الرقابية والإشرافية للسوق؛
 - السوق المالية السعودية: هي الجهة المعنية بالمهام التشغيلية للسوق؛
 - لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية: هي لجنة تختص بالفصل في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، وقواعد الهيئة والسوق وتعليماتها؛
 - مركز إيداع الأوراق المالية: هي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية المتداولة في السوق، وتسجيل ملكيتها ونقلها وتسويتها.
- وفي إطار تنفيذ المادة 20 من نظام السوق المالية، التي تقتضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة، وافق مجلس الوزراء السعودي يوم 19 مارس 2007 على تأسيس شركة السوق المالية السعودية (تداول) كشركة مساهمة سعودية مغلقة، ويتمثل نشاط الشركة الرئيسي في توفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية، والقيام بأعمال التسوية والمقاصة للأوراق المالية، وإيداعها وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها، ولها حق مزاولة أي نشاط آخر ذي علاقة بأي من ذلك، وفقا لنظام السوق المالية، وبما يحقق الأهداف الواردة فيه.²

وقد كانت بداية سوق المال تشترط التداول الشخصي والتداول عن طريق استلام الوثائق (شهادات الأسهم) إلى أن أصبح الأمر عائقا ومع التطور الحديث وإصدار المرسوم الملكي الذي سبق ذكره بدأت العمليات الإلكترونية، فأصبح البيع والشراء إلكترونيا وأنت في منزلك أو عمك أو أي مكان ولا حاجة

¹صافي عمار، مرجع سابق، ص 130.

² نفس المرجع السابق، ص ص 130-132.

للتواجد الشخصي، فموقع سوق المال (تداول) مصمم بشكل يتيح لكافة المستثمرين الاضطلاع على سوق الأسهم وإمكانية البيع والشراء بكل يسر وسهولة.¹

يبلغ رأس مال تداول (1,200,000,000) ريال سعودي مقسم إلى (1,20,000,000) سهم، جميعها متساوية القيمة وتبلغ القيمة الاسمية لكل منها 10 ريالات، وجميعها أسهم نقدية أكتتب فيها كلها صندوق الاستثمارات العامة، بالإضافة إلى ذلك انضمت تداول كعضو منتسب في المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية وكعضو للإتحاد الدولي للبورصات.²

المطلب الثاني: تنظيم السوق المالية السعودية وخصائصها

بهدف تنظيم السوق المالية في السعودية على أسس حديثة ومتطورة تواكب التطور الاقتصادي، وتعزيز ثقة المستثمرين، وتوفير المزيد من الإفصاح والشفافية والعدالة في معاملات الأوراق المالية، تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي الرقم (م/30)، وبتاريخ 31-07-2003، لتتولى الدور الإشرافي والرقابي على الأطراف الخاضعة لإشرافها، وتعد هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري، ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، حيث يدير السوق مجلس إدارة مكون من 09 أعضاء يعين بقرار من مجلس الوزراء بترشيح من رئيس مجلس الهيئة، يختارون من بينهم رئيساً للمجلس ونائب الرئيس، وتكون العضوية على النحو التالي:

- ممثل وزارة المالية؛
- ممثل وزارة التجارة والصناعة؛
- ممثل مؤسسة النقد العربي السعودي؛
- أربعة أعضاء يمثلون شركات الوساطة المرخص لها؛
- عضوان يمثلان الشركات المساهمة المدرجة في السوق؛

وتكون مدة عضوية مجلس إدارة السوق 03 سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة أو أكثر، وتحدد اللوائح والتعليمات التي يقرها مجلس الهيئة، الإجراءات المتعلقة بعقد اجتماعات مجلس إدارة السوق وكيفية اتخاذ القرارات فيه، وخطط تسيير أعمال مجلس الإدارة، الصلاحيات والمهام المنوطة بكل من مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وسائر الأمور الإدارية والمالية ذات الصلة.

¹ الموقع الإلكتروني

www.maqalaty.com consulté le: 26-03-2017 14:10

² السوق المالية السعودية، الموقع الإلكتروني

www.tadawul.com.sa, consulté le :26-03-2017, 16:35

يعين مجلس إدارة السوق مديراً تنفيذياً له بعد أخذ موافقة مجلس الهيئة، وبحضر على المدير المعين أن يقوم بأي عمل حكومي أو تجاري آخر، أو أن تكون له مصلحة أو ملكية لأي شركة وساطة في السوق، ويكون إعفاء المدير التنفيذي من منصبه بقرار من مجلس إدارة السوق.¹

وتتولى الهيئة القيام بمجموعة من المهام الأساسية، يمكن ذكر أهمها فيما يأتي:

- إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية؛
 - العمل على تحقيق العدالة والمصداقية والشفافية في معاملات الأوراق المالية؛
 - تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية؛
 - تنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبة التعامل بها؛
 - تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الأطراف الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية؛
 - تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها، تعامل الأشخاص المطلعين المستثمرين، وتحديد وتوفير المعلومات التي يجب على المشاركين في السوق الإفصاح عنها لحامل الأسهم والجمهور.²
- ويتكون الهيكل التنظيمي لهيئة السوق المالية من سبع (7) إدارات رئيسية وهي كما يلي:

أ. الإدارة العامة للمتابعة والتنفيذ

ومن أبرز مهامها ما يلي:

- إجراء التحقيق والإدعاء في مخالفات نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية؛
- العمل على تسوية الخلافات التي قد تنشأ بين المشاركين في السوق؛
- التحقيق في شكاوي المستثمرين ومتابعة تسويتها؛
- تنفيذ القرارات الصادرة عن مجلس الهيئة أو لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية.

ب. الإدارة العامة لتمويل الشركات

- ومن أبرز مهامها ما يلي:
- مراجعة طلبات إصدار الأوراق المالية وطرحها وإدراجها للتأكد من التزامها لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية؛
- التأكد من التزام الشركات المدرجة لمتطلبات الإفصاح؛

¹ هيئة السوق المالية السعودية، الموقع الإلكتروني

– التأكد من التزام صناديق الاستثمار لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية.

ج. الإدارة العامة للإشراف والرقابة

ومن أبرز مهامها ما يلي:

- العمل على تطبيق الضوابط والتعليمات المتعلقة بمعلومات الشركات؛
- مراجعة القوائم المالية (الأولية والسنوية) للشركات المدرجة في السوق ومتابعة نشرها على موقع شركة السوق المالية السعودية (تداول)؛
- مراجعة القوائم المالية (الأولية والسنوية) للشركات المدرجة للتأكد من التزامها للمعايير المحاسبية؛
- الرقابة المباشرة وغير المباشرة لأنشطة التداول، ومراجعة بيانات التداول وتحليلها بشكل مستمر.

د. الإدارة العامة للتراخيص والتفتيش

ومن أبرز مهامها ما يلي:

- إعداد طلبات التراخيص لممارسة أعمال الأوراق المالية بما في ذلك التعامل، الإدارة، الترتيب، تقديم المشورة وحفظ الأصول بالإضافة إلى نشاط آخر تصنفه الهيئة على أنه من النشاطات التي يجب الترخيص فيها قبل مزاولتها؛
- التأكد من التزام الجهات المرخص لها لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية؛
- إجراء عمليات التفتيش على الأشخاص المرخص لهم لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية.

هـ. الإدارة العامة للأبحاث وتوعية المستثمر

ومن أبرز مهامها ما يلي:

- إعداد الأبحاث والدراسات المالية والاقتصادية؛
- إعداد التقارير الدورية، وإصدار النشرات الإعلامية، التوعوية، الإحصائية والتحليلية الدورية عن السوق المالية؛
- نشر الوعي الاستثماري وتوعية وتنقيف المستثمرين من خلال الفعاليات والآليات وبرامج التوعية المختلفة، وتعميق مفهومي الإفصاح والشفافية؛
- إيجاد قنوات اتصال مع الهيئات، المنظمات المالية والاقتصادية الإقليمية والدولية، والإشراف على تنظيم وتنفيذ برامج التعاون المختلفة مع تلك الجهات.

و. الإدارة العامة

ومن أبرز مهامها ما يلي:

- إعداد السياسات واللوائح التنظيمية الخاصة بالموارد البشرية وتطويرها؛
- توفير الكفاءات البشرية المتخصصة التي تلبي احتياجات العمل بالهيئة؛

– متابعة وتوفير أنظمة وأجهزة تقنية المعلومات اللازمة للهيئة.

ز. الإدارة العامة للمراجعة الداخلية

ومن أبرز مهامها ما يلي:

– تحسين أداء إدارات الهيئة وإنتاجيتها؛

– تنفيذ سياسة الالتزام الداخلي وتطويرها؛

– متابعة تطبيق موظفي الهيئة لقواعد السلوك المهني.¹

وللسوق المالية السعودية عدة خصائص نذكر منها:

– لا يتم التداول في السوق المالية السعودية إلا على أسهم الشركات السعودية التي يمكن تصنيفها

إلى 15 قطاعا رئيسيا؛

– إن السوق المالية السعودية هي الأكبر في المنطقة، ولها إمكانية النمو والتطور، فعل الرغم من

أن عدد المنشآت المدرجة ضمن قائمة السوق قليلة بالنسبة إلى الأسواق الأخرى، إلا أن القيمة

السوقية الإجمالية ومعدل رسملة السوق بلغت لتشكل ما يناهز القيمة السوقية لباقي الأسواق

العربية مجتمعة؛

– الاستثمار الأجنبي في السوق المالية السعودية مصرح به للأشخاص الطبيعيين والاعتباريين من

دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، بالإضافة إلى المقيمين من غير السعوديين داخل

السعودية، ما عدا ذلك لا يسمح للأجانب بالاستثمار مباشرة في أسهم المنشآت المدرجة في قائمة

السوق السعودية، مع بقاء الحق في الاستثمار غير المباشر في السوق قائما عن طريق صناديق

الاستثمار مباشرة؛

– هناك جزء معتبر من أسهم الشركات المدرجة في السوق مملوكة للحكومة السعودية، كما أن قسما

من كبار المستثمرين يميل إلى الاحتفاظ بالأسهم لفترات طويلة تضعف من سيولة السوق أحيانا،

ونقل من حصة الأسهم المتداولة للشركات المدرجة؛

– أغلب المتدخلين في السوق المالية السعودية هم أفراد وبنسبة تتجاوز التسعين بالمائة (90%)؛

– يسيطر بعض الملاك الكبار على جزء كبير من ملكية الشركات، الأمر الذي يحد من ملكية

الأسهم المتداولة، ويبعد المستثمرين المحتملين عن هذه الشركات.²

¹ هيئة السوق المالية السعودية، الموقع الإلكتروني

المطلب الثالث: المؤسسات المشكلة للنظام المالي السعودي

يضم النظام المالي السعودي مجموعة من المؤسسات التي تعمل على خدمة المدخرين والمستثمرين وهي كالتالي:

أولاً: مؤسسة النقد العربي السعودي

تتبعاً مؤسسة النقد العربي السعودي، وهي البنك المركزي للمملكة، قمة النظام المالي السعودي، ومضى على تأسيسها خمسون سنة، حيث أنشئت بتاريخ 20 أبريل 1952، ومارست منذ إنشائها دوراً حيوياً في توطيد وتنمية الاقتصاد السعودي من خلال تطوير نظام نقدي للبلاد يركز على إصدار وإدارة العملة الوطنية، وتعزيز نمو النظام المالي وضمان استقراره، والمحافظة على استقرار الأسعار المحلية وسعر الصرف، وبالإضافة إلى كونها مصرف الحكومة، تقوم المؤسسة بإدارة احتياطات البلاد من النقد الأجنبي.

وتولت مؤسسة النقد العربي السعودي فور إنشائها مسؤولية المحافظة على سعر صرف الريال الفضي السعودي مقابل الدولار الأمريكي ضمن هامش حددته الحكومة، وفي نفس الوقت أكملت المؤسسة النظام النقدي الوطني للبلاد بإصدارها نقود ذهبية سعودية وإلغاء تداول العملات الأجنبية.

وكانت المهمة الأخرى التي أولتها مؤسسة النقد العربي السعودي اهتماماً فورياً بعد تأسيسها هي تشجيع نمو الجهاز المصرفي، حيث لم تكن هناك بنوك سعودية حينئذٍ وكانت الأعمال المصرفية تمارس على الغالب بواسطة بنوك أجنبية، ومع التوسع في النشاط الاقتصادي، زادت الحاجة بشكل كبير للخدمات البنكية، فسمحت المؤسسة بفتح المزيد من البنوك في المملكة، ورغبة في إضفاء صبغة وطنية على النظام المصرفي، ولتعزيز قاعدة رأسماله، تبنت المؤسسة خلال سنة 1982 تنفيذ برنامج البنوك الأجنبية حيث طُلب منها أن تتحول إلى شركات مساهمة تطرح أسهمها للاكتتاب العام على أن تكون غالبية حقوق الملكية لمساهمين سعوديين، وحرصت مؤسسة النقد العربي السعودي على قيام البنوك بأداء أعمال لها على أسس سليمة، وأناط نظام مراقبة البنوك، الصادر سنة 1966، صلاحيات رقابية واسعة للمؤسسة، تتضمن أحكاماً صارمة بشأن كفاية رأس المال، ومتطلبات السيولة والاحتياطي، وتركز القروض وغير ذلك من الأمور الرقابية، وينص النظام على أنه يتعين على البنوك تزويد المؤسسة ببيانات مالية وإحصائية دورية، وأن تمارس المؤسسة مهام الإشراف والرقابة المصرفية سواء من داخل البنوك أو من خارجها، وساعدت هذه التطورات التقنية بشكل كبير في تحسين مستوى الجودة النوعية لخدمة العملاء، وتخفيض النفقات، وتعزيز الفاعلية، وتقوية الضوابط الرقابية، كما أوجدت قاعدة تقنية متقدمة وأمنة لتحقيق قفزة نوعية في الخدمات البنكية والمالية الآلية خلال الألفية الجديدة.

الفصل الثالث: دراسة تجربة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال

الفترة 2006 - 2015

ساهمت مؤسسة النقد العربي السعودي من خلال السياسة النقدية بشكل فعّال في نمو الاقتصاد السعودي بتوفيرها بيئة تمتاز بالاستقرار النقدي والمالي، حيث تهدف السياسة النقدية إلى المحافظة على استقرار الأسعار المحلية وأسعار صرف الريال، وتحقيقاً لهذا الغرض، فقد حرصت المؤسسة دائماً على توجيه سياستها النقدية بالتنسيق مع السياسة المالية، ولتعزيز استقرار الأسعار المحلية، تتخذ المؤسسة تدابير لضمان نمو السيولة المحلية بوجه عام بما يتناسب مع النمو في المعروض من السلع والخدمات في الاقتصاد، وللمحافظة على استقرار سعر صرف الريال، تراقب المؤسسة سوق الريال بصورة وثيقة لضمان عمله بسلاسة، وتتخذ تدابير تصحيحية في حالة حدوث نشاطات لها أثر سلبي على عمل السوق.¹

ثانياً: البنوك التجارية

تطور النظام المصرفي السعودي ليصبح واحداً من أكثر الأنظمة سلامة وكفاءة في العالم، وبدأت نشأته مع اكتشاف النفط في سنة 1939 والارتفاع اللاحق في إيرادات النفط في أعقاب الحرب العالمية الثانية، ففي ذلك الوقت، تم السماح لعدد كبير من المصارف الأجنبية بفتح فروع لها في المملكة، وهي بنك هولندا العام، وبنك الهند-الصينية، والبنك العربي المحدود، والبنك البريطاني للشرق الأوسط، والبنك الأهلي الباكستاني، بالإضافة إلى عدد من الصيرفة المحليين.

وبدأ النظام المصرفي مساره الحديث مع نشأة مؤسسة النقد العربي السعودي في سنة 1951، وفي العام التالي تم السماح لعدد من البنوك الأجنبية الجديدة بفتح فروع لها بالمملكة، كما تم ترخيص إنشاء بنكين محليين كبيرين هما البنك الأهلي التجاري وبنك الرياض، وفي فترة الستينات تركز الاهتمام على وضع وصياغة الأنظمة واللوائح البنكية في ظل اتساع الأعمال البنكية وقبول المملكة إمكانية تحويل الريال بالكامل في سنة 1961، وتم في سنة 1966 إصدار نظام مراقبة البنوك الذي منح مؤسسة النقد العربي السعودي صلاحيات رقابية واسعة، وخدم هذا النظام المملكة بصورة جيدة لأنه تضمن أحكاماً صارمة بخصوص كفاية رأس المال، والسيولة ومتطلبات الاحتياطي، وتركز القروض وغير ذلك، وينص النظام على أنه يتعين على البنوك تقديم بيانات وإحصائيات مالية دورية للمؤسسة وأن تمارس المؤسسة الرقابة المصرفية من داخل البنوك وخارجها.

وتميز عقد السبعينات بأنه مرحلة النمو السريع للنظام المصرفي وتوطيده حيث نمت خلال هذه الفترة أصول البنوك من 3 مليار ريال إلى 93 مليار ريال، وارتفعت الودائع من 2 مليار ريال إلى 68 مليار ريال،

¹ محمد بن سلمان الجاسر، تطور القطاع المالي لتحقيق نمو اقتصادي أفضل، ورقة عمل مقدمة للجلسة العامة لندوة الرؤية المستقبلية للاقتصاد السعودي حتى عام 2020، وزارة التخطيط، الرياض، يومي 19 - 23 أكتوبر 2002، ص 3.

الفصل الثالث: دراسة تجربة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال

الفترة 2006 - 2015

وأعلنت الحكومة خلال نفس العقد وعلى التحديد في سنة 1976، عن سياسة هامة بخصوص المشاركة السعودية في البنوك الأجنبية، واقتضى ذلك تحويل فروع البنوك الأجنبية إلى شركات مساهمة تتداول أسهمها من قبل الجمهور على أن تكون غالبية حقوق الملكية لمساهمين سعوديين، وأدى هذا البرنامج الذي تم تطبيقه تدريجياً خلال فترة ثمانية سنوات، إلى تعزيز رأسمال البنوك إلى المستوى الملائم لمواكبة التوسع الكبير في المتطلبات المتزايدة للأعمال البنكية، بالإضافة إلى إتاحة الفرصة للاستفادة من الخبرات والتقنية الأجنبية، كما استفادت البنوك الأجنبية لإمكانية حيازتها لحصص كبيرة في البنوك المحلية بالإضافة إلى حصولها على عقود الإدارة، وكانت فترة الثمانينات محك الاختبار الحقيقي لقوة ومرونة النظام المصرفي والقدرات الرقابية لمؤسسة النقد العربي السعودي، فمع هبوط أسعار النفط في بداية عقد الثمانينات من مستوياتها التي كانت سائدة، واستمرارها بالانخفاض خلال ذلك العقد، تراجعت إيرادات الحكومة بدرجة كبيرة من 368 مليار ريال في عام 1981 إلى 104 مليار ريال في عام 1987، وأحدث هذا الانخفاض ضغوطاً كبيرة على نوعية أصول البنوك التي تدهورت مع تباطؤ النمو، وعانت البنوك من القروض المتعثرة مما أدى إلى انخفاض أرباحها.

ولتصحيح الوضع بادرت الحكومة ممثلة في مؤسسة النقد العربي السعودي، باتخاذ عدد من التدابير شملت طلب موافقة مسبقة من المؤسسة للإعلان عن توزيع الأرباح ليتسنى للبنوك تكوين احتياطات، وتمديد فترة الإعفاء الضريبي، وتخفيضات ضريبية لتغطية مخصصات الديون المعدومة، وتحسين كفاءة الإدارة السليمة للشركات، وتعزيز إجراءات إدارة المخاطر في البنوك، وإنشاء لجنة تسوية المنازعات البنكية. وأدخلت المؤسسة عدداً من الأنظمة التقنية المتقدمة وتشمل نظام عمليات المقاصة الآلية، وأجهزة الصراف الآلي واستخدام نظام سويفت، وقد أدت هذه الأنظمة إلى تحسين كفاءة الأعمال البنكية وتعزيز الخدمات المالية وتفعيل الضوابط الإشرافية.

توافقت بداية فترة التسعينات مع نشوب أزمة الخليج، فقد أدت هذه الأزمة إلى إقبال شديد على سحب الودائع البنكية وتحويلها إلى نقد سائل كإجراء احترازي وتحويل الأموال إلى الخارج مما أحدث مشكلة سيولة حادة للبنوك، غير أن مؤسسة النقد بادرت فوراً لتصحيح الوضع بتزويد البنوك بالأموال اللازمة بالعملة المحلية والنقد الأجنبي، وعلى الفور عادت الثقة للسوق النقدية مجدداً، وبدأت الأموال بالتدفق إلى النظام المصرفي وتوقف تدفق الأموال إلى الخارج، بل عادت الأموال بالتدفق إلى الداخل، وبعد انتهاء أزمة الخليج حدث انتعاش في الاقتصاد، وشهد النشاط البنكي نمواً سريعاً، ولم تؤثر التقلبات المفاجئة في أسعار النفط والأوضاع الدولية الصعبة، بما في ذلك الأزمة المكسيكية في سنة 1994 وأزمة دول جنوب شرق آسيا في سنة 1997، على زخم نمو البنوك السعودية وربحيتها.

واستمرت عملية توطيد النظام المصرفي على نحو أفضل مع اندماج بعض البنوك، ولقد أعطت الحكومة أولوية كبيرة لتدريب وتنمية الموارد البشرية الوطنية والاستفادة منها، وقامت البنوك السعودية باستثمارات كبيرة في مجال تدريب السعوديين بتصميم برامجها التدريبية الخاصة بها والاستفادة أيضاً من المعهد البنكي التابع لمؤسسة النقد العربي السعودي، ومارست البنوك السعودية دوراً هاماً ومتزايداً في دعم نمو الاقتصاد السعودي في الأعوام الأخيرة، وتساهم البنوك السعودية في جهود التنمية التي تبذلها الحكومة وذلك من خلال الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية، وارتفعت استثمارات البنوك في الأوراق المالية الحكومية من نسبة 6% من إجمالي موجوداتها في سنة 1990 إلى نسبة 25% في نهاية النصف الأول من عام 2002، وبذلك وصلت السيولة التي تزخر بها البنوك في الاقتصاد الوطني إلى حوالي 115% من إجمالي الودائع.¹

ثالثاً: مؤسسات الإقراض المتخصصة

تشكل مؤسسات الإقراض المتخصصة قطاعاً مهماً من النظام المالي السعودي، وهي تشمل: صندوق التنمية الصناعية السعودي، والبنك الزراعي العربي السعودي، وصندوق التنمية العقارية، وصندوق الاستثمارات العامة، وبنك التسليف السعودي، ومارست المؤسسة دوراً هاماً في إنشاء هذه المؤسسات العامة، وتقدم هذه المؤسسات القروض الطويلة الأجل لقطاعات حيوية من الاقتصاد مثل الصناعة، والزراعة، والتنمية العقارية والمهن الحرة وتلبية الاحتياجات الاجتماعية مما يشجع النمو القطاعي وتتبع الاقتصاد، ومارست هذه المؤسسات ومازالت تمارس أدواراً هامة في تعزيز النمو ودعم تلك القطاعات، حيث بلغ إجمالي قروضها المنصرفة منذ تأسيسها وحتى نهاية الربع الأول من سنة 2002 حوالي 289 مليار ريال، وبعد صدور نظام الاستثمار الأجنبي الجديد لتشجيع الاستثمارات الأجنبية، سيقوم صندوق التنمية الصناعية السعودي بتقديم قروض لمشاريع ذات ملكية أجنبية بالكامل، وبالنسبة لصناديق التأمينات الاجتماعية، فإن مصلحة معاشات التقاعد والمؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية هما الجهتان المعنيتان بهذه الخدمات بالنسبة للعاملين في القطاعين الحكومي والخاص، ونظراً لتنامي عدد سكان المملكة وتزايد عدد العاملين من الشباب، بحيث تفوق مدفوعات الاشتراكات مدفوعات التعويضات فسيستمر نمو الأموال التي تديرها هاتان المؤسستان لعدة سنوات قادمة، وتمثل هذه الأموال مصدراً كبيراً للمدخرات الوطنية.²

¹ نفس المرجع سابق، ص 6.

² نفس المرجع السابق، ص 9.

رابعاً: سوق رأس المال

بالإضافة إلى توسع دور القطاع المصرفي، بذلت الحكومة جهوداً لتطوير سوق رأس المال، وخاصة سوق الأسهم، وقد بدأ تداول الأسهم بالمملكة العربية السعودية في سنة 1935، وفي منتصف الثمانينات وضعت الحكومة كافة عمليات تداول الأسهم تحت إشراف مؤسسة النقد العربي السعودي، وفوضت البنوك التجارية بممارسة أعمال الوساطة في تداول الأسهم، وشهدت سوق الأسهم تطوراً كبيراً بإدخال نظام تداول (Tadawul) في أكتوبر 2001.¹

¹ نفس المرجع السابق، ص 10.

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار في السوق المالية السعودية

تعتبر السعودية من الدول التي خاضت تجربة صناديق الاستثمار، نظرا للخبرة التي تتمتع بها سوق الأوراق المالية السعودية، حيث شهدت صناديق الاستثمار في السعودية تطورا ملحوظا منذ نشأتها، سواء من حيث الأنواع أو القوانين والقواعد التي تنظمها، وعليه سوف نتناول في هذا المبحث نشأة صناديق الاستثمار، أساليب إدارتها ومختلف أنواعها.

المطلب الأول: صناديق الاستثمار السعودية وأساليب إدارتها

وستتطرق من خلال هذا المطلب إلى:

أولاً: نشأة صناديق الاستثمار السعودية

شهدت السعودية إنشاء أول بنك استثماري الذي قام بإنشاء أول صندوق استثماري في ديسمبر 1979 باسم صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل، ولم تصدر قواعد وتنظيم صناديق الاستثمار السعودية إلا بعد هذا التاريخ بنحو 14 عاما، أي في بداية عام 1993، واستمرت البنوك السعودية نتيجة لنجاح هذه التجربة في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة، علما أن إدارة هذه الصناديق انتقلت حاليا إلى شركات الوساطة المرخص لها من هيئة السوق المالية.¹

ثانياً: أساليب إدارة صناديق الاستثمار في السوق المالية السعودية

تطورت صناعة الصناديق الاستثمارية حتى صار يديرها مديرون محترفون لديهم مهارات خاصة في اختيار الوسائل الاستثمارية الملائمة التي يتوقعون لها أداء متميز، وقد نشأ في هذه الصناعة أسلوبان لإدارة هذه الصناديق، أحدهما يعرف بأسلوب الإدارة غير النشيطة أو السلبية ويعرف الآخر بأسلوب الإدارة النشيطة، ويمكن التفريق بين الأسلوبين بما يلي:

– أسلوب الإدارة غير النشيطة: توزع وفقه 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 أو أي مؤشر آخر مبتكر، كالاستثمار مثلا في أسهم مؤشر الصناعة، مما يعني قيام مدير الصندوق بالاستثمار في كل أسهم الشركات الصناعية بحيث تكون نسب الأسهم في محفظة الصندوق مطابقة إلى حد ما لنسب الأسهم في المؤشر، وتعد الصناديق الخاصة بالمؤشرات أمثلة على استراتيجيات الإدارة السلبية للصناديق، التي لا يحاول فيها مدير الصندوق أن يتجاوز أداء الصندوق أداء المؤشر

¹هيئة السوق المالية السعودية، الموقع الإلكتروني

المعني، ولهذا السبب يتميز هذا الأسلوب من الإدارة بشكل عام بانخفاض تكاليف الرسوم الإدارية التي يقتطعها مدير الصندوق مقابل أتعابه.

– **أسلوب الإدارة النشيطة:** يقوم على أساس توظيف مهارات مدير الصندوق في التأثير الإيجابي في أداء صندوقه لتحقيق عوائد تفوق العوائد المتحققة من الاستثمار في مؤشرات السوق، ويحاول مديرو الصناديق التنبؤ باتجاهات الأسواق وتغيير نسب تملكهم وفقا لذلك، لذا يغير مديرو الصناديق وسائلهم الاستثمارية داخل الصندوق تغييرا متواصلا مما يحتم إعادة تشكيل الأسهم أو القطاعات أو تغيير نسب التملك فيها، وذلك بحسب استقراءهم لمستقبل المناخ الاستثماري في السوق الذي يعمل فيه الصندوق، وهذا ما يفسر الارتفاع النسبي لتكاليف الإدارة في الصناديق التي تتبع هذا الأسلوب.

ثالثا: قياس أداء الصناديق

يعد معيار صافي قيمة الأصول المعيار الذي يبنى عليه تقويم أداء الصندوق الاستثماري. ويتكون صافي قيمة الأصول من إجمالي الأصول مخصوما منه إجمالي الخصوم للصندوق، وبشكل أكثر تفصيلا هو القيمة السوقية لجميع الأوراق المالية المملوكة مضافا إليها أي مستحقات للصندوق قيد التحصيل وأي مبالغ نقدية أخرى بعد خصم أي إلتزامات على الصندوق، ويحسب سعر الوحدة بقسمة صافي قيمة الأصول على عدد الوحدات المصدرة.¹

يقاس عائد الاستثمار في الصندوق باستخدام المقارنة بين سعر الوحدة للصندوق الاستثماري في بداية ونهاية مدة الاستثمار على النحو التالي:

$$\text{قيمة و.ص في نهاية مدة الاستثمار - قيمة و.ص في بداية الاستثمار} \\ \text{قيمة و.ص في بداية الاستثمار} \times 100 = \text{عائد الاستثمار إلى الصندوق}$$

و.ص = وحدة الصندوق

ويمكن توضيح آلية تقييم الصناديق الاستثمارية بالمثال التالي:

¹ هيئة السوق المالية السعودية، الموقع الإلكتروني

الفصل الثالث: دراسة تجربة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال

الفترة 2006-2015

إذا اشترى مستثمر عددا من الوحدات في صندوق (س) بقيمة 500 ريالاً للوحدة في بداية مدة الاستثمار، وباع الوحدات بقيمة 580 ريالاً للوحدة في نهاية المدة يكون عائد الاستثمار للفترة الاستثمارية في الصندوق:

500-580
$\%16 = 100 \times \frac{\quad}{500}$

وكما زادت قيمة الوحدة للصندوق الاستثماري زاد عائد الاستثمار في هذا الصندوق، ويتأثر أداء الصناديق الاستثمارية مثل غيرها من الأدوات الاستثمارية بعوامل مختلفة تبعاً لتأثر الأوراق المالية المدرجة فيها، مما ينعكس على أداء الصندوق إجمالاً وقيمة وحداته. ويجتهد المديرون والعاملون في هذه الصناديق لتحقيق أعلى معدلات نمو ممكنة، وأفضل أداء من خلال محاولة التعرف على هذه العوامل، وتوظيف مهنهم مقدراتهم في تطويعها لتحسين أداء هذه الصناديق، ويتباين أداء الصناديق تبعاً لمقدرة المديرين على التعرف على هذه العوامل، ولهذا تتنافس الصناديق في استقطاب الأشخاص الأكثر خبرة ومهنية في معرفة هذه العوامل والإحاطة بها.

وبعد حساب عائد الاستثمار إلى الصندوق يمكن تقويم هذا العائد من جوانب مختلفة، فقد يكون بشكل مطلق أي تقويم العائد الذي حققه الصندوق في فترة معينة دون المقارنة بعوائد الأدوات المالية الأخرى أو المؤشر العام أو مؤشر القطاعات، إضافة إلى تقويم العائد بشكل نسبي من خلال المقارنة، أو تقويم العائد بعد أخذ مستوى المخاطر الكامنة في الاعتبار.¹

رابعاً: المعلومات المتعلقة بالصناديق

تتوافر معلومات مختلفة عن صناديق الاستثمار من مصادر متعددة، وتختلف هذه المعلومات بحسب طبيعتها، فمدير الصندوق يحرص على إبراز الصورة من خلال نشرات مختلفة تتضمن معلومات وافية في الغالب على ما يلي:

– معلومات عامة عن الصندوق مثل تاريخ الإنشاء، وعملة الصندوق، وسعر الوحدة عند التأسيس، وسعرها الحالي، ورسوم الإشتراك، ومواعيد الإشتراك، والحد الأدنى للسحب أو الإضافة، ومدة السداد عند السحب وما إلى ذلك؛

¹ هيئة السوق المالية السعودية، الموقع الإلكتروني

– معلومات عن مدير الصندوق، وطبيعة الصندوق وهدفه، وتوزيع أصوله، وبعض الإحصاءات عن عوائده ومخاطره، وغير ذلك من المعلومات التي تخالف فيها بين الصناديق وتتباين بحسب طبيعتها وما يجب أن يعرفه المستثمر عنها. أما المعلومات الخاصة بأسعار الوحدات للصناديق فيمكن متابعتها من خلال عدد من المصادر منها:

- موقع " تداول " الإلكتروني أو منشوراته www.tadawul.com.sa ؛
- موقع الشركة (الشخص المرخص له من هيئة السوق المالية) مدير الصندوق أو منشوراته؛
- الصحف والمجلات وباقي المطبوعات الاقتصادية.¹

المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار في السوق المالية السعودية

تتنوع صناديق الاستثمار في السوق المالية السعودية بحسب مجالات الاستثمار التي تتبعها وأهداف وحاجات المستثمرين وذلك على النحو التالي:

أولاً: صناديق سوق النقد: هي صناديق تستثمر في سوق النقد، وتتسم بسيولتها العالية وقصر آجالها الاستثمارية، وانخفاض درجة مخاطرها مقارنة بأنواع الصناديق الأخرى، ويترتب على ذلك انخفاض عوائدها نسبياً، وعلى الرغم من تصنيف صناديق النقد بشكل عام منخفضة المخاطر، لا تعد هذه الصناديق خالية من المخاطر وذلك أن المبلغ المستثمر قد ينخفض أو يتذبذب بشكل كبير بسبب عدة عوامل.

يضم هذا النوع مجموعة من صناديق أسواق نقد بالريال السعودي و صناديق أسواق نقد بعملات أجنبية نذكر منها: صندوق قصير الأجل بالريال السعودي، صندوق المبارك للمتاجرة بالريال السعودي، صندوق الأسواق المالية بالريال السعودي، صندوق الأهلي للصدقات، صندوق الأهلي للاستثمار الوطني، صندوق قصير الأجل بالدولار، صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل، صندوق الرياض للنقد بالدولار، صندوق الأوساط لأسواق النقد.

ثانياً: صناديق أدوات الدين ذات الدخل الثابت: هي صناديق تستثمر في أدوات الدين مثل الصكوك والسندات وغيرها التي تصدرها الشركات والجهات الحكومية وشبه الحكومية، أو أي جهة أخرى يحق لها إصدار أي نوع من أدوات الدين، وتتأثر أسعار أدوات الدين من صكوك وسندات بعوامل خطر متعددة، منها على سبيل المثال لا الحصر معدل الفائدة، وتصنيف السند من شركات التصنيف، ومخاطر توقف

¹ هيئة السوق المالية السعودية، الموقع الإلكتروني

الدفعات. ونذكر منها: صندوق إتش إس بي سي أمانة للصكوك، صندوق السعودي الفرنسي للدخل الثابت للأسواق الناشئة.

ثالثاً: صناديق الأسهم: هي صناديق تستثمر بصفة رئيسية في أسهم الشركات سواء أكانت محلية أم دولية أم إقليمية، ويندرج ضمن صناديق الأسهم العديد من الأنواع بحسب أهداف الصندوق وفقاً لما يلي:

– **صناديق الدخل:** تسعى إلى الحصول على دخل عن طريق الاستثمار بصورة أساسية في أسهم الشركات التي لها سجل متميز من عائدات التوزيعات، نذكر منها: صندوق الجزيرة الخليجي للدخل، صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل، صندوق القوافل للمتاجرة بالسلع، فالكم للمرابحة بالريال السعودي.

– **صناديق أسهم النمو:** تبحث عن تنمية رأس مالها عن طريق الاستثمار في الشركات المتوقع أن ترتفع قيمتها السوقية بحيث يعتمد الصندوق في أدائه اعتماداً رئيسياً على تحقق الأرباح الرأس مالية، ولا يعد دخل التوزيعات عاملاً مهماً، صندوق نذكر منها: صندوق الأسهم الأمريكية، صندوق الأسهم الأوروبية، صندوق الأسهم اليابانية، صندوق الاتصالات، صندوق أسهم جنوب شرق آسيا، صندوق الرياض للأسهم.

– **صناديق النمو والدخل:** تسعى إلى تحقيق الربح عن طريق الجمع بين تنمية رأس المال وتحقيق الدخل، نذكر منها: صندوق الميزان متعدد الأصول، صندوق السعودي الفرنسي للعقار، صندوق العربي المتوازن، صندوق الدخل المتوازن، صندوق الأهلي الخليجي للنمو والدخل.

– **صناديق الأسهم الدولية:** تسعى إلى الاستثمار في أسهم الشركات غير المحلية وحصر عملها في أسهم سوق دولة واحدة أو أكثر، نذكر منها: صندوق أسهم الصين والهند، صندوق أسهم الأسواق الناشئة، صندوق.

– **صناديق الأسهم العالمية:** تستثمر أموالها في أسهم أسواق دول عدة من مختلف أرجاء العالم، نذكر منها: صندوق الأسهم البريطانية، صندوق الثريا للأسهم الأوروبية، صندوق الأسهم الأمريكية، النقاء للأسهم الآسيوية النامية.

– **صناديق الأسهم المحلية:** وتستثمر أموالها في الشركات المحلية نذكر منها: صندوق الفرص، صندوق الشركات المالية، صندوق الأمانة للشركات الصناعية.

– **صناديق القطاعات:** تستثمر في أسهم قطاع معين كالتعدين الزراعة أو البتروكيماويات أو العقار أو غيرها من الصناعات المحددة.

الفصل الثالث: دراسة تجربة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال

الفترة 2006 - 2015

رابعاً: **الصناديق المتوازنة:** هي صناديق استثمارية تجمع في أصولها بين الأسهم والسندات وتخصص جزءاً من استثماراتها للأدوات المالية قصيرة الأجل، نذكر منها: صناديق الدخل المتوازن، محفظة المناورة للنمو المتحفظ، صندوق الشامخ، صندوق الشامخ المنفق مع الشريعة، الصندوق العربي المتوازن.¹

¹ هيئة السوق المالية السعودية، الموقع الإلكتروني

المبحث الثالث: تقييم مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006_2015)

اكتسبت صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية مكانة هامة من خلال النشاط الملحوظ التي تتميز به، وذلك لزيادة الاهتمام بهذه المؤسسات المالية من قبل المدخرين والمستثمرين والحكومة على حد سواء، وفي سبيل معرفة دور هذه الصناديق في تفعيل سوق الأوراق المالية السعودية سننظر من خلال هذا المبحث إلى تطور صناديق الاستثمار من حيث العدد والحجم ومدى مساهمتها في رأس مال السوق.

المطلب الأول: تطور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006 - 2015)

بالرغم من الأزمات التي تعرض لها سوق الأوراق المالية السعودية إلا أن صناديق الاستثمار عرفت نموا مستمرا خلال الفترة (2006-2015).

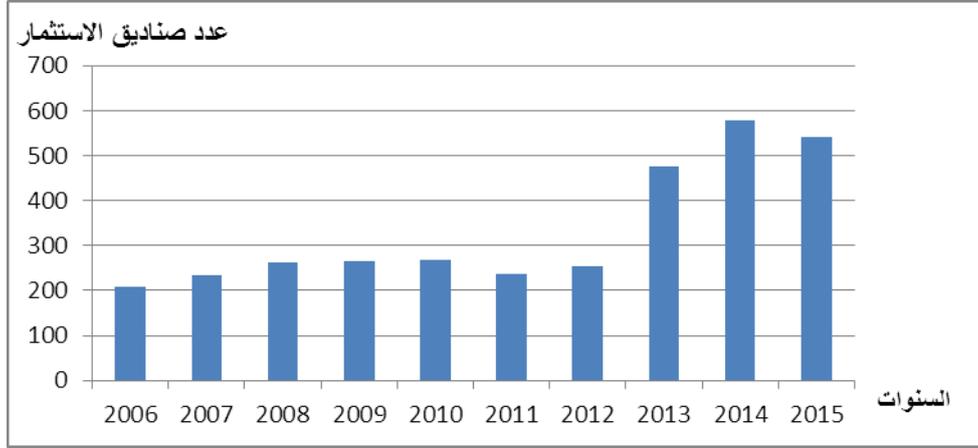
أولا: تطور عدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006 - 2015) يمكن توضيح تطور عدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة 2006-2015 من خلال الجدول والشكل التاليين:

الجدول رقم (3 - 1): تطور عدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006 - 2015)

السنوات	عدد الصناديق	السنوات	عدد الصناديق
2006	208	2011	237
2007	233	2012	255
2008	262	2013	476
2009	266	2014	578
2010	267	2015	541

المصدر: هيئة السوق المالية السعودية، الموقع الإلكتروني:

الشكل رقم (3 - 1): تطور عدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006 - 2015)



المصدر: من إعداد الطالب بالاستناد إلى الجدول رقم (3 - 1).

يمثل الجدول رقم (3-1) والشكل رقم (3-1) تطور عدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)، حيث نلاحظ التطور الكبير في عدد صناديق الاستثمار خلال الفترة (2006-2015)، إلا أن هذا التطور شهد تذبذباً خلال الفترة (2011-2012)، ليرتفع عدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية بعد ذلك بشكل ملحوظ خلال الفترة (2013-2015)، ويرجع سبب الزيادة في عدد صناديق الاستثمار إلى زيادة طرح الصناديق الجديدة بجميع أنواعها للإكتتاب، أما التراجع في عدد الصناديق خلال الفترة (2011-2012) يعود إلى تراجع عدد صناديق الاستثمار في الأسهم وصناديق سوق النقد، بالإضافة إلى صناديق أخرى (تتمثل في صناديق رأس المال المحمي)، بنسب تتراوح بين 2,6% إلى 60%، إلا أن تطور عدد صناديق الاستثمار لا يفسر بشكل واضح حجم التعامل في هذه الصناديق.

ثانياً: تطور حجم صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)

يمكن توضيح تطور حجم صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة 2006-2015 من خلال الجدول والشكل التاليين:

الفصل الثالث: دراسة تجربة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال

الفترة 2006 - 2015

الجدول رقم (3-2): تطور حجم صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006 - 2015)

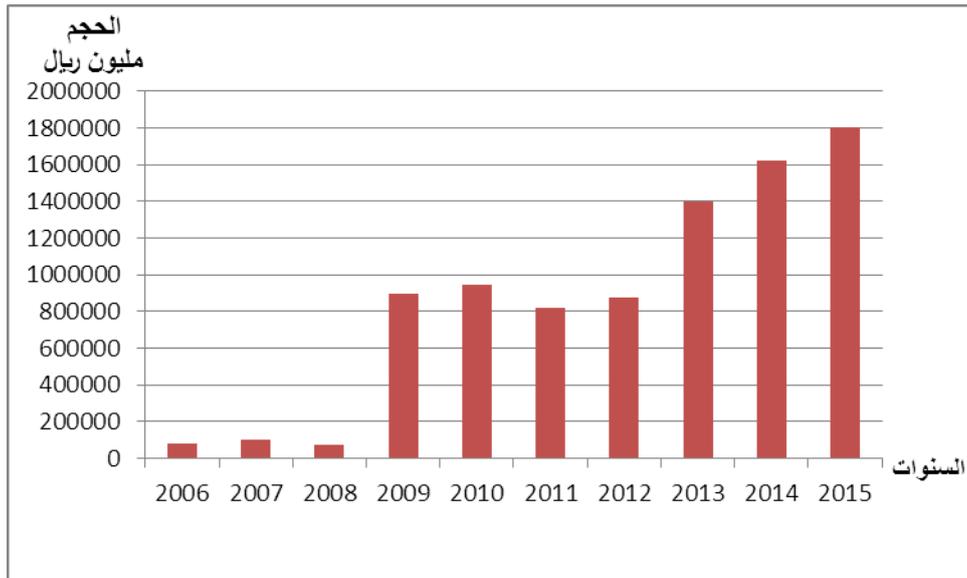
الوحدة: مليون ريال سعودي

السنوات	الحجم	السنوات	الحجم
2006	84 238	2011	82 076,4
2007	105 098	2012	87 959,8
2008	74 814	2013	139 765,6
2009	89 559,9	2014	162 088,1
2010	94 666,1	2015	180 257,3

المصدر: هيئة السوق المالية السعودية، الموقع الإلكتروني

:www.cma.org.sa, consulté le 29/04/2017, 32: 21

الشكل رقم (3-2): تطور حجم صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006 - 2015)



المصدر: من إعداد الطالب بالاستناد إلى الجدول رقم (3-2).

يمثل الجدول رقم (3-2) والشكل رقم (3-2) تطور حجم صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)، حيث نلاحظ تذبذب حجم صناديق الاستثمار خلال الفترة

الفصل الثالث: دراسة تجربة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال

الفترة 2006-2015

(2008-2006) حيث سجلت قيمة 74 814 مليون ريال سعودي في سنة 2008، وذلك يرجع إلى تداعيات الأزمة المالية التي ضربت سوق الأوراق المالية السعودية سنة 2006، ما أدى إلى ضياع ثروة صغار المستثمرين وبالتالي انخفضت ثقة المستثمرين في السوق، ليشهد حجم صناديق الاستثمار طفرة كبيرة في السوق بحيث ارتفع حجمها بنسبة 109,7% سنة 2009، مدفوعة بزيادة أحجام صناديق الاستثمار الجديدة والمرتبطة بصناديق أسواق النقد وصناديق الأسهم، مع تراجع الصناديق العقارية، ليشهد بعد ذلك حجم صناديق الاستثمار تذبذباً آخر خلال الفترة (2009-2012) ويفسر ذلك بضغط الثورات التي اجتاحت دول المنطقة عموماً وتداعيات الأزمة المالية العالمية، ليعود بعد ذلك حجم صناديق الاستثمار للإنتعاش من جديد خلال الفترة (2013-2015)، أما الزيادة الكبيرة الحاصلة في حجم صناديق الاستثمار بعد سنة 2012 فتعود إلى زيادة قيم أصول صناديق الاستثمار العقارية وصناديق الأسهم بـ 4,9 مليار ريال و 1,9 مليار ريال على التوالي، وسجلت صناديق الاستثمار أعلى قيمة لها سنة 2015 تقدر بـ 180 257,3 مليون ريال سعودي، نتيجة البرامج الاستثمارية الكبيرة المسطرة من قبل الدولة خلال تلك الفترة.

ثالثاً: تطور عدد وحجم صناديق الاستثمار حسب النوع في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2015 - 2006)

تتقسم صناديق الاستثمار المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية إلى: صناديق الأسهم، صناديق أدوات الدين، صناديق أسواق النقد، الصناديق العقارية والصناديق القابضة بالإضافة إلى صناديق أخرى، يمكن توضيح تطور عدد وحجم صناديق الاستثمار حسب النوع في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة 2006-2015 من خلال الجدول والشكل التاليين:

الفصل الثالث: دراسة تجربة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال

الفترة 2006 - 2015

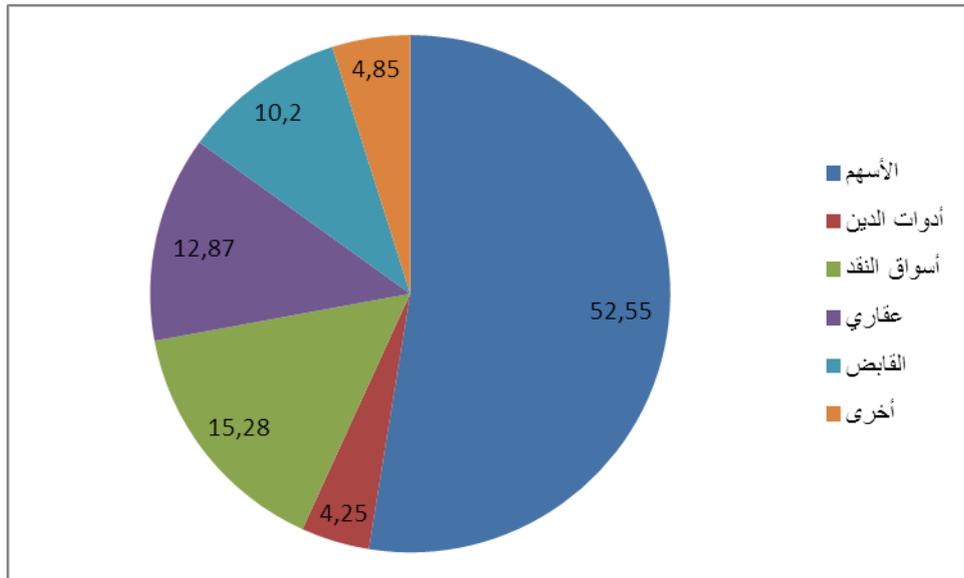
الجدول رقم (3-3): عدد وحجم صناديق الاستثمار حسب النوع في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006 - 2015)

الوحدة: مليون ريال سعودي

نوع الصندوق	العدد	النسبة	الحجم	النسبة %
الأسهم	1830	52.55	2 384 608	27.64
أدوات الدين	148	4.25	65 104	0.75
أسواق النقد (مرابحة)	532	15.28	3 606 086	41.80
عقاري	448	12.87	1 311 297	15.20
القبض	355	10.20	171 556	1.99
أخرى	169	4.85	1 045 601	12.12
الإجمالي	3482	100	8 627 882	100

المصدر: من إعداد الطالب بالاستناد إلى الملحق رقم 1 والملحق رقم 2.

الشكل رقم (3-3): توزيع عدد صناديق الاستثمار حسب النوع في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006 - 2015)



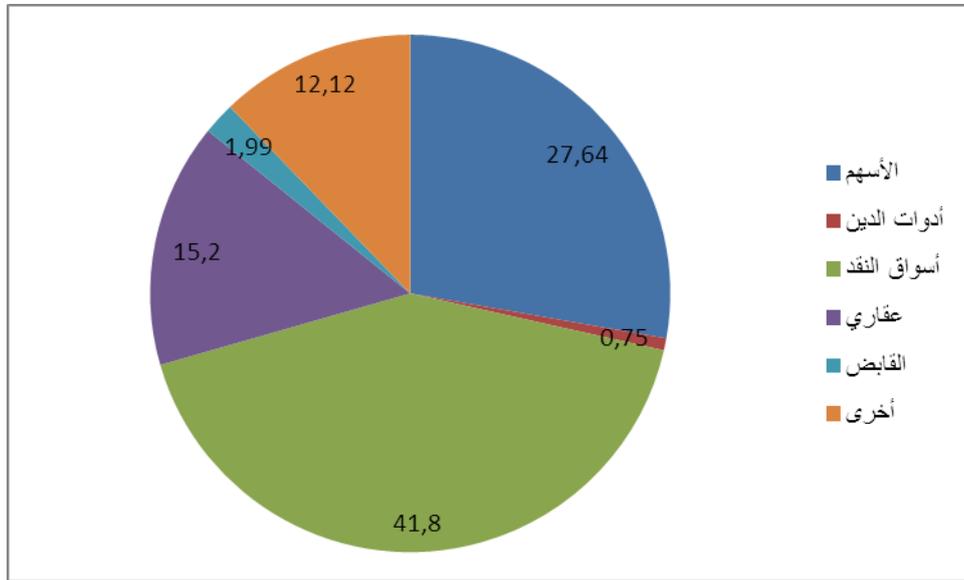
المصدر: من إعداد الطالب بالاستناد إلى الجدول رقم (3-3).

الفصل الثالث: دراسة تجربة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال

الفترة 2006-2015

يمثل الجدول رقم (3-3) والشكل رقم (3-3) توزيع صناديق الاستثمار حسب النوع في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)، حيث نلاحظ أن صناديق الأسهم شكلت النسبة الأكبر في سوق الأوراق المالية السعودية حيث مثلت أكثر من نصف عدد الصناديق المتداولة في السوق، حيث قدرت نسبتها 52,55% مقارنة بباقي الصناديق، وهذا ما يدل على تركيز السوق والمستثمرين على هذه الفئة من الصناديق، أما باقي الصناديق فكانت نسبتها متفاوتة حيث جاءت صناديق أدوات الدين والصناديق العقارية في المرتبة الثانية والثالثة بنسبة 15,28% و 12,87% على التوالي، لتأتي بعدها الصناديق القابضة بنسبة 4,25%، وصولاً إلى صناديق أدوات الدين التي سجلت أدنى نسبة بـ 4,25%، أما 4,85% المتبقية فكانت عبارة عن صناديق أخرى.

الشكل رقم (3-4): توزيع حجم صناديق الاستثمار حسب النوع في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)



المصدر: من إعداد الطالب بالاستناد إلى الجدول رقم (3-3).

يمثل الشكل رقم (3-4) تطور نسبة حجم صناديق الاستثمار حسب النوع في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)، حيث نلاحظ من خلاله أن صناديق أسواق النقد شكلت النسبة الأكبر من حيث الحجم مقارنة بالصناديق المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية بقيمة مرتفعة نسبياً، قدرت بـ 41,8% خلال 2006-2015، وهذا ما يدل على مدى رواج هذا النوع من الصناديق، لتليها كل من صناديق الأسهم والصناديق العقارية بنسبة 27,64% و 15,2% على التوالي، في حين شكلت

الفصل الثالث: دراسة تجربة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال

الفترة 2006 - 2015

باقي الصناديق نسب متفاوتة حيث قدرت نسبة الصناديق الأخرى بـ 12,12%، والصناديق القابضة 1,99% بينما شكلت أدوات الدين أدنى قيمة مسجلة بنسبة هامشية لا تتعدى 0,75%.

ومما سبق يمكن استنتاج أن صناديق الأسهم دائماً ما يتم إصدارها بأحجام صغيرة مما تتطلب وجود عدد كبير من الصناديق الخاصة بها مقارنة بحجمها، على عكس صناديق أدوات الدين التي تكون كبيرة الحجم مقارنة بباقي الصناديق لذلك فهي تحتاج إلى عدد قليل من الصناديق المصدرة.

المطلب الثاني: مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)

يمكن استنتاج المكانة التي تحتلها صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية من خلال معرفة نسبة مساهمتها في رسملة سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015).

الجدول رقم (3 - 4): نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في رأس مال سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)

الوحدة: مليار ريال سعودي

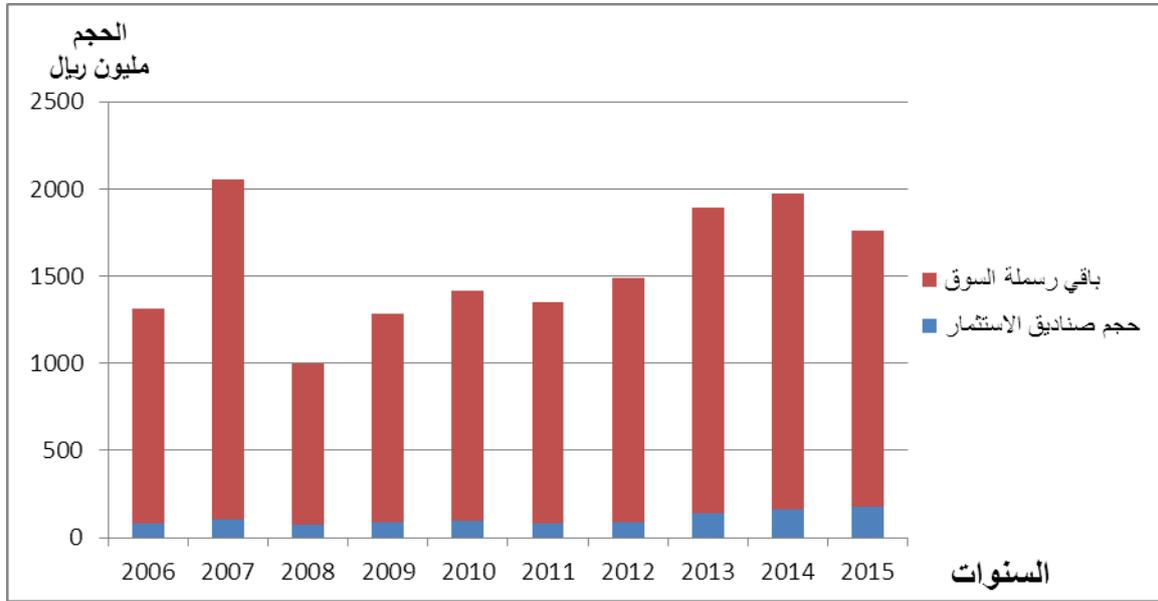
السنوات	الحجم	رسملة السوق	النسبة %
2006	84.238	1226	6,90
2007	105.098	1946	5,40
2008	74.814	925	8,90
2009	89.559,9	1196	7.48
2010	94.666,1	1325	7.15
2011	82.076,4	1271	6.45
2012	87.959,8	1400	6.28
2013	139.765,6	1752	7.97
2014	162.088,1	1813	8.94
2015	180.257,3	1579	11.41

المصدر: من إعداد الطالب بالاستناد على تقارير مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير 48، ص 224، التقرير 51، ص 90.

الفصل الثالث: دراسة تجربة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال

الفترة 2006 - 2015

الشكل رقم (3-5): نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في رأس مال سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)



المصدر: من إعداد الطالب بالاستناد إلى الجدول رقم (3-5).

يمثل الجدول رقم (3-4) والشكل رقم (3-5) نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)، حيث نلاحظ من خلاله أن مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية كانت ضعيفة ومتذبذبة خلال الفترة (2006-2015) إذ لم تتجاوز نسبة 11% من إجمالي القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية السعودية، بحيث قدرت بـ 6,90% و 5,40% سنة 2006 و 2007، و 8,90% سنة 2008، نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية بالإضافة إلى أزمة سوق الأوراق المالية السعودية سنة 2006، ومع حلول سنة 2009 بدأت نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في التدهور تدريجياً، لتبلغ خلال سنة 2009 نسبة 7,48% و 7,15% سنة 2010 وتستمر في الانخفاض خلال السنتين 2011 و 2012 مسجلتا 6,45% و 6,28% على التوالي، وذلك بسبب فقدان صناديق الاستثمار لثقة المستثمرين حيث خرج نحو 26,4 ألف مشترك سنة 2011 أي ما يعادل 8,2% مقارنة بالعام السابق (2010)، مما أدى لانخفاض إجمالي أصول الصناديق وذلك وفقاً لتقرير مؤسسة النقد السعودي، لتبدأ هذه النسبة في الانتعاش مجدداً خلال سنوات (2013-2015) لتصل إلى أعلى قيمة لها سنة 2015 بنسبة قدرت بـ 11,41%.

الفصل الثالث: دراسة تجربة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال

الفترة 2006 - 2015

ومنه نستنتج أن نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال فترة الدراسة (2006-2015) كانت ضعيفة إذ لم تتجاوز 11,41% ويمكن إرجاع ذلك إلى جملة من الأسباب وهي كما يلي:

- قلة عدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية مقارنة بباقي الأدوات المالية؛
- قلة عدد المستثمرين نتيجة القوانين المنظمة للعمل في السوق التي تمنع الأجانب من الدخول في سوق الأوراق المالية السعودية وبالتالي قلة حجم أصولها، بالإضافة إلى الأوضاع السياسية في المنطقة؛
- فقدان المستثمرين للنقطة في صناديق الاستثمار بعد أزمة 2006 وهو ما أدى إلى خروج المشتركين فيها وقلة دخول مشتركين جدد.

خلاصة الفصل الثالث:

إن سوق الأوراق المالية السعودية تعد سوق قديمة النشأة، حيث تأسست أول شركة في أواسط الثلاثينيات من القرن العشرين متمثلة في الشركة العربية السعودية، غير أن هذه السوق لم تكن بصفة رسمية إلى غاية أوائل الثمانينيات، وتتولى منذ 2003 هيئة السوق المالية السعودية عمليات التنظيم والإشراف والرقابة على السوق، ويظم النظام المالي السعودي مجموعة من المؤسسات التي تعمل على خدمة المستثمرين مثل صندوق النقد العربي السعودي والبنوك التجارية... الخ.

أما صناديق الاستثمار فقد تم إنشاء كأول تجربة صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل سنة 1979، ونتيجة لنجاح التجربة فقد استمرت البنوك في إصدار هذه الصناديق، ويتم الإعتماد في سوق الأوراق المالية السعودية على أنواع عديدة من صناديق الاستثمار منها صناديق الأسهم، صناديق النقد، والصناديق العقارية... الخ، كما يعتمد على أسلوبين لإدارة الصناديق في سوق الأوراق المالية السعودية الأسلوب المباشر والأسلوب غير المباشر.

لقد تطورت الصناديق الاستثمارية في سوق الأوراق المالية السعودية سواء من حيث العدد أو الحجم خلال الفترة (2006-2015)، رغم التذبذبات التي رافقت هذا التطور جراء العديد من العوامل المؤثرة كأزمة سوق الأوراق المالية السعودية سنة 2006، والأزمة المالية العالمية بالإضافة إلى ضغط الثورات في الشرق الأوسط، ولقد كانت مساهمة صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية السعودية ضعيفة، إلا أن لها أهمية ودور كبير في السوق من خلال جذب مدخرات المستثمرين الصغار.

الخاتمة

من خلال هذا البحث تم توصل الى ان سوق الأوراق المالية ما هو الا نظام يتم بموجبه الجمع بين عارضي الأموال وطالبيها، فهي تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، حيث تعتبر القناة الرئيسية التي تتساقب فيها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي الباحثين عن السيولة لتمويل أنشطتهم الاستثمارية، إذ تقوم بدور بالغ الأهمية في تشجيع التنمية الاقتصادية في مختلف الدول، وهو ما ينعكس بالإيجاب على زيادة الاستثمار والرفع من كفاءة الأسواق المالية وتحسين وضعية الاقتصاد ككل.

ومع التطورات الكبيرة التي شهدتها سوق الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية المتداولة فيها وما صاحبها من اهتمام ومن بينها صناديق الاستثمار، التي لقيت رواجاً كبيراً في أوساط المستثمرين والمدخرين، وذلك لتعدد أنواعها وأشكالها وطرق الاستثمار فيها، فهي عادة ما ينصح بها للمستثمر الذي يمتلك مبالغ محدودة وغير كافية لإنشاء مشروع استثماري بمفرده، أو عدم كفايتها لبناء تشكيلة من الأوراق المالية التي من شأنها تخفيض المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها مدخراته، كما أن الاستفادة من خبرات المتخصصين تكون مكلفة مما يحجم من الأرباح التي يمكن أن يتحصل عليها المستثمر، وبالتالي فالاستثمار في الصناديق يعد من أفضل أنواع الاستثمار بالنسبة لصغار المدخرين.

ومن خلال دراسة حالة لدور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة 2006-2015، وقد تم التوصل إلى مجموعة من النتائج التي تؤكد أو تنفي صحة الفرضيات المطروحة.

أولاً: النتائج

- تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي يتم من خلالها توجيه رؤوس الأموال من المدخرين إلى المستثمرين، بهدف تشجيع وتسهيل عمليات الاستثمار عن طريق استخدام مجموعة من الأدوات المالية كالأسهم والسندات والمشتقات المالية؛
- حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من تأدية وظيفتها يجب أن تتمتع بمستوى من الكفاءة، وكفاءة سوق الأوراق المالية ترتبط بمدى توافر المعلومات اللازمة والمناسبة للمستثمرين، فهي تعد أساس اتخاذ القرارات الاستثمارية.
- تعتبر صناديق الاستثمار وعاء استثماري لتجميع مدخرات الأفراد ممثلين في صغار المستثمرين وكذا كبار المدخرين قليلي الخبرة، واستثمارها في محفظة من الأوراق المالية؛
- تتولى إدارة صناديق الاستثمار جهة متخصصة ذات الخبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية وفق قواعد محددة، يمكنها تحقيق من خلالها مزايا يعجز المستثمر وحيداً تحقيقها؛
- يتم اعتماد العديد من أنواع صناديق الاستثمار في السوق المالية السعودية، منها صناديق الأسهم، صناديق النقد والصناديق العقارية... الخ وذلك وفقاً لرغبات وأذواق المستثمرين؛

- تأثرت سوق الأوراق المالية السعودية كباقي دول العالم بالأزمة المالية العالمية، إلا أن صناديق الاستثمار شهدت نمواً في عددها وحجم أصولها، خاصة في السنوات الأخيرة؛
- رغم المساهمة الضعيفة لصناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية إلا أنها تؤدي دوراً مهماً في جذب مدخرات المستثمرين الصغار.

ثانياً: اختبار الفرضيات

من خلال دراستنا هذا البحث توصلنا لنتائج الفرضيات التالية:

- من خلال دراستنا للجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية تبين وجود أدوات مالية متنوعة يتم تداولها في السوق من أسهم وسندات بمختلف أنواعها، بالإضافة إلى المشتقات المالية، ومنه يمكن تأكيد صحة الفرضية الأولى التي تقول " يتم تداول العديد من الأدوات الإستثمارية في سوق الأوراق المالية كالأسهم والسندات والمشتقات المالية"؛
- من خلال دراستنا للجوانب النظرية لصناديق الاستثمار تبين لنا انها أوعية استثمارية تعمل على تجميع مدخرات الأفراد وتكوين محافظ استثمارية، عن طريق جهة مختصة ذات الخبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية، ومنه يمكن تأكيد صحة الفرضية الثانية التي تقول " صناديق الاستثمار هي عبارة عن أوعية استثمارية تعمل على تجميع مدخرات الأفراد وتكوين محافظ استثمارية، عن طريق جهة مختصة ذات الخبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية".
- من خلال الدراسة التطبيقية تم التوصل إلى أن مساهمة صناديق الاستثمار في تفعيل السوق الأوراق المالية السعودية ورفع من رأس ماله، هي مساهمة ضعيفة إذ لم تتجاوز 11,41% ومنه يمكن عدم تأكيد صحة الفرضية الثالثة والتي تقول " ان التطور الكبير في صناديق الاستثمار من حيث عددها وحجمها خلال الفترة 2006-2015، ينعكس إيجابياً على رفع قيمة رأس مال سوق الأوراق المالية السعودية"،

ثالثاً: التوصيات

- من خلال النتائج المتوصل إليها في دراستنا يمكن تقديم التوصيات التالية:
- القيام بعمليات ترويجية لصناديق الاستثمار من أجل التعريف بها في أوساط المستثمرين باعتبارها مؤسسات مالية حديثة ومختلفة عن باقي الأدوات المالية الأخرى، بهدف زيادة استقطاب وحشد رؤوس الأموال،
- العمل على تدريب العاملين وتأهيلهم وزيادة كفاءاتهم بما يعزز من قدراتهم في المشاركة في اتخاذ القرارات الاستثمارية؛
- زيادة الدعم الحكومي لهذه المؤسسات المالية من خلال تقديم امتيازات للمتعاملين في هذه الصناديق وتسطير برامج من شأنها الرفع من كفاءتها؛

– العمل على توعية الأفراد والمؤسسات بأهمية التعامل في سوق الأوراق المالية وخاصة عن طرق صناديق الاستثمار؛

– إنشاء صناديق استثمار متنوعة تتماشى مع الشريعة الإسلامية لجذب المستثمرين المسلمين؛

رابعاً: آفاق الدراسة

من خلال دراستنا لهذا البحث يمكن وضع بعض الاقتراحات للاستفادة منها في وضع عناوين

دراسات مستقبلية:

– أثر حوكمة صناديق الاستثمار على أداء سوق الأوراق المالية.

– دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط سوق رأس المال.

– أهمية إدراج صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية في الجزائر.

قائمة المراجع

أ- الكتب:

- المحامي ميشال الشرتوني، الوجيز في الدراسات المصرفية والتجارية، المؤسسة الحديثة للكتاب، بيروت، لبنان، 2010.
- أحمد السعد، الأسواق المالية المعاصرة، دار الكتاب الثقافي للطباعة والنشر والتوزيع، اريد، الأردن، 2008.
- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية- إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي، الاستثمار بالأوراق المالية- تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
- بيومي محمد عمارة، تحليل وتشكيل المحافظ المالية، مركز التعليم المفتوح، جامعة بنها، مصر، 2010.
- جلال إبراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية والبورصة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، 2009 .
- جهاد همام، إدارة الاستثمار- الإطار النظري والتطبيقات العلمية، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
- حيدر عباس عبد الله الجاني، الأسواق المالية والفضل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016 .
- حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية- مفاهيم وتطبيقات، دالر زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- حسين محمد سمحان، أسس العمليات المصرفية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- حيدر يونس الموسي، المصارف الإسلامية-أدائها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
- خلفان حمد عيسى، إدارة الاستثمار والمحافظ المالية، دار الحنادرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2012.
- زياد رمضان مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، جامعة القدس المفتوحة، القاهرة، مصر، 2008.

- زكريا سلامة عيسى شطناوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009.
- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الرابية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية - الهندسة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2015.
- ضياء مجيد، البورصات - أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008.
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة، منشورات حلبي الحقوقية، لبنان، 2009.
- عاطف وليم أندراوس، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
- عبد الحميد عبد الفتاح المغربي، إدارة المشآت المتخصصة للبنوك - منشآت التأمين - البورصات، المكتبة العصرية، مصر، 2009.
- عبد الكريم جابر العيساوي، التمويل الدولي - مدخل حديث، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن، 2011.
- عبد الغفار حنفي وسمية زكي قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، 2008.
- علي توفيق الحاج وعامر علي خطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
- غازي فلاح المومني، إدارة المخاطر الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، عمان، الأردن، 2008.
- عيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة - أهميتها، أنواعها واستراتيجياتها، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.
- فيصل محمود الشاورة، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية - الأسس النظرية والعلمية، دار الوائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار - بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 216.
- محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء لندنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2000.

- مستجير رمزي شاكر، دور سوق المال وبورصة الأوراق المالية في تشجيع الاستثمارات، دار الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق المال، مركز الدلتا للطباعة، الإسكندرية، مصر، 2012.
- محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية- الأصول العلمية والتحليل الأساسي، دار زمزم، الأردن، (ب-س).
- مصطفى كمال طه وشريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2009.
- محب خلة توفيق، الهندسة المالية- الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.
- محمد وجيه الحنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية، دار النفائس، عمان، الأردن، 2010.
- مروان عطون، الأسواق النقدية- البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، ط4، بن عكنون، الجزائر، 2008.
- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال- الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2014.
- محمد إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
- محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشدفيات، الاستثمار في البورصة- أسهم- سندات- أوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، جامعة الإسكندرية، مصر، 2002.
- منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف للتوزيع والنشر، الإسكندرية مصر، 1999.
- نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، ط1، الإسكندرية، مصر، 2006.
- وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، عمان، الأردن، 2010.
- وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

ب-المجلات والدوريات:

- إخلاص باقر النجار، دور صناديق الاستثمار في تفعيل الاستثمار الإسلامي، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 7، العدد 25، جامعة البصرة، العراق، 2009.
- الإمام أحمد يوسف محمد وآخرون، دور المراجعة الداخلية في تحسين كفاءة وفعالية صناديق الاستثمار، عمادة البحث العلمي، مجلة علوم الاقتصاد، جامعة كسلا، السودان، 2015.
- بن أعمار بن حاسين وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 2، 2013.
- بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية- تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، العدد 3، جامعة الجزائر، الجزائر، 2004.
- جبار محفوظ ومريمت عديلة، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة، دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 10، جامعة سطيف، 2010.
- صايبي عمار، محددات الاستثمار المحفظي في السوق المالية السعودية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العدد 31، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، صيف 2015.
- ميسون علي حسين، الأوراق المالية وأسواقها، مجلة جامعة بابل، العلوم الإنسانية، المجلد 21، العدد 1، 2013.
- مفتاح صالح ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر، 2009-2010.
- محي الدين حمزة، دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق عمان للأوراق المالية، دراسة تطبيقية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 23، العدد 01، 2007.
- هشام طلعت عبد الحكيم ودلال قاسم عبد الحسين، تحليل وتقييم أداء صناديق الاستثمار - دراسة تحليلية، مجلة الإدارة والاقتصاد، السنة 39، العدد 106، الجامعة المستنصرية، العراق، 2016.
- علي عبد الغاني اللايد وآخرون، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة، دراسة تطبيقية في سوق الكويت، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 3، جامعة الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2005.
- عمر علي أبوبكر، صناديق الاستثمار الإسلامية مفهوماً، أنواعها وخصائصها، دراسة تأصيلية، مجلة جامعة المدينة العالمية، العدد 12، 2015.

- عماد عبد الحسين دلول، تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوة باستخدام نموذج التأكيد العادل، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 21، الجامعة المستنصرية، العراق، 2010.
- ج- المذكرات والأطروحات:
- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- بن امر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية- دراسة قياسية، مذكرة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص نقود، بنوك ومالية، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، الجزائر، 2012-2013.
- بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2011-2012.
- صلاح الدين شريط، صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
- سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2005-2006.
- سرامة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012.
- الداودي خيرة، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011-2012.
- سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية دراسة حالة بعض الدول العربية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.
- فتيحة كحلي، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2011-2019.
- وليد هويل عوجان، صناديق الاستثمار- دراسة تحليلية، كلية الدراسات القانونية العليا، جامعة عمان العربية (ب-س).
- توفيق عوض شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نموذج تقييم اداء الأسهم، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2015.

- لورين إبراهيم القاضي، أثر كفاءة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في المحاسبة، جامعة الشرق الأوسط، 2016.
- د. المؤتمرات والملتقيات:
- براق محمد وقمان مصطفى، أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الإسلامية، الملتقى الدولي الأول للاقتصاد الإسلامي الواقع...وراهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية- الجزائر، 2011.
- حشاشي سليمة، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمات المالية والاقتصادية الدولية والحكومة المالية، يومي 20-21 أكتوبر 2009، جامعة فرحات عباس، سطيف.
- غسان الطالب، صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق، المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، (الفترة 6-7 أوت 2014).
- هشام جبر، صناديق الاستثمار الإسلامية، المؤتمر العلمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين، بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2005.
- صفوان عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار - دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مداخلة للمؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005.
- لحسن دردوري، دور الأدوات المالية الحديثة في الصناعة المصرفية وانعكاساتها على النظام المصرفي، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة فرحات عباس- سطيف، يومي 20-21 أكتوبر، 2009.
- محمد بن سلمان الجاسر، تطور القطاع المالي لتحقيق نمو اقتصادي أفضل، ورقة عمل مقدمة للجلسة العامة لندوة الرؤية المستقبلية للاقتصاد السعودي حتى عام 2020، وزارة التخطيط، الرياض، يومي 19-23 أكتوبر 2002.

هـ- القوانين والتقارير:

- تقارير صندوق النقد العربي، التقرير رقم 48، 51.

و- المواقع الالكترونية:

- محمد القرى، صناديق الاستثمار الإسلامية، ص 3، الموقع الإلكتروني

www.kantakji.com

- المخاطر ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية، الموقع الإلكتروني

www.arab-api.org/images/training/programs/1/2002/52_C1-2.pdf

- الموقع الإلكتروني

www.maqalaty.com

- هيئة السوق المالية السعودية، الموقع الإلكتروني:

www.cma.org.com.sa

- السوق المالية السعودية، الموقع الإلكتروني:

www.tadawul.com.sa

الملاحق

الملحق رقم (01):

تطور عدد صناديق الاستثمار حسب النوع في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	نوع الصندوق
						151	45	35	27	الأسهم المحلية
278	292	227	180	184	154	151	16	13	12	الأسهم الخليجية
							74	74	68	الأسهم العالمية
18	37	30	13	11	06	06	07	11	09	أدوات الدين
53	53	51	53	55	56	61	57	49	44	أسواق النقد (مربحة)
122	108	85	64	46	06	06	04	04	03	عقاري
30	41	41	43	43	27	30	34	33	33	القابض
03	04	04	04	05	08	07	25	14	12	أخرى
541	535	438	373	359	267	266	262	233	208	الإجمالي

الملحق رقم (02)

تطور حجم صناديق الاستثمار حسب النوع في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2006-2015)

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	نوع الصندوق
							16470	43678	31063	الأسهم المحلية
565108	492532	459782	279882	266284	30974	29719	1614	3760	2346	الأسهم الخليجية
							6740	14879	13977	الأسهم العالمية
39163	7681	5675	6372	2412	2189	205	153	808	446	أدوات الدين
634386	680703	615543	538783	495441	580157	54518	1756	2363	2436	أسواق النقد (مربحة)
498973	380436	255683	25874	25506	15574	2237	43035	33893	30086	عقاري
27270	28372	27979	27310	27156	26773	1913	2293	1591	899	القبض
574	1087	1113	302	504	7735	635	2754	4127	2985	أخرى
1802573	1620881	1397656	879598	817303	946661	895599	74814	105099	84238	الإجمالي

الملحق رقم (03)

الجدول (٨): عدد صناديق الاستثمار بحسب نوع الصندوق عامي ٢٠٠٧ م و ٢٠٠٦ م

نوع الصندوق	عام ٢٠٠٦ م		عام ٢٠٠٧ م		نسبة الزيادة (%)
	العدد	النسبة (%)	العدد	النسبة (%)	
١ الأسهم المحلية	٢٥	١٥,٠	٢٧	١٣,٠	٢٩,٦
٢ الأسهم الخليجية	١٢	٥,٦	١٢	٥,٨	٨,٣
٣ الأسهم العالمية	١٤	٣١,٨	٢٨	٣٢,٧	٨,٨
٤ أدوات الدين	١١	٤,٧	٩	٤,٣	٢٢,٢
٥ أسواق النقد (الربحية)	٤٩	٢١,٠	٤٤	٢١,٢	١١,٤
٦ عقاري	٤	١,٧	٣	١,٤	٣٣,٣
٧ القابض	٣٣	١٤,٢	٣٣	١٥,٨	٠
٨ أخرى	١٤	٦,٠	١٢	٥,٨	١٩,٧
الإجمالي	٢٣٣	١٠٠	٢٠٨	١٠٠	١١,٠

الرسم البياني (٩): عدد صناديق الاستثمار بحسب نوع الصندوق عامي ٢٠٠٧ م و ٢٠٠٦ م

الملاحق رقم (04)

الجدول (٩): حجم أصول صناديق الاستثمار (بمليون الريال) بحسب نوع الصندوق عامي ٢٠٠٧ م و ٢٠٠٦ م

م	نوع الصندوق	عام ٢٠٠٧ م		عام ٢٠٠٦ م		نسبة الزيادة (%)
		الحجم	النسبة (%)	الحجم	النسبة (%)	
١	الأسهم المحلية	٤٣.٦٧٨	% ٤١,٦	٣١.٠٦٣	% ٣٦,٩	% ٤٠,٦
٢	الأسهم الخليجية	٣.٧٦٠	% ٣,٦	٢.٣٤٦	% ٢,٨	% ٦٠,٣
٣	الأسهم العالمية	١٤.٨٧٩	% ١٤,٢	١٣.٨٧٧	% ١٦,٦	% ٦,٥
٤	أدوات الدين	٨٠٨	% ٠,٨	٤٤٦	% ٠,٥	% ٨١,٣
٥	القباض	٢.٣٦٣	% ٢,٢	٢.٤٣٦	% ٢,٩	% ٣,٠-
٦	أسواق النقد (المربحة)	٣٣.٨٩٣	% ٣٢,٢	٣٠.٠٨٦	% ٣٥,٧	% ١٢,٧
٧	عقاري	١.٥٩١	% ١,٥	٨٩٩	% ١,١	% ٧٧
٨	أخرى	٤.١٢٦	% ٣,٩	٢.٩٨٥	% ٣,٥	% ٣٨,٢
	الإجمالي	١٠٥.٠٩٨	% ١٠٠	٨٤.٢٣٨	% ١٠٠	% ٢٤,٨

الرسم البياني (١٠): حجم أصول صناديق الاستثمار (بمليون الريال) بحسب نوع الصندوق عامي ٢٠٠٧ م و ٢٠٠٦ م

الجدول (١١) : عدد صناديق الاستثمار بحسب نوع الصندوق في عامي ٢٠٠٨م و٢٠٠٧م

الملحق رقم (05)

م	نوع الصندوق	عام ٢٠٠٧م		عام ٢٠٠٨م		نسبة التغير (%)
		النسبة (%)	العدد	النسبة (%)	العدد	
١	الأسهم المحلية	١٥%	٣٥	١٧%	٤٥	٢٩%
٢	الأسهم الخليجية	٦%	١٣	٦%	١٦	٢٣%
٣	الأسهم العالمية	٣٢%	٧٤	٦٨%	٧٤	٠%
٤	أدوات الدين	٥%	١١	٢%	٧	-٣٦%
٥	أسواق النقد (المراجحة)	٢١%	٤٩	٢٢%	٥٧	١٦%
٦	عقاري	٢%	٤	٢%	٤	٠%
٧	القباض	١٣%	٣٣	١٢%	٣٤	٣%
٨	أخرى	٦%	١٤	١٠%	٢٥	٧٩%
	الإجمالي	-	٢٣٣	-	٢٦٢	١٢%

١١. أعيد تصنيف صناديق الإستثمار بناءً على نوع الأوراق المالية المستثمر فيها في عام ٢٠٠٨م.

الجدول (١٢) : حجم أصول صناديق الاستثمار (بالمليار ريال) بحسب نوع الصندوق في عامي ٢٠٠٨م و٢٠٠٧م
الملحق رقم (06)

م	نوع الصندوق	عام ٢٠٠٧م		عام ٢٠٠٨م	
		النسبة (%)	الحجم	النسبة (%)	الحجم
١	الأسهم المحلية	٤١.٦%	٤٣.٦٧٨	٢٢%	١٦.٤٧٠
٢	الأسهم الخليجية	٣.٦%	٣.٧٦٠	٢.٢%	١.٦١٤
٣	الأسهم العالمية	١٤.٢%	١٤.٨٧٩	٩%	٦.٧٤٠
٤	أدوات الدين	٠.٨%	٠.٨٠٨	٠.٢%	٠.١٥٣
٥	القابض	٢.٢%	٢.٣٦٣	٢.٣%	١.٧٥٦
٦	أسواق النقد (المربحة)	٣٢.٢%	٣٣.٨٩٣	٥٧.٥%	٤٣.٠٣٥
٧	عقاري	١.٥%	١.٥٩١	٣.١%	٢.٢٩٣
٨	أخرى	٣.٩%	٤.١٢٧	٣.٧%	٢.٧٥٤
	الإجمالي	١٠٠%	١٠٥.٠٩٩	١٠٠%	٧٤.٨١٤

الجدول (١٣) : عدد صناديق الاستثمار بحسب نوع الاستثمار حتى نهاية عامي ٢٠٠٩م و ٢٠١٠م

الملحق رقم (07)

نوع الاستثمار	حتى نهاية عام ٢٠٠٩		حتى نهاية عام ٢٠١٠		نسبة التغير (%)
	العدد	النسبة من الإجمالي (%)	العدد	النسبة من الإجمالي (%)	
الأسهم	١٥١	٥٦,٨	١٥٤	٥٧,٧	٢,٠
أدوات الدين	٦	٢,٣	٦	٢,٢	٠,٠
أسواق النقد	٦١	٢٢,٩	٥٦	٢١,٠	-٨,٢
مضاري	٦	٢,٣	٦	٢,٢	٠,٠
الضابض	٣٠	١١,٢	٢٧	١٠,١	-١٠,٠
متوازن	٢	٠,٨	٢	٠,٧	٠,٠
رأس المال المحمي	٣	١,١	٨	٣,٠	١٦٦,٧
أخرى	٧	٢,٦	٨	٣,٠	١٤,٣
الإجمالي	٢٦٦	١٠٠	٢٦٧	١٠٠	٠,٤

الجدول (١٤) : حجم أصول صناديق الاستثمار (مليون ريال) بحسب نوع الاستثمار في عامي ٢٠٠٩م و ٢٠١٠م،
الملحق رقم (08)

نوع الاستثمار	عام ٢٠٠٩		عام ٢٠١٠		نسبة التغير (%)
	حجم الأصول (مليون ريال)	النسبة إلى الإجمالي (%)	حجم الأصول (مليون ريال)	النسبة إلى الإجمالي (%)	
الأسهام	٢٩٧١٩٠	٣٣٢	٢٠٩٧٤٠	٣٣٧	٤.٢
أدوات الدين	٢٠٥٠٠	٠.٢	٢١٨٩	٠.٢	٦.٨
أسواق النقد	٥٤٥١٨٠	٦٠.٩	٥٨٠١٥٧	٦١.٣	٦.٤
عقاري	٢٣٣٧٠	٢.٥	١٥٥٧٤	١.٦	٣٠.٤-
الفايض	١٩١٣٠	٢.١	٢١٧٧٣	٢.٨	٤٠.٠
متوازن	١١٥٣	٠.١	٩١٢	٠.١	٢٠.٩-
رأس المال المحمي	٢١٧٥	٠.٢	٣٥٨١	٠.٤	٦٤.٦
أخرى	٦٣٥١	٠.٧	٧٧٣٥	٠.٨	٢١.٨
الإجمالي	٨٦٥٥٩٩	١٠٠	٩٤٦٦٦١	١٠٠	٥٧

الملحق رقم (09)

الجدول (١٣): عدد صناديق الاستثمار مصنفة بحسب نوع الاستثمار حتى نهاية عامي ٢٠١٠م و ٢٠١١م

نسبة التغير (%)	حتى نهاية عام ٢٠١١		حتى نهاية عام ٢٠١٠		نوع الاستثمار
	النسبة من الإجمالي (%)	العدد	النسبة من الإجمالي (%)	العدد	
%٢٦٠-	%٥٥,١	١٥٠	%٥٧,٧	١٥٤	الأسهم
%١٦,٧	%٢,٦	٧	%٢,٢	٦	أدوات الدين
%١٠,٧-	%١٨,٤	٥٠	%٢١,٠	٥٦	أسواق النقد
%٦٦,٧	%٣,٧	١٠	%٢,٢	٦	عقاري
%٥٩,٣	%١٥,٨	٤٣	%١٠,١	٢٧	القابض
%٠,٠	%٠,٧	٢	%٠,٧	٢	متوازن
%٣٧,٥-	%١,٨	٥	%٣,٠	٨	رأس المال المحمي
%٣٧,٥-	%١,٨	٥	%٣,٠	٨	أخرى
%١,٩	%١٠٠	٢٧٢	%١٠٠	٢٦٧	الإجمالي

الملحق رقم (10)

الجدول (14): حجم أصول صناديق الاستثمار مصنفةً بحسب نوع الاستثمار في عامي 2010م و2011م

نسبة التغيير (%)	عام 2011		عام 2010		نوع الاستثمار
	النسبة إلى الإجمالي (%)	حجم الأصول (مليون ريال)	النسبة إلى الإجمالي (%)	حجم الأصول (مليون ريال)	
14.0-	32.4	36628.4	37.7	30974.0	الأسهم
10.2	0.3	441.2	0.2	218.9	أدوات الدين
14.6-	60.4	49544.1	61.3	58015.7	أسواق النقد
63.8	3.1	2550.6	1.6	1557.4	عقاري
1.4	3.3	2715.6	2.8	2377.3	القباض
26.8	0.1	115.6	0.1	91.2	متوازن
35.6-	0.3	230.5	0.4	358.1	رأس المال المحمي
93.5-	0.1	50.4	0.8	773.5	أخرى
13.3-	100	82076.4	100	94666.1	الإجمالي

الجدول رقم (٢-٤) : صناديق الطرح العام مصنفةً بحسب نوع الاستثمار
الملحق رقم (11)

نسبة التغير (١)	عام ٢٠١٢		عام ٢٠١١		نوع الاستثمار
	النسبة من الإجمالي (٢)	العدد	النسبة من الإجمالي (٣)	العدد	
%٨٠-	%٥٣.٩	١٣٨	%٥٥.١	١٥٠	الأسهم
%٢٨.٦	%٣.٥	٩	%٢.٦	٧	أدوات الدين
%٦.٠-	%١٨.٤	٤٧	%١٨.٤	٥٠	أسواق النقد
%٠.٠	%٣.٩	١٠	%٣.٧	١٠	عقاري
%٠.٠	%١٦.٨	٤٣	%١٥.٨	٤٣	قابض
%٥٠.٠	%١.٢	٣	%٠.٧	٢	متوازن
%٦٠.٠-	%٠.٨	٢	%١.٨	٥	رأس المال المحمي
%٢٠.٠-	%١.٦	٤	%١.٨	٥	أخرى
%٥.٩٠	%١٠٠	٢٥٦	%١٠٠	٢٧٢	الإجمالي

الجدول رقم (٥-٤) : قيم أصول صناديق الطرح العام مصنفةً بحسب نوع الاستثمار
الملحق رقم (12)

نوع الاستثمار	عام ٢٠١٢		عام ٢٠١١		نسبة التغير (%)
	النسبة إلى الإجمالي (%)	قيم الأصول (مليون ريال)	النسبة إلى الإجمالي (%)	قيم الأصول (مليون ريال)	
الأسهل	٢٣.٨	٢٧٩٨٨.٢	٣٢.٤	٢٦٦٢٨.٤	١٥.١
أدوات الدين	١.٧	٦٣٧.٢	١.٣	٢٤١.٢	١١٦.٢
أسواق النقد	٢١.٣	٥٣٨٧٨.٣	٢٦.٤	٤٩٥٤٤.١	١٨.٧
عقاري	٢.٩	٢٥٨٧.٤	٣.١	٢٥٥٠.٦	١١.٤
قابض	٣.١	٢٧٣١.٠	٣.٣	٢٧١٥.٦	١٠.٦
متوازن	١.١	٦٤.٢	١.١	١١٥.٦	٤٤.٥
رأس المال المحمي	١.٥	٤٣.٣	١.٣	٢٣٠.٥	١٨١.٢
أخرى	١.٣	٣٠.٢	١.١	٥٠.٤	٤٥.١
الإجمالي	١٠٠	٨٧٩٥٩.٨	١٠٠	٨٢٠٧٦.٤	٧٧.٢

الجدول رقم (١٣): مؤشرات قطاع صناديق الاستثمار مصنفةً بحسب نوع الطرح

الملحق رقم (13)

النسبة المئوية للتغير	عام ٢٠١٣م			عام ٢٠١٢م			النسبة
	الإجمالي	طرح خاص	طرح عام	الإجمالي	طرح خاص	طرح عام	
٢٧,٦%	٤٧٦	٢٢٢	٢٥٤	٢٧٣	١١٧	٢٥٦	عدد الصناديق
٦,١-%	٢٦٠٣٨١	٢٥٧٨	٢٥٧٨٠٣	٢٧٧٤٢٨	٢١٤٦	٢٧٥٢٩٢	عدد المشتركين
١٩,٧%	١٢٩٧٣٥,٦	٣٦٦٤٤,٣	١٠٣١٢١,٣	١١٦٧٣٢,٨	٢٨٨٠٣,٠	٨٧٩٥٩,٨	قيم الأصول (مليون ريال)

الملاحق رقم (14)

التقرير السنوي ١٤٣٤هـ / ٢٠٢٣م (ص ٣٠٣)

الجدول رقم (١٤): صناديق الطرح العام مصنفةً بحسب نوع الاستثمار

نوع الاستثمار	عدد الصناديق		عدد المشتركين		قيم الأصول (مليون ريال)		نسبة التغير				
	عام ٢٠١٢م	عام ٢٠١٣م	نسبة التغير	عام ٢٠١٢م	عام ٢٠١٣م	نسبة التغير					
أسهم	١٣٨	١٤١	%٢,٢	٢١٢١٢٨	١٩٧٥٢٣	%٦,٩-	٢٧٩٨٨,٢	عام ٢٠١٢م	٣٤٤٤١,٣	عام ٢٠١٣م	%٢٣,١
أدوات دين	٩	٨	%١١,١-	٢٤٩	٢٠٣	%١٨,٥-	٦٣٧,٢	عام ٢٠١٢م	٥٦٣,٣	عام ٢٠١٣م	%١١,٦-
أسواق نقد	٤٧	٤٥	%٤,٣-	٥١٧٥٨	٤٩٠٢٤	%٥,٣-	٥٣٨٧٨,٣	عام ٢٠١٢م	٦٠٩٤٥,٨	عام ٢٠١٣م	%١٣,١
عقاري	١٠	١٣	%٣٠,٠	٤٥٦٥	١٨٠٢١	%١٠,٠	٢٥٨٧,٤	عام ٢٠١٢م	٤١٣١,١	عام ٢٠١٣م	%٥٩,٧
قابض	٤٣	٤١	%٤,٧-	٥٨٤٥	٥٤٥٣	%٦,٧-	٢٧٣١,٠	عام ٢٠١٢م	٢٧٩٧,٩	عام ٢٠١٣م	%٢,٥
متوازن	٣	٢	%٣٣,٣-	٤٩٧	٤٤٠	%١١,٥-	٦٤,٢	عام ٢٠١٢م	١٣٠,٥	عام ٢٠١٣م	%١٠٣,٣
رأس مال محمي	٢	٠	%١٠٠,٠-	١٥٤	٠	%١٠٠,٠-	٤٣,٣	عام ٢٠١٢م	٠,٠	عام ٢٠١٣م	%١٠٠,٠-
أخرى	٤	٤	%٠,٠	٩٦	١٣٩	%٤٤,٨	٣٠,٢	عام ٢٠١٢م	١١١,٣	عام ٢٠١٣م	%٢٦٨,٦
الإجمالي	٢٥٦	٢٥٤	%٠,٨-	٢٧٥٢٩٢	٢٥٧٨٠٣	%٦,٤-	٨٧٩٥٩,٨	عام ٢٠١٢م	١٠٣١٢١,٣	عام ٢٠١٣م	%١٧,٢

الملحق رقم (15)

جدول رقم (11): مؤشرات قطاع صناديق الاستثمار

نسبة التغير	عام ٢٠١٤ م			عام ٢٠١٣ م			العنصر
	الإجمالي	خاصة	عامة	الإجمالي	خاصة	عامة	
٪٢١,٤	٥٧٨	٣١٥	٢٦٣	٤٧٦	٢٢٢	٢٥٤	عدد الصناديق
٪٤,٤-	٢٤٨٩٢١	٣١٤٥	٢٤٥٧٧٦	٢٦٠٣٨١	٢٥٧٨	٢٥٧٨٠٣	عدد المشتركين
٪١٦,٠	١٦٢٠٨٨١	٥١٤٣٣,٢	١١٠٦٥٤,٩	١٣٩٧٦٥,٦	٣٦٦٤٤,٣	١٠٣١٢١,٣	قيم الأصول (مليون ريال)

الملحق رقم (16)

الجدول رقم (١٢): مؤشرات الصناديق العامة مصنفة بحسب نوع الاستثمار

نوع الاستثمار	عدد الصناديق		عدد المشتركين		قيم الأصول (مليون ريال)		نسبة التغيير	نسبة التغيير
	عام ٢٠١٤م	عام ٢٠١٣م	عام ٢٠١٤م	عام ٢٠١٣م	عام ٢٠١٤م	عام ٢٠١٣م		
أسهم	١٥٠	١٤١	١٨٧٤٢٦	١٩٧٥٢٣	٣٤٤٤١,٣	٣٥٥٨٥,٤	%٥,١-	%٣,٣
أدوات دين	٩	٨	٢٢٢	٢٠٣	٥٦٣,٣	٦٤١,٩	%١٤,٣	%١٣,٩
أسواق نقد	٤٦	٤٥	٤٦٣٠٧	٤٩٠٢٤	٦٠٩٤٥,٨	٦٦٣٨١,٦	%٥,٥-	%٨,٩
عقاري	١١	١٣	٥٨٦٩	٥٠٢١	٤١٣١,١	٤٩٧٥,٥	%١٦,٩	%٢٠,٤
قباض	٤١	٤١	٥٤٥٣	٥٢٥٤	٢٧٩٧,٩	٢٨٣٧,٢	%٣,٦-	%١,٤
متوازن	٢	٢	٤١٤	٤٤٠	١٣٠,٥	١٢٤,٦	%٥,٩-	%٤,٥-
رأس مال محمي	٠	٠	٠	٠	٠	٠	-	-
أخرى	٤	٤	٢٧٤	١٣٩	١١١,٣	١٠٨,٧	%٩٧,١	%٢,٤-
الإجمالي	٢٦٣	٢٥٤	٢٤٥٧٧٦	٢٥٧٨٠٣	١٠٣١٢١,٣	١١٠٦٥٤,٩	%٤,٧-	%٧,٣



الملحق رقم (17)

الجدول رقم (14): مؤشرات الصناديق الخاصة مصنفة بحسب نوع الاستثمار

نوع الاستثمار	عدد الصناديق		عدد المشتركين		قيم الأصول (مليون ريال)		نسبة التغير	نسبة التغير
	عام 2014م	عام 2013م	عام 2014م	عام 2013م	عام 2014م	عام 2013م		
أسهم	142	86	716	848	12667,8	11037,9	18,5%	18,4%
أدوات دين	28	22	3	72	127,2	4,2	2904,8%	2300,0%
أسواق نقد	7	6	27	35	1688,7	608,5	177,5%	29,6%
عقاري	97	72	1561	1883	32068,1	21437,2	54,2%	20,6%
سلع	1	2	3	2	47,8	50,7	7,7%	33,3%
متعدد الأصول	14	17	72	82	506,5	602,0	15,9%	13,9%
تحوط ومشتقات مالية	26	17	196	223	3329,1	2404,9	3,2%	13,8%
الإجمالي	315	222	2578	3155	51433,2	37653,3	40,4%	22,0%

٤-٢ صناديق المؤشرات المتداولة



الملحق رقم (18)

الجدول رقم (١٢): مؤشرات قطاع صناديق الاستثمار

نسبة التغير	عام ٢٠١٥م			عام ٢٠١٤م			الخصر
	الإجمالي	خاصة	عامة	الإجمالي	خاصة	عامة	
-٦,٤%	٥٤١	٢٧٤	٢٦٧	٥٧٨	٣١٥	٢٦٣	عدد الصناديق
-٣,٥%	٢٤٠٧٠٤	٢٤٧٦	٢٣٦٧٢٨	٢٤٨٩٢١	٣١٤٥	٢٤٥٧٧٦	عدد المشتركين
١١,٢%	١٨٠٢٥٧,٣	٧٧٣٩٤,٥	١٠٢٨٦٢,٨	١٦٢٠٨٨,١	٥١٤٣٣,٢	١١٠٦٥٤,٩	قيم الأصول (مليون ريال)

الملحق رقم (19)

الجدول رقم (14): مؤشرات الصناديق العامة مصنفة بحسب نوع الاستثمار

نوع الاستثمار	عدد الصناديق		عدد المشتركين		قيم الأصول (مليون ريال)		نسبة التغير
	عام 2014	عام 2015	عام 2014	عام 2015	عام 2014	عام 2015	
أسهم	150	169	181997	187426	25080,4	23011,6	2,9-%
أدوات دين	9	9	207	222	641,9	831,3	1,8-%
أسواق نقد	46	44	42430	46307	66281,6	61742,2	7,2-%
عقاري	11	10	5455	5869	4975,5	4430,5	11,1-%
قابض	41	20	4996	5254	2827,2	2727,0	4,8-%
متوازن	2	2	377	414	124,6	91,9	27,3-%
رأس مال محمي	0	0	0	0	0	0	-
أخرى	4	3	266	274	108,7	57,4	2,9-%
الإجمالي	263	267	231728	245776	110654,9	102822,8	7,7-%



الملاحق رقم (20)

الجدول رقم (١٦): مؤشرات الصناديق الخاصة مصنفة بحسب نوع الاستثمار

نوع الاستثمار	عدد الصناديق		عدد المشتركين		قيمة الأصول (مليون ريال)		نسبة التغيير
	عام ٢٠١٤	عام ٢٠١٥	عام ٢٠١٤	عام ٢٠١٥	عام ٢٠١٤	عام ٢٠١٥	
أسهم	١٤٣	١٠٩	٨٤٨	١٠٧٧	٢٣٤٩٩,٢	١٣٦٦٧,٨	٪٢٧,٠
أدوات دين	٢٨	٩	٧٣	١٦	٣٠٨٥,٠	١٣٦,٣	٪٧٧,٨-
أسواق نقد	٧	٩	٣٥	٤٠	١٧٢٥,٣	١٦٨٨,٧	٪١٤,٣
عقاري	٩٧	١١٢	١٨٨٣	٢,٠٢٧	٤٥٤٦٦,٨	٢٣٠٦٨,١	٪٧,٦
سلع	١	١	٢	٢	٢٥٢,٢	٤٦,٨	٪٠,٠
متعدد الأصول	١٤	١٢	٨٢	١٢١	١١٤٥,٨	٥٠٦,٥	٪٤٧,٦
تحوط ومشتقات مالية	٢٦	٢١	٢٢٣	١٩٣	٢٧٢٠,٢	٢٢٢٩,١	٪١٢,٥-
الإجمالي	٢١٥	١٧٤	٢١٥٥	٢٤٧١	٧٣٣٤,٥	٥١٤٣٢,٢	٪١٠,٥

٤-٢.٢.٢. مؤشرات المؤشرات المتداولة

تراجعت قيم أصول صناديق المؤشرات المتداولة بنهاية عام ٢٠١٥م إلى ٣٥٢٠ مليون ريال ونسبة ٪٣٦,٨، وانخفض عدد المشتركين فيها بنسبة ٪٢,٤ مقارنةً بالعام السابق (الجدول رقم (١٧)).

الجدول رقم (١٧): صناديق المؤشرات المتداولة

اسم الصندوق	عدد المشتركين		قيمة الأصول (مليون ريال)		نسبة التغيير
	عام ٢٠١٤	عام ٢٠١٥	عام ٢٠١٤	عام ٢٠١٥	
فانكس المتداول للأسهم السعودية	٣٦,٩	٣٢,٤	١٣٧	١٣٢	٪٢,٦-
هانكس المتداول لتمتع البتروكيمياويات	١٣,٠	٦,١	٦١	٥٩	٪٢,٣-
صندوق إتش إس إس السعودي ٢٠ المتداول	١٦,٠	٦,٨	٥٧	٥٨	٪١,٨
الإجمالي	٥٥,٩	٣٥,٣	٢٥٥	٢٤٩	٪٢,٤-