

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Université Mohamed Seddik Ben Yahia - Jijel-

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل

Faculté Des Sciences Economiques et Commerciales
et des sciences de gestion

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

Département des Sciences Economiques

قسم العلوم الاقتصادية



الموضوع

دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة قياسية لحالة السعودية و البحرين خلال الفترة (2000-2015)

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية
تخصص: نقود ومالية دولية

تحت إشراف الأستاذ:

عبد الحميد بوشرمة

إعداد الطالبتين:

❖ بديعة عتامنة

❖ سلمى زموري

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذ: نعيمة خضراوي
مشرفا و مقررا	جامعة جيجل	الأستاذ: عبد الحميد بوشرمة
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ: سليمان بن بخمة

السنة الجامعية: 2016-2017

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Université Mohamed Seddik Ben Yahia - Jijel-

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل

Faculté Des Sciences Economiques et Commerciales
et des sciences de gestion

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

Département des Sciences Economiques

قسم العلوم الاقتصادية



الموضوع

دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة قياسية لحالة السعودية و البحرين خلال الفترة (2000-2015)

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية
تخصص: نقود ومالية دولية

تحت إشراف الأستاذ:

عبد الحميد بوشرمة

إعداد الطالبتين:

❖ بديعة عتامنة

❖ سلمى زموري

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذ: نعيمة خضراوي
مشرفا و مقررا	جامعة جيجل	الأستاذ: عبد الحميد بوشرمة
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ: سليمان بن بخمة

السنة الجامعية: 2016-2017

شكر وتقدير

بدأنا بأكثر من يد، و قاسينا أكثر من هم، و عانينا الكثير من الصعوبات و هنا نحن نحمد الله الذي بنعمته تتم الصالحات، الذي أنار لنا درب العلم و أعاننا على ما فيه الخير و الصلاح و منحنا القوة و وقفنا لانجاز هذا العمل قال الرسول صلى الله عليه و سلم: " من لم يشكر الناس لم يشكر الله " فبعد ختامه نتقدم بأجل عبارات التقدير و الاحترام و الشكر لأساتذتنا الكرام و نخص بالذكر الأستاذ المشرف علينا " بوشرمة عبد الحميد " الذي لم ييخل علينا بتوجيهاته التي كانت السبيل في هذا العمل المتواضع كما نبدي عرفاننا الكبير إلى الأستاذ " بوميز فيصل "

على تفانيه الكبير و تقديمه للمساعدة كما لا ننسى الطالبة " صويط ابتسام " التي كانت خير معين لنا طيلة هذا المشوار و لا يفوتنا أن نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأساتذة الكرام أعضاء لجنة المناقشة

و إلى من سعوا و شقوا لننعم بالراحة و يسروا لنا طريقنا و ساهموا في مساعدتنا و رفعوا من معنوياتنا و دفعونا إلى طريق النجاح خاصة قرة عيوننا الوالدين الكريمين خفضهما الله لنا و أكرمونا بالرضا هم عنا

و في الأخير

نسال الله العلي القدير

أن يبارك لنا في عملنا هذا

و يجعل فيه فائدة لغيرنا من الطلاب

فهرس المحتويات

الصفحة	فهرس المحتويات
	الشكر
V-VII	قائمة المحتويات
IX	قائمة الجداول
XI	قائمة الأشكال
XIII	قائمة الملاحق
أ- ج	المقدمة
الفصل الأول: الجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية	
8	تمهيد
9	المبحث الأول: مدخل عام إلى الأسواق المالية
9	المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية
12	المطلب الثاني: تقسيمات سوق الأوراق المالية
14	المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية
18	المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
19	المطلب الأول: الأوراق المالية التقليدية
26	المطلب الثاني: الأوراق المالية الحديثة
34	المطلب الثالث: طرق تحليل أسعار الأوراق المالية
40	المبحث الثالث: كفاءة و مؤشرات سوق الأوراق المالية
40	المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
43	المطلب الثاني: الصيغ المختلفة لصيغة الكفاءة
45	المطلب الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية
49	خلاصة
الفصل الثاني: الجوانب النظرية لصناديق الاستثمار	
51	تمهيد
52	المبحث الأول: ماهية صناديق الاستثمار
52	المطلب الأول: مفهوم صناديق الاستثمار
56	المطلب الثاني: خصائص صناديق الاستثمار
56	المطلب الثالث: الدور المتوقع لصناديق الاستثمار

59	المبحث الثاني: أنواع، محافظ و تقييم صناديق الاستثمار
59	المطلب الأول: أنواع صناديق الاستثمار
63	المطلب الثاني: محافظ صناديق الاستثمار
69	المطلب الثالث: تقييم صناديق الاستثمار
75	المبحث الثالث: أساليب إدارة صناديق الاستثمار
76	المطلب الأول: عمليات صناديق الاستثمار
78	المطلب الثاني: أسس إدارة صناديق الاستثمار
80	المطلب الثالث: تقييم أداء صناديق الاستثمار
85	خلاصة
	الفصل الثالث: واقع دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي والبحريني
87	تمهيد
88	المبحث الأول: دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية في السعودية للفترة 2000-2015
88	المطلب الأول: نشأة و تطور سوق الأوراق المالية للسعودية
98	المطلب الثاني: نشأة و تطور صناديق الاستثمار لسوق الأوراق المالية السعودي
103	المطلب الثالث: أثر نشاط صناديق الاستثمار على سوق الأوراق المالية السعودي
108	المبحث الثاني: دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية للبحرين للفترة 2000-2015
108	المطلب الأول: نشأة و تطور سوق البحرين للأوراق المالية
117	المطلب الثاني: نشأة و تطور صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية
120	المطلب الثالث: أثر نشاط صناديق الاستثمار على سوق البحرين للأوراق المالية
124	المبحث الثالث: تقييم دور صناديق الاستثمار على سوق الأوراق المالية للبحرين و السعودية
124	المطلب الأول: تقييم دور صناديق الاستثمار على سوق الأوراق المالية السعودي
126	المطلب الثاني: تقييم دور صناديق الاستثمار على سوق الأوراق المالية البحريني
129	المطلب الثالث: مقارنة بين دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي و البحريني من 2000 إلى 2015
130	خلاصة

134-132	الخاتمة
143-136	قائمة المراجع والمصادر
149-145	الملاحق

قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
1.1	أهم الفروق بين الأسهم و السندات	25
2.1	مزايا و عيوب العقود الآجلة	30
3.1	مزايا و عيوب عقود المبادلات	31
4.1	مقارنة بين العقود الآجلة و المستقبلية و المبادلة و الخيارات	32
5.1	أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي و التحليل الفني	38
1.2	الفرق بين المحافظ و الصناديق الاستثمارية	68
1.3	عدد الشركات المدرجة في السوق السعودي خلال الفترة 2000-2015	90
2.3	الشركات الخمسة الأكثر نشاطا من حيث عدد المعاملات	91
3.3	الشركات الخمسة الأكثر نشاطا من حيث عدد الأسهم المتداولة لسنة 2015	92
4.3	الشركات الخمسة الأكثر نشاطا من حيث قيمة الأسهم المتداولة لسنة 2015	92
5.3	تطور عدد و قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية	93
6.3	تطور القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية السعودية	95
7.3	تطور المؤشر العام في سوق الأوراق المالية السعودية	96
8.3	تطور عدد صناديق الاستثمار المدرجة وعدد المشتركين للسوق السعودي	99
9.3	تطور أصول صناديق الاستثمار المحلية و الأجنبية لسوق الأوراق المالية السعودية	101
10.3	عدد الشركات المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية للفترة 2000 - 2015	109
11.3	الشركات الخمسة الأكثر نشاطا من حيث القيمة السوقية لسنة 2015	111
12.3	الشركات الخمسة الأكثر نشاطا من حيث قيمة الأسهم المتداولة لسنة 2015	111
13.3	الشركات الخمسة الأكثر نشاطا من حيث عدد الأسهم المتداولة لسنة 2015	112
14.3	عدد و قيمة الأسهم المتداولة في سوق البحرين للأوراق المالية	112
15.3	تطور القيمة السوقية في سوق البحرين للأوراق المالية للفترة 2000-2015	114
16.3	تطور المؤشر العام في سوق البحرين للأوراق المالية	116
17.3	عدد الصناديق المدرجة في سوق الأوراق المالية البحريني للفترة 2000-2015	118
18.3	تطور أصول صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية	119
19.3	تطور إجمالي أصول صناديق الاستثمار في قيمة الأسهم المتداولة لسوق الأوراق المالية السعودية	125

127	تطور إجمالي أصول صناديق الاستثمار في قيمة الأسهم المتداولة لسوق الأوراق المالية البحرين	20.3
-----	---	------

فهرس الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
1.3	عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية	90
2.3	قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية	94
3.3	تطور القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية السعودي للفترة 2000-2015	96
4.3	تطور المؤشر العام للأسعار في سوق الأوراق المالية السعودية للفترة 2000-2015	98
5.3	تطور عدد الصناديق المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي للفترة 2000-2015	100
6.3	تطور أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية	102
7.3	اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى DW	105
8.3	اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى DW	106
9.3	اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى DW	108
10.3	عدد الشركات المدرجة في السوق البحرين للأوراق المالية للفترة 2000-2015	110
11.3	قيمة الأسهم المتداولة في سوق البحرين للأوراق المالية	114
12.3	تطور القيمة السوقية في سوق البحرين للأوراق المالية للفترة 2000-2015	115
13.3	تطور المؤشر العام للأسعار في سوق الأوراق المالية البحرين للفترة 2000-2015	117
14.3	تطور عدد الصناديق المدرجة في سوق الأوراق المالية البحرين للفترة 2000-2015	118
15.3	تطور حجم أصول الصناديق في سوق البحرين للأوراق المالية	120
16.3	اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى DW	122
17.3	اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى DW	124

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

الرقم	العنوان	الصفحة
01	نتائج تقدير النموذج بواسطة طريقة المربعات الصغرى لأثر عدد صناديق الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي	145
02	نتائج تقدير النموذج بواسطة طريقة المربعات الصغرى بعد تصحيح مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء لأثر عدد صناديق الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي	146
03	نتائج تقدير النموذج بواسطة طريقة المربعات الصغرى لأثر إجمالي صناديق الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي	147
04	نتائج تقدير النموذج بواسطة طريقة المربعات الصغرى لأثر عدد صناديق الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية البحريني	148
05	نتائج تقدير النموذج بواسطة طريقة المربعات الصغرى لأثر إجمالي صناديق الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية البحريني	149

المقدمة

المقدمة

يعتبر موضوع أسواق الأوراق المالية من أقدم المواضيع وأكثرها أهمية في اقتصاديات الدول سواء كانت المتقدمة منها أو النامية، حيث شهدت هذه الأخيرة تطورات عديدة على مر العقود تزامنا مع التطورات الاقتصادية الحاصلة.

فأسواق الأوراق المالية تعد المرآة العاكسة لاقتصاديات العديد من الدول، باعتبارها مصدرا مهما لتوفير التمويل اللازم لمختلف عمليات التنمية الاقتصادية للدول أو الشركات على حد سواء، كما تساهم في تعبئة الموارد الادخارية وتوجيهها نحو مختلف الاستثمارات من خلال إقامة مشاريع تنموية بهدف تلبية متطلبات عمليات التمويل الداخلي، وتقليص الحجم إلى التمويل الخارجي، في ظل محدودية الموارد في مختلف الدول النامية، وتختلف أنظمتها المصرفية و المالية، ونتيجة للتطورات الحاصلة في النظام المالي العالمي و ظهور ما يسمى بالعملة المالية والانفتاح على العالم الخارجي، الشيء الذي ساعد على ظهور آليات جديدة كصناديق الاستثمار التي جاءت لتشجيع صغار المدخرين، وقليلي الخبرة والمعرفة بالاستثمار في الأوراق المالية نظرا للميزة التي تتصف بها هذه الصناديق في إدارة الأصول المالية بكفاءة وفعالية، بما يمكن المستثمرين في السوق المالي بالحصول على عائد أكبر وبأقل مخاطرة، وهذا ما أدى إلى زيادة إقبال المدخرين على استثمار أموالهم في هذه الصناديق، وبالتالي زاد معدل نموها.

1- إشكالية الدراسة:

ولمعرفة دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية، يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

✓ ماهو دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية ؟

2- التساؤلات الفرعية:

على ضوء إشكالي الدراسة نبرز الأسئلة الفرعية التالية:

- كيف تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية؟
- هل هناك أثر بين إجمالي أصول صناديق الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة (2000-2015)؟
- هل يوجد أثر بين عدد صناديق الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة(2000-2015)؟

- هل هناك أثر بين إجمالي أصول صناديق الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة(2000-2015)؟
 - هل يوجد أثر بين عدد صناديق الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة(2000-2015) ؟
- 3- فرضيات الدراسة:**

للإجابة على هذه التساؤلات نقتراح الفرضيات التالية:

- تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية.
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لإجمالي أصول صناديق الاستثمار على قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة(2000-2015).
- هناك أثر إيجابي بين عدد صناديق الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة(2000-2015).
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5% لإجمالي أصول صناديق الاستثمار على قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة(2000-2015).
- هناك أثر إيجابي بين عدد صناديق الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة(2000-2015).

4-أهداف الدراسة:

تتمثل أهداف الدراسة في مايلي:

- معرفة مدى مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية.
- معرفة أثر إجمالي أصول صناديق الاستثمار و قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة(2000-2015).
- معرفة الأثر بين عدد صناديق الاستثمار و قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة(2000-2015).
- معرفة أثر إجمالي أصول صناديق الاستثمار و قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة(2000-2015).

- معرفة الأثر بين عدد صناديق الاستثمار و قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة(2000-2015).

5- أهمية الدراسة:

تتجلى أهمية الدراسة في النقاط التالية:

- تسليط الضوء على الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار في تنشيط وتحفيز أداء سوق الأوراق المالية.
- محاولة معرفة أهمية صناديق الاستثمار وتأثيرها على الاقتصاد، باعتبارها أداة استثمارية لتمويل مختلف المشروعات، وتشجيع عملية التنمية الاقتصادية سواء على مستوى الدول المتقدمة أو الدول النامية.

6- أسباب اختيار الموضوع:

لقد تم اختيار الموضوع لعدة أسباب منها:

- تماشي الموضوع وطبيعة التخصص.
- الاهتمام المتزايد بصناديق الاستثمار من قبل الدول المتقدمة والدول النامية، نظرا للأثر الذي تلعبه في مختلف أسواق الأوراق المالية.

7- منهج الدراسة:

من أجل معالجة موضوع الدراسة و اختبار صحة الفرضيات اعتمدنا على مجموعة من المناهج بطريقة متكاملة كمايلي:

- المنهج التاريخي: تم الاعتماد على هذا المنهج من خلال تتبع نشأة و تطور أسواق الأوراق المالية، صناديق الاستثمار في الدول محل الدراسة.

- المنهج الوصفي: تم الاعتماد عليه عند التطرق للجوانب النظرية لموضوع الدراسة.

- المنهج التحليلي: تم الاعتماد عليه في تحليل نتائج الدراسة القياسية.

8- حدود الدراسة:

من أجل معالجة موضوع الدراسة فقد حدد مجالها كما يلي:

- دراسة أثر كل من عدد صناديق الاستثمار و إجمالي أصولها على مؤشر قيمة الأسهم المتداولة؛
- تمثلت دراسة الحالة في سوق الأوراق المالية السعودي و البحريني؛
- فترة الدراسة(2000-2015) تبعا للمعطيات المتحصل عليها.

9- الدراسات السابقة:

1- محمد براق و آخرون، أداء الصناديق المسؤولة اجتماعيا و صناديق الاستثمار الإسلامية، الملتقى الدولي الأول لمعهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداي، 2011، بعنوان: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ... ورهانات المستقبل، حيث تطرق الباحثون إلى موضوع نمو صناديق الاستثمار الإسلامية وأدائها في أسواق الأوراق المالية، وقد شملت هذه الدراسة مفاهيم حول صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق الاستثمارات المسؤولة اجتماعيا أو الأخلاقية و مدى موافقتها مع صناديق الاستثمار الإسلامية، ودور هيئات الرقابة الشرعية في الرفع من أداء صناديق الاستثمار الإسلامية، وخلصت الدراسة إلى أن كل من النمو المتزايد لأصول صناديق الاستثمار الإسلامية وأدائها الجيد مقارنة مع الصناديق التقليدية، وأدائها المقبول أثناء الأزمات المالية وخاصة الأزمة الأخيرة، لدليل آخر يضاف إلى ما سبقه من الأدلة، التي تدعو إلى تكيف الأنظمة الاقتصادية مع الشريعة الإسلامية.

2- شريط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2012:

هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى أهمية صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية والتأثير في هذا السوق وتنوعه، وكذلك تقييم أداء صناديق الاستثمار في جمهورية مصر العربية وتأثيرها على توجيه الاستثمارات في سوق الأوراق المالية في مصر، ومعرفة التجربة المصرية الرائدة والقديمة في السوق وذلك للاستفادة منها في التطبيق داخل الجزائر، وخلص الباحث في الأخير إلى أن التجربة المصرية نجحت في اجتذاب الأموال المصرية والعربية والأجنبية للاستثمار في الأوراق المالية من خلال صناديق الاستثمار، مما ساهم في توفير مناخ مناسب للتنمية وزيادة تدفق الأموال إلى الاقتصاد المصري مما كان لها لثر إيجابي على ميزان المدفوعات وعلى الجنيه المصري.

3- عبد الرحمن مرعي، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية في سورية (دراسة ميدانية)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية - المجلد - 29 العدد الثالث 2013.

في هذه الدراسة قيم الباحث الدور الذي يمكن أن تؤديه صناديق الاستثمار المشتركة في تفعيل سوق دمشق للأوراق المالية ومن ثم تنشيط الاقتصاد، وقد خلصت الدراسة إلى أن صناديق الاستثمار تؤدي دورا أساسيا

في تفعيل سوق الأوراق المالية، من خلال الرقابة المستمرة على حركة التداول والتدخل في السوق عندما تكون هناك ضرورة لذلك.

4- عمر عبو، الأسواق المالية و دورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار (دراسة تجارب دولية)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2016.

هدفت هذه الدراسة إلى تبيان الدور الذي يلعبه الصندوق الاستثماري في السوق، وذلك من تقييم أداء صناديق الاستثمار لمجموعة من الدول من أجل إجراء مقارنة بينهم من حيث الأداء، ومن بين أهم النتائج التي توصل إليها الباحث أن صناديق الاستثمار سواء كانت التقليدية أو الإسلامية تعمل على تنشيط وتفعيل السوق المالية، حيث تقوم بتوجيه المدخرات الفائضة نحو السوق، بالإضافة إلى أنها تسمح للبنوك استثمار فائض السيولة لديها، كما أنها تسمح لفئات مختلفة من المستثمرين الولوج إلى السوق لأنها توفر لهم إمكانية تنويع استثماراتهم من أجل الحصول على العائد مع إمكانية تقليل المخاطرة بفضل تواجد إدارة متخصصة تقوم بتسييرها.

10- تقسيمات الدراسة:

للإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار الفرضيات قمنا بتقسيم الدراسة إلى ثلاث فصول، (اثنين منها نظرية والثالث تطبيقي)، بالإضافة إلى المقدمة والخاتمة، وهذه الفصول كالاتي:

الفصل الأول: سنتناول فيه الجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية من مفهوم وتقسيمات وتنظيم، بالإضافة إلى أهم الأدوات المتداولة في السوق سواء تقليدية أو حديثة؛

الفصل الثاني: سيتم التطرق فيه إلى ماهية صناديق الاستثمار وأنواعها وأهم المزايا ومخاطرها، وأساليب إدارتها؛

الفصل الثالث: أما الجانب التطبيقي فسيتم التطرق إلى واقع صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية لكل من السعودية والبحرينية خلال الفترة 2000-2015.

11- صعوبات الدراسة:

- صعوبة الحصول على الإحصائيات حول صناديق الاستثمار؛
- قلة المعرفة حول البرنامج الإحصائي Eviews9.0، وكيفية استعماله.

الفصل الأول: الجوانب النظرية لأسواق الأوراق المالية

المبحث الأول: مدخل عام إلى أسواق الأوراق المالية
المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
المبحث الثالث: كفاءة و مؤشرات سوق الأوراق المالية

تمهيد

أضحت أسواق الأوراق المالية المرآة العاكسة لحالة الاقتصاد من زيادة أو تباطؤ في معدلات النمو بسبب ما تشكله من نقطة تلاقي قطاعي الأعمال والمالية، وتشابك قطاعات الاقتصاد الأخرى من خلال ربط قطاعات الفوائد بقطاعات العجز المالي وذلك من أجل تلبية متطلبات التمويل للمشاريع الاستثمارية. كما أن وجود أسواق مالية ذات كفاءة عالية تمنح مزايا عديدة للاقتصاد والنظام المالي في ظل توافر المعلومات والبيانات عن جميع أنشطة الشركات التي يتم التعامل بأوراقها المالية، مما يعمل على استحداث أسواق مالية متطورة سليمة وأن أي خلل في هذه البيانات والمعلومات يؤدي إلى انخفاض كفاءة السوق المالي.

وهذا ما سنتطرق إليه في هذا الفصل من خلال تحديد المفاهيم الأساسية كإطار عام لفهم وتحليل الأسواق المالية، و قصد التعرف أكثر قمنا بتقسيمه إلى ثلاثة مباحث هي:

المبحث الأول: مدخل عام إلى أسواق الأوراق المالية؛

المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؛

المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول مدخل عام إلى أسواق الأوراق المالية

إن وجود الأسواق المالية والنقدية يعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الأساسي لكل مؤسساتها المالية في تجميع المدخرات وتوجيهها إلى مجالات الاستثمار المختلفة كما يمكنها التنبؤ بالمستقبل، وتوضيح الحالة الاقتصادية للدولة وذلك ما يشجع أصحاب الأموال في الاستثمار والدخول في هاته الأسواق.

المطلب الأول مفهوم أسواق الأوراق المالية

تعتبر أسواق الأوراق المالية شيء ضروري لتحقيق النمو الاقتصادي في دولة متقدمة أو نامية على حد سواء.

أولاً: نشأة أسواق الأوراق المالية

نشأت أسواق الأوراق المالية بالعالم في القرن السادس عشر ميلادي نتيجة تطور التبادل التجاري وكان التعامل التجاري في بادئ الأمر يتم على قارعة الطريق أو بالمقاهي، حيث كان التجار في بلجيكا يجتمعون لعقد الصفقات التجارية فيما بينهم في بيت تاجر يسمى "بورسيه" (bourse)، والذي اشتقت من اسمه كلمة بورصة التي انتشرت في جميع أنحاء العالم ومازالت تستخدم لغاية الآن ثم فكر التجار الأوربيون بوسائل جديدة لإجراء الصفقات بطريقة سهلة تمكنهم من تنفيذ الصفقات والتعاملات التجارية بيسر وسهولة الأمر الذي أدى إلى تحويل أسواق الأوراق المالية إلى أسواق منتظمة، وتشير بعض المصادر بأن فرنسا أول دولة أنشأت فيها شوق لتداول الأوراق المالية في القرن الثالث عشر بأمر من الملك فيليب كما تذكر مصادر أخرى أن أول بورصة للأوراق المالية ظهرت في فرنسا عام 1724، وفي عام 1773 تم إنشاء سوق لندن للأوراق المالية وفي عام 1792 أسست سوق نيويورك للأوراق المالية.

أما في الوطن العربي تعتبر السوق المالية المصرية واحدة من أقدم الأسواق التي تم إنشاؤها في الشرق الأوسط حيث تعود جذورها إلى القرن التاسع عشر عندما تم إنشاء بورصة الإسكندرية في عام 1883، وبعد حوالي عشر سنوات تم تأسيس بورصة القاهرة وفي النصف الثاني من القرن الماضي شهدت الكثير من الدول العربية تأسيس أسواق للأوراق المالية في دول الخليج والأردن و لبنان وفلسطين وخلال السنوات القليلة الماضية توالى تأسيس العديد من الأسواق في الدول العربية الأخرى مثل ليبيا وسوريا والسودان واليمن¹.

ثانياً: تعريف سوق الأوراق المالية

هناك عدة تعاريف لسوق الأوراق المالية يمكن ذكر أهمها كما يلي:

¹ سهيل مقابلة، كيف تستثمر في سوق الأسهم؟ (حالة سلطنة عمان)، ط1، دار الراجحة للنشر، الأردن، 2013، صص 35، 36

- هي المكان الذي يتم التعامل فيه بالأوراق المالية الطويلة ومتوسطة الأجل (الأسهم والسندات)، عن طريق وسطاء مؤهلين وفي أوقات محددة¹؛
 - هي الإطار الذي يجمع بين بائعي و مشتري الأوراق المالية بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعلية فيما بين المتعاملين في السوق حيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية لأي ورقة مالية متداولة في السوق²؛
 - تعرف أيضا على أنها السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة، ففي السوق المنظمة تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف باسم البورصة أما السوق غير المنظمة فيتكون من عدد من التجار والسامسة بياشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم البعض بواسطة الحاسوب كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية، ففي الأولى تتداول أوراق مالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثاني فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب وتتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية³؛
 - يعرف سوق الأوراق المالية بأنه السوق الذي تتم فيه عمليات تبادل القيم المنقولة من أسهم وسندات وأوراق مالية أخرى (شهادات الإيداع، أوراق المساهمة)، وتجرى هذه العملية في مكان محدد ومعروف وذلك تحت إشراف هيئة تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليذ يتقيد بها المتعاملون بالأسهم والسندات المقبلين على الاستثمار والمضاربين على تقلبات الأسعار⁴.
- ومن خلال التعاريف السابقة نستنتج أن سوق الأوراق المالية عبارة عن مكان يتم فيه تداول الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات، حيث يقوم بعمليات التداول (بيع أو شراء الأوراق المالية) مجموعة من المتخصصين في هذا النوع من المعاملات وبذلك تكون هذه الأسواق حيز لالتقاء رغبات البائع و المشتري ومن ثم تتحدد الأسعار وفقا لقانون العرض والطلب.

¹ إلهام وحيد دحام، فاعلية أداء السوق المالي و القطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، ط1، المركز القومي للإصدارات القانونية، مصر، 2013، ص20

² فيصل محمود الشوارة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية و العملية)، ط1، دار وائل للنشر، مصر، 2008، ص45

³ ضياء مجد الموسوي، البورصات (أسواق المال و أدواتها الأسهم و السندات)، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص5

⁴ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر و التوزيع، مصر، 1996، ص17

ثالثاً: وظائف سوق الأوراق المالية

تؤدي سوق الأوراق المالية عدة وظائف سواء للمستثمر أو الفرد أو شركة الأعمال أو الاقتصاد الوطني، وهذه الوظائف تتلخص في:

- ضرورة إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية: وذلك لإمكانية استرداد المستثمر لمدخراته، فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة للنقود بالتعامل في البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد (طبيعيين أو اعتباريين) المستثمرة في شكل أسهم و سندات¹؛

- تحديد الأسعار المناسبة للأسهم و والسندات: إن هذه الوظيفة ترتبط بالوظيفة الأولى أي أنه كلما حرص المدخر على بيع الأوراق المالية، فإنه يكون بحاجة إلى أن تكون أمواله في صورة سائله كما أن المدخر يحرص أن يكون السعر مناسباً لبيع أوراقه وسوق الأوراق المالية لها دور في تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عادلة من العدالة²؛

- مساعدة المنشآت في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل: حيث أن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة للمنشأة المقيدة بسوق الأوراق المالية في شكل أسهم وسندات يكون أكبر مما لو كانت هذه الأوراق المالية لشركات غير مقيدة في السوق لأن قيد هذه الأوراق يعتبر نوعاً من الاعتراف بقدرة هذه المنشأة وكفاءتها بما يخلق درجة عالية من الاطمئنان والثقة في أوضاعها؛

- توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث الخطر: وذلك من خلال كثرة وتنوع الأوراق المالية من جانب وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها، فالبورصة تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم مبينة الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار بها³؛

- تقويم الشركات والمشروعات مما يساعد على تحسين كفاءتها: حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين و تبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي وهذا ما قد يؤدي إلى حث

¹ خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية (دراسة مقارنة بلدان المغرب العربي)، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة الجزائر، 2006، ص36

² خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية (دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005-2009)، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2011-2012، ص80

³ رسمية قرياقص، أسواق المال (أسواق - رأس المال - المؤسسات)، الدار الجامعية، 1999، ص47

إدارة الشركات صاحبة هذه الأوراق على تحسين كفاءتها وزيادة فعاليتها حتى لا تتعرض أوراقها إلى انخفاض حجم التعامل عليها؛

- **توظيف الأموال:** تعمل على تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تتوفر لديها أموال فائضة عن برامجها الاستثمارية إلى الوحدات التي تعاني من عجز التمويل بالقياس إلى حجم خططها الاستثمارية؛

- **تعد مؤشر حالة الاقتصاد القومي مستقبلا:** لأن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق هي المرآة العاكسة لتلك الحالة الاقتصادية المستقبلية وتكون بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الإجراءات الصحيحة عندما يلزم الأمر؛

- **تمويل خطط التنمية الاقتصادية:** خطط التنمية عادة تكون بحاجة لتمويل طويل الأجل والبنوك التجارية لا يستطيع تحمل المخاطر التي تستلزم تمويل طويل الأجل حيث يتم تمويلها عن طريق سندات حكومية في البورصة طويلة أو متوسطة الأجل؛

- **المساهمة في عدم الائتمان الداخلي والخارجي:** حيث أن عملات البيع و الشراء في سوق الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في الأسواق العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية¹.

المطلب الثاني: تقسيمات سوق الأوراق المالية

تنقسم سوق الأوراق المالية من حيث وظائفها إلى سوق أولي ويسمى سوق الإصدار وسوق ثانوي ويسمى سوق التداول وكلا السوقين على درجة كبيرة من الأهمية ويتوقف كل منهما على الآخر.

أولا: السوق الأولية

وتعرف على أنها السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة²، وذلك عن طريق ما يسمى بالاككتاب العام سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس وإنشاء الشركة الجديدة أو زيادة رأسمالها بغرض توسيع وتنويع نشاطها أو إصدار الأسهم والسندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل وعادة ما تتولى عملية إصدار الأوراق المالية مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الإصدار³، ويقوم

¹ حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم (دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية الأردن، السعودية، فلسطين)، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015، ص8

² أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، جامعة واسط، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013، ص158

³ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، ط1، دار أسامة للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص18

الوسطاء الماليين في السوق الأولية بدور كبير في إنجاز هذه الاتفاقات بنوعيتها، وهناك ثلاث أنواع من العروض يقدمها الوسطاء لطالبي الأموال في هذا الصدد.

ثانياً السوق الثانوي

هو المكان الذي يتم فيه التداول على الأوراق المالية التي يتم إصدارها في السوق الأولية لأول مرة وما يترتب عليها من نقل للملكية بين البائع والمشتري وذلك طبقاً لسعر السوق السائد وقت البيع والشراء وسواء أكان ذلك من خلال أسواق منظمة أو غيرها¹، ويكون بيع الأوراق المالية فيها بهدف الحصول على السيولة أو إعادة الاستثمار في أوراق مالية بديله ويحصل المشتري للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية ومن أهم خصائص هذه السوق توفير عنصر السيولة لحاملي الأوراق المالية حتى يتمكنوا من بيع ما لديهم من أوراق عند الحاجة لقيمتها نقداً²، وقد تتخذ السوق الثانوية شكلين هما:

- **السوق المنظمة:** وتدعى ببورصة الأوراق المالية، وتتميز بكونها مكان جغرافي محدد لتداول الأوراق المالية المختلفة بيعاً وشراءً بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف وتوقيتات محددة بالقانون محاطة بالشفافية للإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر³؛

- **السوق غير المنظمة:** هي السوق التي تتعامل بالأوراق المالية خارج السوق المنظم وهذا التعامل يتم من خلال بيوت السمسرة وليس لها مكان محدد لإجراء المعاملات حيث تتم من خلال شبكة الاتصالات كالهاتف والحاسوب أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة⁴.

ثالثاً السوق الثالث والرابع

تنقسم سوق الأوراق المالية غير المنظمة بدورها إلى:

1- **السوق الثالث:** هو السوق غير منظم يقوم بعمليات البيع والشراء الكبيرة من خلال سمسرة غير أعضاء في الأسواق الثانوية لحساب غيرهم من المستثمرين بتكاليف منخفضة نسبياً، وتضم بيوت السمسرة والمتعاملين في الأوراق المالية مع الاستعداد للبيع والشراء بأي كمية وفي أي وقت، وعادة ما تكون الصفقات بين شركات الاستثمار نفسها⁵.

¹ فيصل محمود الشاورة، مرجع سبق ذكره، ص 58

² صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية، ط 1، عالم الكتب للنشر و التوزيع، مصر، 2003، ص 16

³ زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، مصر، 2008، ص 241

⁴ عبد النافع عبد الله الزرري، غازي توفيق فرح، الأسواق المالية، ط 1، دار وائل للنشر و التوزيع، الأردن، 2001، ص 49

⁵ فيصل محمود الشاورة، مرجع سبق ذكره، ص 58

2- السوق الرابع: هو الذي تتعامل به المؤسسات الكبرى مباشرة فيما بينها دون الحاجة إلى شركات السمسرة وتجار الأوراق المالية، والهدف هو تقليص النفقات باستبعاد عمولات وأرباح التجار والسماسرة، ويتم التعامل بين الشركات من خلال شبكة اتصال الكترونية يمكن عن طريقها معرفة أسعار الأوراق المالية وحجم المعاملات¹.

المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية

تلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة المالية، من خلال تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد، والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي يشتغل به السوق، ولتوضيح ذلك نحاول البحث في العناصر التالية:

أولاً: نظام تشغيل سوق الأوراق المالية

يتكون من مجموعة من المكونات متمثلة فيما يلي:

1- صالة التداول: وهي مكان مخصص للتداول، حيث يتم وفق نظامين هما:²

- نظام القاعة الواحدة للتداول؛

- نظام التداول باستخدام الحسابات الالكترونية.

2- الوسطاء المرخص لهم بالعمل في سوق الأوراق المالية: وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويمنع هؤلاء من القيام بالبيع والشراء لحسابهم الخاص، ويمكن أن يكون الوسيط منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة³، فالوسطاء من الفاعلين الرئيسيين في سوق الأوراق المالية، وهم من أهم صناعات السوق وموجهوه، وبالتالي فهم أحد العناصر التي بدونها لا يتم التعامل في البورصة⁴.

3- طريقة التداول بسوق الأوراق المالية: يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط، بإحدى الطريقتين:⁵

¹ أديب قاسم شندي، مرجع سبق ذكره، ص 159

² أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة و التعليم المفتوح، مصر، 1998، ص 29

³ صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية (عملياً، علمياً)، ط 1، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000، ص 32

⁴ محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1996، ص 55

⁵ خالد إدريس، فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة (دراسة استشرافية)، مذكرة ماجستير غير منشورة،

جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2007-2008، ص 76

- طريقة المفاوضة: وفي هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض أي البيع، وأسعار الطلب أي الشراء، لكل وسيط ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاقية على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية؛

- طريقة المزيدة: في هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري. ويتم الإعلان عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

ثانيا: المتعاملون والأوامر

يحكم التعامل في سوق الأوراق المالية مجموعة من القواعد والإجراءات هدفها تسيير المعاملات وضمان الشفافية والوضوح للأطراف المتعاملة بالأوراق المالية.

1- المتعاملون: هناك تصنيفين للأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية هما:

1-1- تصنيف المتعاملون حسب الهدف من التعامل: يمكن تصنيف الأطراف التي تتعامل في بيع وشراء

الأوراق المالية حسب الهدف من وراء هذا التعامل والذي يعتبر الموجه الرئيسي لهؤلاء في تخطيط عمليات البيع و الشراء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي:¹

أ- المضاربون المحترفون: تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار، لذلك يهتمون بمتابعة تحركات الأسعار في السوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة إلى التنبؤ باتجاه السوق لتخطيط عملياته.

ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي و الاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، إضافة إلى معرفته بالعمليات الفنية التي تحدث خلال السوق.

ب- المتأمرون: تهدف هذه المجموعة إلى التحكم في الأسعار وتوجيه السوق صعودا وهبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف أن يصبح السعر السائد في الورقة المالية بالسوق أعلى أو بسعر أدنى من السعر العادل الناتج عن قوى العرض والطلب العاديين، ويتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم والتي تمكنهم من تحقيق أهدافهم، ويستفيد هؤلاء من المحترفين من الاتجاهات الطبيعية لأسعار أسهم السوق.

ج- المضاربون الهواة: هي مجموعة تتعامل في الأوراق المالية بهدف الاستفادة من فروق الأسعار بين البيع والشراء، ولكن قرارات الشراء هنا لا تكون مدروسة دراسة كافية ومتأنية.

¹ أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص32

د- **المستثمرين**: يمكن تقسيمهم إلى نوعين أساسيين هما المستثمر العادي والمستثمر الداخلي، فالعادي هو الذي يتعامل بالأوراق المالية بهدف الحصول على عائد مناسب، أما الداخلي فهو الذي يقوم بشراء الأوراق المالية لشركة معينة بهدف المشاركة في إدارة الشركة، والتأثير في مجريات الأمور بها، ويكون العائد من الأوراق المالية في المرتبة الثانية بالنسبة له¹.

1-2- تصنيف المتعاملون إلى عارضين و طالبين: يلاحظ من خلال التصنيف السابق للأطراف المتعاملة في الأسواق المالية أنه يعتمد على الهدف من وراء العامل في سوق التداول متجاهلا الأطراف المتعاملة في سوق الإصدار، وعليه يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى عارضين وطالبين لرأس المال.

أ- **الطالبون لرأس المال**: هم أصحاب الأموال أي المدخرات أو من لهم فائض من مواردهم المالية، أو يريدون استثمارها على شكل قيم منقولة، وعلى العموم ينقسمون إلى فئتين²:

- الفئة الأولى تضم أصحاب الادخار القومي، وتتميز بقلّة رؤوس الأموال المراد استثمارها وبالنظر وعدم التجانس؛
- الفئة الثانية وتضم البنوك وشركات التأمين وصناديق الإيداع والادخار وصناديق الاستثمار، ومن أهم وظائف هذه الشركات عملية التوظيف في سوق الأوراق المالية بهدف تحقيق إجراءات إضافية.

ب- **العارضون لرأس المال**: ويقصد بهم العارضون لرؤوس الأموال في شكل أوراق مالية، ويأخذون في أغلب الأحيان شكل الشركات الصناعية والتجارية، أو الشركات التي تصدر الأسهم والسندات لتمويل احتياجاتهم بالإضافة إلى الحكومات التي تصدر السندات بهدف تغطية الخطر في الميزانية، أو بهدف امتصاص السيولة في الأسواق، أو مواجهة نفقات غير عادية... الخ³.

2- الأوامر: يقصد بها أنها عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف هذه الأوامر باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط، وكل أمر يأتي من المستثمر لابد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة⁴، وهناك عدة أوامر في السوق متمثلة في:

¹ محمد الصيرفي، البورصة، ط1، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص122

² عبد الرحمن بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012، ص51

³ خالد إدريس، مرجع سبق ذكره، ص76

⁴ شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999، ص65

2-1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: ويقصد بها الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ العملية من عدمه، حيث يضع العميل سعرا معيناً لتنفيذ الصفقة¹، وفي هذا المجال يوجد نوعين من الأوامر هما:

أ- أوامر السوق: هي أكثر أنواع الأوامر شيوعاً، بحيث يصدر المستثمر أمراً للسماح لشراء أو بيع عدد محدد من الأوراق المالية فوراً، وهنا يكون السماسر ملتزماً ببذل أقصى جهد للتوصل إلى أفضل سعر ممكن (أقل الأسعار في حالة أمر الشراء، وأعلى الأسعار في حالة أمر البيع) في وقت صدور الأمر²؛

ب- الأوامر المحددة: في الأمر المحدد يضع العميل سعر تنفيذ الصفقة، وليس أمام السماسر إلا الانتظار لاغتنام الفرصة، وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد، أو إلى أقل منه في حالة أمر الشراء، وإلى أعلى منه في حالة أمر البيع³.

2-2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: يقصد بها تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها، وتشمل الأنواع التالية⁴:

أ- أوامر محددة بيوم: هو الأمر الذي يظل سارياً لما يتبقى من ساعات اليوم، أي إلى أن تغلق البورصة أبوابها في ذلك اليوم، وبعد الأمر المحدد بيوم من أكثر الأوامر شيوعاً؛

ب- أوامر محددة بأسبوع أو شهر: بالنسبة للأمر الذي مدته أسبوع فإنه ينتهي بانتهاء الأسبوع الذي صدر فيه، كذلك قد تتحدد مدة الأمر بفترة أكبر من ذلك شهرين أو ثلاث أشهر، بل وقد تمتد لتتحول إلى أمر مفتوح؛

ج- الأمر المفتوح: يقصد به الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه، أو يقرر إلغاؤه⁵.

2-3- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: من الأمثلة على هذا النوع من الأوامر الأمر المحدد لسعر التنفيذ خلال فترة زمنية معينة، والأمر المفتوح بسعر محدد، وهي كما يلي⁶:

¹ جبار محفوظ، تنظيم إدارة البورصة، ج3، ط1، دار هومه، الجزائر، 2002، ص78

² محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص23

³ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، مصر، 1999، ص126

⁴ محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص125

⁵ محمد البنا، أسواق النقد والمال (الأسس النظرية والعملية)، زهراء الشرق، مصر، 1996، ص58

⁶ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص130

أ- الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة: يقصد بها تلك الأوامر التي تحدد سعرا معيناً للتنفيذ، غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة، قد تكون يوماً أو شهراً أو أكثر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر، والأوامر المحددة للزمن؛

ب- الأوامر المفتوحة في حدود سعر معين: وهي التي لا يتحدد لها فترة زمنية للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

2-4- الأوامر الخاصة: ومن أبرز الأوامر الخاصة ما يلي:¹

أ- أوامر الإيقاف: يقصد بأمر الإيقاف الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها في حالة الشراء، أو مستوى معين أو انخفض عنه في حالة البيع؛

ب- أوامر الإيقاف المحددة: تستخدم هذه الأوامر للتغلب على مشكلة عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة، وهو ما يتسم به أمر بالإيقاف، حيث يضع المستثمر حد أدنى لسعر البيع وحد أقصى لسعر الشراء، ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو سعر أفضل منه، وبالتالي يمكن النظر إلى أمر الإيقاف المحدد على أنه أمر محدد مشروط؛

ج- أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال: يقصد به أن يترك للسماح الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه، وقد تكون حريته في هذا النوع من الأوامر مطلعة، فهو يختار الورقة محل التعامل والسعر، وما إذا كانت شراء أم بيعاً وتوقيت تنفيذها، أما الأوامر المقيدة تكون فيها حريته على توقيت التنفيذ والسعر الذي تبرم على أساسه الصفقة، ويقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوافر لديهم ثقة كاملة في كفاءة وأمانة السماسر.

المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تتوفر سوق الأوراق المالية على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات المالية، التي تسمح للمستثمرين بتنويع محافظهم المالية، وتحقيق أعلى عائد وبأقل مخاطر ممكنة، ومن أجل تحقيق ذلك يجب على المستثمر الاعتماد على معطيات التحليل الأساسي والتحليل الفني في تحليل الاستثمار واتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية.

¹ محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص، ص25، 26

المطلب الأول: الأوراق المالية التقليدية

تعد الأوراق المالية (أسهم وسندات)، محرك سوق الأوراق المالية باعتبارها السلعة الأساسية المتداولة في هذا السوق، ولكل نوع من هذه الأنواع عدة تقسيمات وتصنيفات منها.

أولاً: الأسهم

تعتبر الأسهم من أكثر الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية.

1- تعريف الأسهم: يعرف السهم بأنه صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي للمساهم ليمثل حصته في رأسمال الشركة¹، كما يعرف بأنه صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تتناسب مع ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهما².

2- القيم المختلفة للأسهم: للسهم قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية، نوجزها في ما يلي:³

- **القيمة الاسمية:** هي القيمة المدونة على قسيمة السهم و عادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس.

- **القيمة السوقية (القيمة المتداولة):** هي القيمة التي تباع بها السهم في سوق المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية.

- **القيمة الدفترية (القيمة المحاسبية):** وهي القيمة التي يستحقها السهم من واقع السجلات المحاسبية للمنشأة⁴.

3- أنواع الأسهم: للأسهم عدة أنواع يمكن التمييز بينها من خلال تقسيمات مختلفة نعرضها كما يلي:

3-1- تقسيم الأسهم على أساس الشكل الذي تظهر به:

- **الأسهم الاسمية:** هي أسهم يثبت عليها مالك السهم، وتسجل لدى الشركة باسم صاحب الشأن، وبذلك يسجل على شهادة الأسهم اسم الشخص مما أعطاها تسمية اسمية لكتابة اسم المالك عليها⁵.

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري و التطبيقات العملية)، ط2، مؤسسة الواروق للنشر و التوزيع، الأردن، 1999، ص184

² طارق عبد العال حماد، دليل الاستثمار في البورصة، الدار الجامعة، مصر، 2007، ص11

³ محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة (أسهم، سندات، أوراق مالية)، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص89

⁴ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص92

⁵ ناظم محمد نوري الشمري و آخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، ط1، دار وائل للطباعة و النشر، الأردن، 1999، ص211

- **الأسهم لحاملها:** هو السهم الذي لا يذكر فيه اسم المساهم ولكن يكتب عليه أنه لحامله، ويتم نقل الملكية بالتسليم المادي من المتنازل إليه، ويعتبر حامل السهم هو مالكة في نظر الشركة¹.

- **الأسهم الأذنية (أسهم لأمر):** للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر وتشتترط فيها أن تكون كاملة الوفاء، أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إلا إذا كانت الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول الأسهم ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة التي لم تدفع من قيمة السهم.

3-2- تقسيم الأسهم على أساس طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم:²

- **الأسهم النقدية:** وهي التي يدفع مقابل الحصول عليها مساهمة نقدية.

- **الأسهم العينية:** تمثل حصة عينية من رأس المال على شكل عقار أو آلات أو معدات.

- **الأسهم المجانية:** هي توزيعات تقوم بها الشركة، تقضي بحصول حامل السهم على نصيبه من التوزيعات في صورة أسهم عادية، ويكون التوزيع على المساهمين بنسبة امتلاكهم للأسهم، وتعد الأسهم المجانية بمثابة زيادة في رأسمال الشركة، والمتولدة عن احتجاز أجزاء من أرباح الشركة، وبالتالي يكون للمساهمين الحق في زيادة رأس المال.

3-3- تقسيم الأسهم على أساس الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:

- **الأسهم العادية:** يعرف السهم العادي على أنه عبارة عن صك ملكية في رأسمال شركة مساهمة، ويأتي في مقدمة الأوراق المالية التي تتداول في سوق الأوراق المالية³.

أو هو عبارة عن حصة في ملكية المنشأة تحول صاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات

اتجاه الآخرين، كما يحق لحامله الاشتراك في إدارة المنشأة⁴، وللمساهم العادي الحقوق التالية:⁵

- الحق في حصة من أصول الشركة بقيمة ما يملكه من أسهم؛

- حق الحصول على شهادة ملكية الأسهم العادية التي يمتلكها؛

- حق الاطلاع والحصول على الأرباح التي يتقرر توزيعها؛

- حق تحويل ملكية الأسهم إلى شخص آخر؛

¹ صلاح السيد جودت، مرجع سبق ذكره، ص 160

² عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 100

³ ضياء مجد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص 38

⁴ هشام طلعت عبد الحكيم، أنور مصطفى، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن) دراسة تطبيقية مختارة من الشركة الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 81، 2010، ص 55

⁵ جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، ط1، دار الجامعة، مصر، 2003، ص 23

- حق الاكتتاب بنسبة ما يمتلكه من أسهم، في الأسهم التي تصدرها الشركة لزيادة رأسمالها؛
- حق حضور الجمعية العامة للمساهمين؛
- حق التصويت في الجمعيات بنسبة ما يمتلكه؛
- حق اقتسام أصول الشركة عند التصفية، وذلك على قدر المساواة مع المساهمين الآخرين.
- **الأسهم الممتازة:** هي الأسهم التي تعطي صاحبها الأولوية في الحصول على الربح بنسبة معينة قبل إجراء أي توزيع للأرباح، فتختص هذه النسبة لأصحاب الأسهم الممتازة بصرف النظر عما يتبقى لأصحاب الأسهم العادية¹، وللأسهم الممتاز بعض الحقوق متمثلة في إمكانية تحويل الأسهم الممتازة إلى أوراق مالية أخرى، إضافة إلى الأولوية في الحصول على الأرباح قبل حملة الأسهم العاديين².
- **الفرق بين الأسهم العادية و الممتازة:** و تتمثل في:³
 - حق الأولوية لحملة الأسهم الممتازة على حملة الأسهم العادية في الحصول على العائد من الأرباح؛
 - يمتلك حملة الأسهم الممتازة حق الأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على قيمة هذه الأسهم في حالة تصفية الشركة؛
 - لا يحق لحملة الأسهم الممتازة المشاركة في الإدارة، من خلال عدم المشاركة في اجتماعات الهيئة العامة وعدم المشاركة في التصويت وبالتالي في الترشح لمجلس الإدارة، حيث يقتصر ذلك على حملة الأسهم العادية؛
 - يكون عائد الأسهم الممتازة أقل من عائد الأسهم العادية، لأن الأسهم الممتازة أقل مخاطرة من الأسهم العادية.
- 3-4- الاتجاهات الحديثة للأسهم:** ظهرت في السنوات الأخيرة أنواع جديدة من الأسهم سوف ينصب اهتمامنا على الأنواع المستحدثة من الأسهم العادية والممتازة كما يلي:
- أ- **الاتجاهات الحديثة بالنسبة للأسهم العادية:** فضلا عن الأسهم العادية التقليدية ظهرت أنواع عديدة من الأسهم العادية المستحدثة من أهمها:⁴
 - **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** وترتبط فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالأرباح التي يحققها في قسم معين.

¹ السيد عليوه، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار المين للنشر والتوزيع، مصر، 2006، ص52

² جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص25

³ خلف فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية، ط1، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص، ص 229، 230

⁴ محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص، ص95، 96

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: هي الأسهم العادية التي تخصم فيها التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

- الأسهم العادية المضمونة: الأسهم العادية التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار.

ب- الاتجاهات الحديثة للأسهم الممتازة: نذكر منها:¹

- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: ترتبط فيه التوزيعات بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية هي سندات الخزينة، على أن يتم التعديل على نصيب السهم من الأرباح مرة كل ثلاث أشهر بناءً على التغيرات التي تطرأ على عائد تلك السندات، وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7.5 بالمائة من القيمة الاسمية للأسهم.

- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: هي التي تعطي كتعويض لحملة الأسهم العادية عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي.

ثانياً: السندات

تعتبر السندات الورقة الأساسية التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية.

1- تعريف السندات: يعرف السند على أنه صك قابل للتداول يثبت لحامله الحق في المطالبة بما قدمه من دين للمقرض مصدر السند، كما يعطي الحق في الحصول على الفوائد المستحقة في مواعيد استحقاقها².
أو يعتبر قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة، ويحمل سعر فائدة ثابت، وتلتزم الشركة بدفع قيمة السند عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع الفوائد سنوياً أو كل ستة أشهر حسب الاتفاق³، وله عدة خصائص نذكر منها:⁴

- يعد أداة دين للمشتري والبائع أو المصدر للورقة المالية؛

- لا يحق لحاملها التدخل في إدارة الشركة؛

- يكون من حق حاملها الحصول على فوائد ثابتة؛

- تحقق للمقرض ميزة ضريبية، وذلك لكون فوائدها تطرح من الوعاء الضريبي.

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قريفاص، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، مصر، 2008، ص260

² طاهر حيدر جردان، أساسيات الاستثمار، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع 2009، الأردن، ص110

³ شقيري نوري موسى و آخرون، إدارة الاستثمار، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2012، ص69

⁴ فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص76

2- أنواع السندات: هناك عدة معايير مختلفة لتقسيم السندات، نذكرها كما يلي:

2-1- حسب جهة الإصدار: وتنقسم إلى ما يلي:¹

- سندات الشركة: تقوم الشركة بإصدار سندات ذات قيمة ثابتة في حالة احتياجها لتمويل خارجي أو احتياجاتها لسيولة نقدية للتوسع في مشروعاتها؛

- سندات الدولة: تتمثل في القروض الحكومية مثل سندات التنمية، وسندات الإسكان، وكل ما تصدره الدولة من سندات متنوعة في حال حاجتها إلى قروض، حيث تصدر هذه القروض عن الخزينة العامة والمؤسسات العامة.

- السندات الدولية: هي الصادرة عن المؤسسات و المنظمات الدولية.

2-2- حسب شكل الإصدار: يمكن تقسيمها إلى ما يلي:²

- سندات لحاملها: يكون السند لحامله عندما يصدر خلوا من اسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحلية سجل الملكية لدى سجل الإصدار، وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها؛

- سندات اسمية: يكون السند اسميا من حمل اسم مالكة، كما يوجد سجل خاص بالملكية لدى الجهات المصدرة والسندات الاسمية يمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي وفائدته.

2-3- حسب مدة الأجل: يمكن تقسيمها إلى ما يلي:³

- قصيرة الأجل: تستحق خلال عام وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبيا؛

- متوسطة الأجل: تستحق خلال سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبيا؛

- طويلة الأجل: تستحق خلال سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها عالية نسبيا.

2-4- حسب طريقة السداد: يمكن تقسيمها إلى ما يلي:⁴

- سندات تسدد عند ميعاد استحقاقها: هي السندات التي تسدد عند حلول ميعاد استحقاقها،

- سندات تسدد قبل حلول موعد استحقاقها: قد يحدث أن تقوم الشركات المساهمة بسداد كل أو جزء من سنداتها المصدرة قبل حلول ميعاد استحقاقها، وذلك بطريقتين:

¹ ضياء مجد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص33

² محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص193

³ فيصل محمود الشاورة، مرجع سبق ذكره، ص77

⁴ عبد الرحمن بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص، ص38، 39

- السداد حسب اختيار الشركة: فإما أن تقوم الشركة بشراء سنداتها من السوق ثم إلغائها بعد ذلك، أو تعتمد طريقة السداد عن طريق الاستدعاء، لكن هذه الأخيرة تلتزم بوجود شروط في عقد الإصدار.
- السداد الإجباري: وذلك عندما يحتوي عقد إصدار السندات على شرط تكوين احتياطي الاستهلاك.
- سندات تسدد تدريجياً: أو ما يطلق عليها السندات ذات مواعيد الاستحقاق المتسلسلة، وفي هذه الحالة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبة تسدد في تواريخ استحقاق متتالية.

2-5- حسب الضمان: تقسم إلى:

- سندات مضمونة: وهي أكثر أنواع السندات انتشاراً حيث تصدرها الجهة المعنية بضمانات محددة سواء كانت برهن موجوداتها أو ما إلى ذلك من كفالة أو ضمان، وضمانة الحكومة للسندات التي تصدرها بعض المؤسسات التي تشاركها في ملكيتها¹.
- سندات غير مضمونة: هي التي تصدرها الشركات دون أن تكون مضمونة برهن عقاري أو حجز للموجودات أو أي ضمانات أخرى، وهذا النوع من السندات أكثر خطورة على حامله من السندات المضمونة، وتصدر هذه السندات الشركات التي تتمتع بربحية عالية ومركز مالي ممتاز، مما يغري الآخرين لشراء سنداتها².

2-6 حسب الجنسية: تقسم إلى:³

- محلية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين.
 - أجنبية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين أجانب، ويتم التداول عليها أيضاً في الداخل.
- ## 2-7- الاتجاهات الحديثة للسندات: هناك أنواع جديدة من السندات لها سمات تختلف عن سمات السندات التقليدية نذكر منها:⁴

- أ- سندات لا تحمل معدل كوبون: تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق؛

¹ ناظم محمد نوري الشمري و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص 217

² شقيري نوري موسى، المؤسسات المالية المحلية والدولية، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2009م ص71

³ فيصل محمود الشواربة، مرجع سبق ذكره، ص78

⁴ عبد الغفار حنفي، رسمية قريفاص، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات

الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص، ص261، 262

- ب- **سندات ذات معدل فائدة متحركة:** استحدثت في بداية الثمانينات لمواجهة التضخم الذي أدى إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات، وعادة يحدد سعر الفائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة شهور بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق؛
- ج- **سندات ذات الدخل:** لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المنشأة أرباحاً، ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حاملها على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح من أرباح السنة اللاحقة؛
- د- **السندات الرديئة (متوسطة الجودة):** استحدثت في ثمانينيات القرن الماضي لتمويل وامتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهمها المتداولة في السوق؛
- هـ- **سندات المشاركة:** تعطي للمستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل في جزء من أرباح المنظمة.

ثالثاً: الفرق بين الأسهم و السندات

يمكن تلخيص أهم الفروق بين الأسهم و السندات في الجدول التالي:

الجدول رقم (1.1): أهم الفروق بين الأسهم و السندات

السندات	الأسهم
- دين على الشركة	- جزء من رأسمال الشركة
- يعتبر حملة الأسهم دائنون	- المساهمون هم شركاء أو ملاك الشركة
- عائد السند ثابت	- عائد السهم متغير
- حامل السند يحصل على فوائد بغض النظر على حجم الأرباح و توزيعها	- حامل السهم يحصل على عائد لا يعتمد على الربح فقط و إنما باتخاذ القرار بتوزيعها
- حملة السندات ليس لهم الحق في حضور اجتماعات الجمعية العمومية أو الحصول على التقارير والبيانات عن نشاط الشركة	- عائد الأسهم يعتبر توزيعات الأرباح تخضع للضريبة
- حملة السندات ليس لهم الحق في الإدارة إلا في حالتي تغيير الشكل القانوني أو إدماج الشركة في شركة أخرى	- للمساهمين الحق في الاطلاع والحصول على المعلومات بخصوص سير العمل بالشركة
- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها	- للمساهمين حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم لزيادة رأس المال

<p>- حامل السند يسترد رأس المال في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل</p> <p>- ليس لحملة السندات الأولوية الحق في الاكتتاب في زيادة رأس المال</p> <p>- لحامل السند الحق في استرداد مبلغ المديونية قبل أن يحصل المساهمون على أي شيء</p> <p>- القيمة الجارية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري و سعر الفائدة الاسمي</p>	<p>- يمكن إصدار الأسهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار</p> <p>- حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع أو عند تصفية الشركة</p> <p>- القيمة الجارية (السوقية) للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم و سعر الفائدة الجاري</p>
---	--

المصدر: ضياء مجد الموسوي، البورصات (أسواق المال و أدواتها، الأسهم و السندات)، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص، ص 44، 45

المطلب الثاني: الأوراق المالية الحديثة

بالإضافة إلى أدوات الملكية و أدوات الدين بمختلف أنواعهما، ظهرت أدوات مالية مستحدثة تتمثل في المشتقات المالية حيث يمكن تعريفها على أنها عقود تشتق قيمتها من الأصول المعنية التي تكون موضوع العقد مثل السلع، الأسهم، السندات... الخ، حيث يمكن للمستثمر الذي يتعامل فيها أن يحقق خسائر أو أرباح اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد، ونميز بين نوعين من المشتقات تقليدية و حديثة.

أولاً: المشتقات التقليدية

وتتمثل في مايلي:

1- عقود الخيار: تمثل عقود الخيار أحد الأدوات الاستثمارية الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحث من المخاطر التي يتعرض لها.

1-1- تعريفها: وهي عبارة عن اتفاقيات تعاقدية، يمنح بموجبها البائع (مصدر الخيار) الحق وليس الالتزام، للمشتري (المكاتب بالخيار) لبيع أو شراء عملة أو بضاعة أو أداة مالية بسعر محدد سلفا في تاريخ مستقبلي محدد أو في أي وقت خلال الفترة الزمنية المنتهية في ذلك التاريخ¹.

1-2- أركان عقود الخيار: وتتمثل في:²

¹ المشتقات المالية، معهد الدراسات المصرفية، إضاءات مالية مصرفية، الكويت، العدد2، ديسمبر 2009

² محمد صالح الحناوي و آخرون، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007، ص، ص261، 262

- **مشتري الحق:** وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار سواء كان خيار بيع أو خيار شراء، ويكون لهذا المشتري الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق نظير مكافأة يدفعها للطرف الثاني وهو محرر حق الخيار؛
- **محرر الحق:** هو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر أو مشتري الحق نظير مكافأة يحصل عليها من مشتري الحق؛
- **سعر التنفيذ:** هو سعر الورقة وقت إبرام العقد وعادة ما يكون هو السعر الجاري للورقة المالية في السوق؛
- **السعر السوقي:** هو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق؛
- **تاريخ التنفيذ:** هو تاريخ إبرام الاتفاق وعادة هو أول يوم لسريان الاتفاق؛
- **تاريخ الانتهاء:** هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة أو تنفيذ الحق؛
- **المكافأة:** هو مبلغ متفق عليه يقوم مشتري حق الخيار بدفعه إلى محرر الحق نظير أن يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

1-3- مزايا و مخاطر عقود الخيار: توفر عقود الخيار للمشتريين نوعين من المزايا هما:

- **المضاربة:** وذلك عن طريق تمكين المتعاملين فيها باستخدام مبالغ قليلة من الأموال للمتاجرة في السوق المالي، حيث نجد أن الطرف الأول والذي يمثل مشتري الخيار يقوم بدفع علاوة والمتمثلة في نسبة ضئيلة من القيمة الإجمالية للعقد من المضاربة بكميات كبيرة من الاستثمارات، كما نجد الطرف الثاني والذي يمثل محرر العقد من المضاربة عن طريق استغلال الرفع المالي، وذلك بدفع هامش ضئيل نسبياً لبيت السمسرة والذي يقوم بدور الوسيط وذلك لتأمين الوفاء بالتزامه لمشتري الخيار.
- وعادة ما نجد أن المستثمرين يلجئون إلى المضاربة عندما يتوقعون أنه سوق يحدث ارتفاع في أسعار الأسهم في السوق المالي فيدخلون للسوق كمشتريين للخيارات، وإذا ما تحققت توقعاتهم وذلك بشأن ارتفاع أسعار الأسهم فإنه تكون أمامهم فرصة كبيرة لجني أرباح طائلة، أما إذا لم تتحقق تطلت التوقعات فتكون خسائرهم محددة فقط بعلاوة الخيار والتي تكون ضئيلة نسبياً¹.

- **التحوط:** يمكن استخدام الخيارات كأداة للتحوط من مخاطر انخفاض أسعار أصول محافظ الأوراق المالية، فإذا كان لدى أحد المستثمرين محفظة مكونة من الأسهم ويتوقع انخفاض السهم الذي يمتلكونه، فإن في هذه الحالة ما عليه إلا اللجوء إلى الخيارات وذلك من أجل القيام بشراء خيار بيع بموجب العقد، وبالتالي في هذه الحالة يضمن هدم تجاوز الخسارة المتوقعة حداً معيناً، عادة ما يتمثل في الفرق بين السعر السوقي للسهم

¹ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، ص، ص174، 175

وسعر التنفيذ حسب شروط العقد، ويتم التحوط في سوق العقود عن طريق شراء العقد أو بيعه وذلك حسب وضع كل من طرفي العقد، فمثلا لو نجد أن مستثمر يقوم بإدارة محفظة مكونة من سندات دولية ويتوقع حدوث ارتفاع في أسعار الفائدة السوقية، ولتجنب مخاطر انخفاض أسعار سندات المحفظة يدخل سوق العقود المستقبلية بائعا، وعلى عكس ذلك فإن شركة تصدر السندات تتوقع انخفاض سعر الفائدة السوقية لتجنب المخاطرة المصاحبة لذلك فإنها تدخل سوق العقود المستقبلية مشتري¹.

وبالمقابل نجد أن المزايا لبتي يحققها المضارب في الخيار، فإنه يتحمل درجة عالية من المخاطرة فنجد أن القسط الأكبر من المخاطرة يقع على عاتق محرر الخيار ذلك أن المشتري يحدد سلفا مقدار الخسارة التي على استعداد لتحملها والمتمثلة بقيمة العلاوة التي يدفعها لمحرر الخيار، وذلك لأن شروط العقد تجعل زمام المبادرة بتنفيذ الخيار أو عدم تنفيذه بيده وحسب رغبته، وعلى خلاف ما يكون عليه محرر الخيار الذي لا يملك سوى الرضوخ لرغبة المستثمر، من هنا وفي الأحوال التي تحدث تقلبات سعرية حادة عكس توقعاتهم يتعرض محرر الخيار لخسائر كبيرة يعوضون جزء منها بال علاوة غير المستردة التي يتقاضونها من مشتري الخيارات².

2- العقود المستقبلية: يعد التغلب على عدم التأكد أو تخفيض المخاطر من أهم الأسباب التي تدفع الأفراد إلى تحرير مثل هذه العقود.

2-1- تعريفها: اتفاق قانوني بين طرفين لجعل أو تسليم كمية محددة من أصل محدد في تاريخ مستقبلي محدد بسعر يتفق عليه اليوم (يوم التعاقد)³.

2-2- أركان العقود المستقبلية: حيث تتمثل في:⁴

- **السعر في المستقبل:** هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل؛

- **تاريخ التسليم أو التسوية:** هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد محل التعاقد لإتمام عملية التبادل؛

- **محل العقد:** يقصد به الشيء المتفق على بيعه وشراؤه بين طرفي العقد والذي قد يكون بضائع، أوراق مالية، عملات... الخ؛

¹ محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص279

² مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، 2008، ص175

³ Bob Morrissey, **Financial derivatives module**, Securities & Investment Institute, 2007, p4

⁴ محمد صالح الحناوي و آخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص332

- **مشتري العقد:** هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني(البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل؛
- **بائع العقد:** هو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول(المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.
- 2-3- **مزايا و مخاطر العقود المستقبلية:** توفر العقود المستقبلية للمتعاملين فيها مزايا متعددة من أهمها ميزتين:¹

- **المضاربة:** وذلك باستخدام ما يسمى بميزة المتاجرة بالهامش أو الرفع المالي، إذ يكفي أن يدفع المتعامل في العقود وسواء كان مشتريا أو بائعا قيمة الهامش المطلوب والذي يمثل نسبة ضئيلة من القيمة الإجمالية للعقد، حتى يدخل السوق إما مستثمرا عاديا يسعى لتحقيق أرباح معقولة أو مضاربا يسعى لتحقيق مكاسب رأسمالية مرتفعة تنتج عن التقلبات السعرية.

حيث نجد بين الضوابط التي تستخدم في سوق العقود المستقبلية، وذلك للحد من المغالاة في المضاربة نجد أن تقوم إدارة السوق بوضع مدى مسموح به يحدد الحد الأدنى والحد الأقصى التي تحدث في اليوم الواحد على أسعار العقد بحيث لا يجوز تخطيها حتى ولو اقتضى الأمر إلى وقت التعامل مع العقد.

وعادة ما نجد أنه يتفاوت الحد المسموح به للتقلبات بين أنواع العقود، وذلك وفقا لاختلاف وتنوع الأصول، ومن الضوابط المستخدمة أيضا نجد وضع حد أقصى لعدد العقود التي يسمح المستثمر الوافد أن يمتلكها معا، وغالبا ما يكون سعر الأصل في العقد المستقبلي أعلى من نظيره في السوق الحاضر، ويطلق على الفرق بينهما مصطلح أساسي، وعندما يكون هذا الفرق موجبا فإنه يطلق عليه مصطلح علاوة، أما إذا كان سالبا فهو خصم.

- **التحوط:** هدفه تخفيض المخاطر الرئيسية التي يتعرض لها المستثمر والتي تتمثل عادة في:

* مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية؛

* مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية؛

* مخاطر تقلب أسعار الفائدة؛

* مخاطر تقلب أسعار السلع.

ويتم التحوط في سوق العقود عن طريق شراء العقد أو بيعه وذلك حسب وضع كل من طرفي العقد، فمثلا لو نجد أن مستثمر يقوم بإدارة محفظة مكونة من سندات دولية، توقع حدوث ارتفاع في أسعار الفائدة

¹ محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره ص، ص 276-278

السوقية، ولتجنب مخاطر انخفاض أسعار سندات المحفظة يدخل سوق العقود المستقبلية بائعاً، وعلى عكس ذلك فإن شركة تصدر السندات تتوقع انخفاض سعر الفائدة السوقية لتجنب المخاطر المصاحبة لذلك فإنها تدخل سوق العقود المستقبلية مشترياً.

3- العقود الآجلة: تعتبر العقود الآجلة من أقدم المنتجات المالية المبتكرة.

3-1- تعريفها: هو عقد يبرم بين طرفين بائع و مشتري للتعامل على أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق¹.

3-2- مزايا و مخاطر العقود الآجلة: يمكن حصر المزايا و العيوب التي تتميز بها العقود الآجلة في الجدول التالي:

الجدول رقم (2.1): مزايا و عيوب العقود الآجلة

المزايا	العيوب
- تستعمل كأداة فاعلة في التحوط	- تتطلب رأس مال ولا توجد تدفقات نقدية وسيطة قبل التسوية
- يتم التعامل بها في الأسواق الموازية	- لا تخضع لنظم السوق المنظمة
- استعمالها يوفر الحماية المطلوبة للسعر	- يصعب إلغاء العائد
- تستعمل أكثر من وسيلة للتعامل مع المنتجات	- مخاطر التخلف عن السداد تكون كبيرة
- يمتاز حجم التعاقد بالمرونة العالية	- صعوبة إيجاد الطرف الآخر
- يمكن استعمالها كاستراتيجية هجومية، ويتم ذكر المبلغ و المدة فيها	
- لا تتطلب وجود هامش	
- لا يوجد وقت محدد للتعامل فيها	
- يمكن مطابقتها مع المدة الزمنية للعرض فضلاً عن حجم الأموال النقدية المعروضة	

المصدر: خليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، إدارة المشتقات المالية (مدخل نظري و تطبيقي متكامل)، ط1، الدار المنهجية للنشر و التوزيع، الأردن، 2001، ص103

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر (الهندسة المالية باستخدام التوريث والمشتقات)، ج2، المكتب العربي الحديث، مصر، 2014، ص6

4- عقود المبادلات: يعد عقد المبادلة من أهم المشتقات المالية، إذا هو القاسم المشترك في كل أنواع المشتقات المالية، نظرا لوجود مبادلات أسعار الفائدة والصرف و السلع والأسهم، كما أن له أهمية كبيرة في التحوط من تقلبات أسعار الصرف للعملة الأجنبية.

4-1- تعريفها: هو عقد بين طرفين يتفقان على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة زمنية مستقبلية¹.

4-2- مزايا وعيوب عقود المبادلة: يمكن استخلاص أهم المزايا والعيوب التي تتمتع بها عقود المبادلة في الجدول التالي:

الجدول رقم(3.1): مزايا و عيوب عقود المبادلات

المزايا	العيوب
- تحقق هيكل اقتراض بالكلف المرغوبة	- لا تخضع لرقابة السوق المنظمة
- تمكن المقترضين من الدخول إلى مصادر تمويل جديدة	- يصعب إلغاؤها أو تسييرها في أغلب الأحيان
- استعمالها في التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة و أسعار صرف العملات	- وجود مخاطر ائتمانية مرتفعة
- مرونتها الكبيرة و إمكانية تصميمها حسب رغبة المتعاملين	- صعوبة قياس المخاطر الناتجة عنها
- لا تتطلب دفع العلاوات أو الهوامش في أغلب أنواعها	- تكون في بعض الأحيان معقدة و غامضة أي يصعب فهمها من قبل المتعاملين

المصدر: هاشم فوزي دباس العادي، الهندسة و أدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، ط1، الوراق للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص92

4- مقارنة بين العقود الآجلة والمستقبلية والمبادلة وعقود الخيارات: يمكن المقارنة بين الأنواع الأربعة للمشتقات التقليدية من خلال ما يلي:

¹ إبراهيم عبد الله القاضي، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية(دراسة تطبيقية)، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، الأردن، العدد الثالث، جوان 2015، ص49

الجدول رقم(4.1): مقارنة بين العقود الآجلة والمستقبلية والمبادلة والخيارات

الخصائص	الآجلة	المستقبلية	المبادلات	الخيارات
طبيعة العقد	غير نمطي و ملزمة للطرفين	نمطي وملزم للطرفين	غير نمطي و ملزمة للطرفين	نمطي و ملزم لمصدر الخيار (البائع فقط)
مدة العقد	قصيرة الأجل تنحصر بين 1-2 سنة	قصيرة الأجل تنحصر بين 1-2 سنة	قصيرة و طويلة الأجل(1-20) سنة	قصيرة الأجل أقل من سنة
طبيعة الأسواق	غير نظامية	نظامية في البورصة	غير نظامية	نظامية في البورصة
المخاطر	كبيرة لعدم وجود دور المقاصة	محددة أو معدومة لوجود دور المقاصة	كبيرة لعدم وجود دور المقاصة	تتمتع بتركيبة توافقية من العائد/ المخاطرة
الأسواق الثانوية	تكون غير فعالة ولا يمكن إلغاؤها إلا بموافقة طرفي العقد	فعالة و يمكن إلغاؤها بدون موافقة الطرف المقابل	تكون غير فعالة ولا يمكن إلغاؤها إلا بموافقة طرفي العقد	تكون مرنة نظامية، غير نظامية
تسوية العقد	تتم التسوية في نهاية العقد في تاريخ التسليم أو الاستحقاق فقط	تتم التسوية يوميا و تتضمن بيوت التسوية(المقاصة بين الطرفين)	لا وجود للتسوية اليومية، بل تتم عند تنفيذ عملية المبادلة	حسب نوع الخيار الأوروبي(محدد)، أما الأمريكي(خلال العقد)
متطلبات العقد	دفع علاوة محددة، ولا وجود للهامش	إيداع هامش مبدئي لدى السمسار	لا وجود للهامش، تدفع علاوة أحيانا	لا وجود للهامش، تدفع علاوة محددة

المصدر: جليل كاظم مدلول العرضي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص، ص 62، 63

ثانيا: المشتقات الحديثة

وتتمثل في مايلي:

1- عقود المشتقات الهجينة(المختلطة): هي عبارة عن مزج لعدد من عقود المشتقات على نفس الأصل، وسأخذ مثال لتوضيح ذلك: إذا امتلك مسير محفظة أسهما X (هذه الأسهم تخص مؤسسة أسعار أسهمها متقلبة)، سيقوم لأجل التغطية بشراء خيار شراء وخيار بيع على نفس الأصل وينفس سعر التنفيذ، بهذه

العملية إذا ارتفع سعر السهم ب10% سيحصل على ربح 10% من وراء خيار الشراء، ويخسر مكافأة خيار البيع، وعلى العكس إذا انخفض سعر السهم X ب10% سيربح 10% من وراء خيار البيع، ويخسر مكافأة خيار الشراء، إذن من وراء هذا المزيج استطاع هذا المسير أن يحول خطراً كبيراً إلى ربح كبير¹.

2- المشتقات الائتمانية: هي مجموعة من الأدوات المالية تسمح بتحويل المخاطر الائتمانية إلى مستثمرين آخرين يفترض أن تكون لهم قدرة أكثر على تحملها، وكل ابتكار مالي، تمثل المشتقات الائتمانية استجابة لحاجة أساسية لدى المتعاملين في الأسواق المالية تتمثل في التمكن من تحديد المخاطر الائتمانية، تداولها بسهولة عن طريق أدوات بسيطة تتوفر في السوق، والتحوط ضدها².

3- التمويل المهيكل: يقتضي التمويل المهيكل عادة تجميع مخاطر أساسية معينة متعددة مثل مخاطر السوق والائتمان، عن طريق تجميع الصكوك المعرضة لتلك المخاطر (على سبيل المثال السندات و القروض والأوراق المالية التي يدعمها رهن)، ثم تقسيم التدفقات النقدية الناجمة إلى شرائح أو أجزاء، تدفع لحائزين مختلفين، ويتم سداد المدفوعات من المجمع لحائزي هذه الشرائح بنظام محدد، يبدأ بالشرائح الممتازة (الأقل خطورة)، ويتسلل من خلال مستويات مختلفة إلى شريحة أسهم رأس المال (الأكثر خطورة)³، وإذا لم يكن بعض من التدفقات النقدية المتوقع وفادتها إلى المجمع وشيك الحدوث (على سبيل المثال بسبب التخلف عن السداد)، فعندئذ يتعين على حائزي شريحة أسهم رأس المال أن يتحملوا هم أولاً نقص المدفوعات، وذلك استنفاد الاحتياطي من التدفقات النقدية، وإذا نقصت المدفوعات في المجمع بدرجة أكبر لا تحصل المجموعة التالية من الحائزين (شريحة الدور المسروق)، على مدفوعات كاملة، وعلى نحو نموذجي يتم تشكيل الشرائح فوق الممتازة من هيكل رأس المال بحيث تتأهل للمرتبة الائتمانية أ ثلاثية، مما يعني جعل احتمال عدم الحصول على المدفوعات الموعود بها جد منخفض⁴.

¹ سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية (دراسة حالة البنك BNP PARIBAS)، مذكرة ماجستير غير منشورة، جامعة منتوري قسنطينة، 2005-2006، ص111

² عبله لمسلف، مبادلات العجز الائتماني وأثرها في الاستقرار المالي، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة قسنطينة2، العدد رقم2/2015، ص111

³ نادية العقون، العولمة الاقتصادية والأزمات المالية: الوقاية والعلاج (دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2012-2013، ص166

⁴ لورا كودرس، مجلة التمويل والتنمية، 2008، ص10

المطلب الثالث : طرق تحليل أسعار الأوراق المالية

يهدف المستثمرون الماليون من وراء استثماراتهم في الأوراق المالية إلى تعظيم مكاسبهم و منافعهم من خلال زيادة قيمة ومردودية تلك الأوراق المالية، ولتحقيق ذلك لابد لهم من توفير أدوات مناسبة تساعدهم في اتخاذ القرارات المرتبطة بذلك الشراء أو البيع أو الاحتفاظ حسب كل حالة ضمن السياسة والاستراتيجية المتبعة في تسيير محافظهم، وبغية تحليل هذه الأوراق يوجد أسلوبان يستخدمهم المحللون الماليون هما أسلوب التحليل الفني و أسلوب التحليل الأساسي وهذا ما سيتم استعراضه.

أولاً: التحليل الفني

يهتم التحليل الفني بالمعلومات الماضية للأوراق المالية بعيداً عن الاهتمام بتطورات السوق.

1- **تعريف التحليل الفني:** ويعرف التحليل الفني على أنه ذلك الأسلوب لتسجيل بيانات التداول الفعلية والتاريخية (عادة في شكل خرائط ورسومات)، وذلك من خلال متابعة تغيرات الأسعار، حجم المعلومات وغيرها لسهم معين أو المتوسط العام ثم يقوم بعد ذلك باستنتاج الاتجاه المحتمل للمستقبل من خلال الصورة التاريخية للماضي¹.

2- **أدوات التحليل الفني:** يستخدم التحليل الفني نوعين من الأدوات للتحليل هما:

- أدوات لتحليل أسعار السوق؛

- أدوات لتحليل أسعار السهم.

2-1 **أدوات التحليل الفني لأسعار السوق:** ويقصد بها مؤشرات السوق وهي أدوات تستعمل لقياس القوة النسبية للسوق كما تكمن من تحديد اتجاه الأسعار التصاعدية أو التنازلية ومن أبرزها:

أ- **مقياس ميل أو اتجاه المستثمرين:** تعتبر هذه المقاييس مؤشرات عن الاتجاه المستقبلي لحركة أسعار

الأسهم²، ومن بين هذه المؤشرات ما يلي³: - مؤشر بارون أو مؤشر الثقة؛

- مؤشر المستويات العليا والدنيا؛

- مؤشر الارتفاع والانخفاض؛

- مؤشر اتساع السوق.

¹ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعة مصر، 2006، ص136

² سمية بلجبية، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-

2006، مذكرة ماجستير غير منشورة جامعة منتوري، قسنطينة، ص118

³ خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره، ص، ص45-47

ب- مقياس وجهة النظر المضادة: ويقوم على الفكرة القائلة بأن أغلب المستثمرين يكونون على خطأ خاصة عندما تكون أسعار السوق في طريقها إلى التحول لذلك على المستثمر الناجح أن يحدد قرارات هؤلاء المستثمرين وعلى ضوءها يتخذ قرارات معاكسة¹، حيث نجد أن أكثر المقاييس شيوعاً مؤشراً للبيع على المكشوف، ومؤشر الكميات الكسرية.

ج- مقياس المستثمرين المحترفين: يقصد بالمستثمرين المحترفين المؤسسات المتخصصة في الاستثمار وكذا كبار المدربين و الملاك، باعتبار أن هذه الصفقات التي يبرمها المستثمر المحترف عادة ما يتولد عنها نتيجة حصولهم على معلومات عن المؤسسات وبالتالي إتباع قرارات هؤلاء المستثمرين أمر مفيد بالنسبة لرصد حركة أسعار السوق، وتوجد عدة مقاييس تستخدم لمعرفة اتجاه المستثمرين المحترفين منها:

- مؤشر البيع على المكشوف للمتخصصين؛

- مؤشر الكميات الكبيرة.

2-2- أدوات التحليل الفني لأسعار الأوراق المالية: أي مستثمر حين يقوم بتحديد السهم الذي ينبغي شراؤه أو بيعه والتوقيت الملائم لذلك فإنه عليه أن يقوم بتحليل نمط التغيير في أسعار الأوراق المالية، وذلك من خلال أدوات التحليل المستخدمة في أسعار الأوراق المالية و المتمثلة في:²

أ- خريطة النقطة والشكل: يتم بناء هذه الخريطة برسم محور رأسي يمثل سعر السهم أما المحور الأفقي فلا يمثل أي شيء آخر (الزمن أو غيره)، ويتم تسجيل أسعار الأسهم على الخريطة، غير أنه عادة لا يسجل السعر إلا إذا كان التغيير فيه بحجم معين يحدده المحلل، وبعد بناء الخريطة فإن المحلل الفني يهتم بالمنطقة الخاصة بالأسعار والاتجاه الذي أخذته الأسعار حين خروجها من المنطقة، هل الاتجاه التصاعدي أو التنازلي فإن كان الاتجاه تصاعدياً فإن التوقيت يكون ملائماً للشراء أما إذا كان الاتجاه تنازلياً فإن التوقيت يكون ملائماً للبيع.³

ب- خريطة المستويات المساعدة و المقاومة: تقوم هذه الأخيرة على تصور سلوك المستثمرين والمستوى المساعد هو مستوى السعر المتدني، كما أن احتمال نزوله إلى أقل من ذلك ليس كبيراً أما مستوى المقاومة فهو مستوى عالٍ للسعر.⁴

¹ سمية بلجبلية، مرجع سبق ذكره، ص 119

² خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره، ص، ص 47-50

³ محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات (مدخل الهندسة المالية)، مرجع سبق ذكره، ص، ص 141، 142

⁴ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 449

ج- خريطة الرأس والأكتاف: تعتبر هذه الخريطة من بين أنواع أنماط حركة الأسعار التي يبحث فيها المحلل الفني، حيث نجد في هذا النوع أن الأسعار تزداد لزيادة حجم الصفقات والعكس صحيح.

د - مؤشر القوة النسبة للسهم: يستخدم هذا المؤشر للكشف عن حالة السوق أو السهم بحيث كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالى فيها أو مرحلة بيع مغالى فيها فإن كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالى فيها فإذا كان السوق يمر بمرحلة شراء مغالى فيها فإن هذا يدل على أنه عدد كبير من المستثمرين يمتلكون حصص من الأسهم، وبالتالي فإنه من المتوقع أن تنخفض الأسعار عندما يقوم المستثمرين ببيع ما لديهم من الأسهم لتحقيق الربح، أما إذا كان العكس فإنه يدل على أنه عدد من المستثمرين يمتلكون عدد قليل من الأسهم ومن المتوقع أن يلجأ عدد كبير من المستثمرين إلى شراء الأسهم وهو ما يؤدي إلى ارتفاع السعر في المستقبل.

هـ - خرائط الأعمدة البيانية: يستخدم الفنيون خرائط توضح سلسلة زمنية لسعر الأسهم (يومية، أسبوعية، شهرية)، وتشبه خرائط الأعمدة الرسومات البيانية ذات النقطة والشكل (X, O) ، ويتم بناؤها باستخدام ثلاث ملاحظات للسعر في كل يوم وهي أعلى سعر، أدنى سعر، سعر الإقفال¹.

و- خريطة المتوسط المتحرك: يرى المحللون الفنيون أن الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين، ولدراسة هذا الاتجاه يمكن حساب المتوسط المتحرك لسعر السهم خلال فترة زمنية معينة، حيث يمكن حساب المتوسط المتحرك على المدى الطويل والمتوسط والقصير².

ثانياً: التحليل الأساسي

يقوم التحليل الأساسي على فكرة مفادها أنه يمكن التنبؤ بأسعار الأوراق المالية، وذلك من خلال تحليل المعلومات الواردة وبالتالي التعرف على الأرباح والمخاطر المستقبلية.

1- تعريف التحليل الأساسي: هو أسلوب دراسة يجمع عدد من التقنيات كالتحليل الاستراتيجي والتحليل الفني ويهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للسهم عن طريق دراسة وضعية الشركة المصدرة له وتحليل كل المعلومات المتعلقة بها وبالصناعة التي تنتمي إليها والاقتصاد الذي تنشط به³.

2- أدوات التحليل الأساسي : و التي تتمثل في:⁴

¹ طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص400

² محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص101

³ سمية بلجبلية، مرجع سبق ذكره، ص83

⁴ خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره ، ص57

2-1- المتغيرات و المؤثرات الاقتصادية : يهتم التحليل الخاص بتحليل المتغيرات الاقتصادية الكلية بتحليل تطور الاقتصاد العالمي، حيث تؤثر حالة الانتعاش أو الركود العالمية على ظروف الدولة، كما يهتم بتحليل ظروف الدولة التي يستثمر فيها المستثمر وذلك لمعرفة حركة السوق في هذه الدولة في أي وقت، إن السوق يعتبر عينة ملائمة لدراسة تغيرات أسعار الأصول المالية، كما يمكن من حساب قيمة العائد، وذلك للمقارنة بين الاستثمارات في أي دولة، حيث مؤشر السوق أداة جيدة للمستثمر للحكم على أداء المحفظة ككل في السوق، ويعتبر مؤشر الأسعار في سوق رأس المال متوسط حسابيا لعينة من الأسعار في السوق ويعكس سلوك تحركات الأسعار في البورصة في أي لحظة، مما يمكن من المقارنة بين فترة وأخرى، ويتم تحديد حركة المؤشر وفقا لتغير الأسعار في السوق التي تتأثر بالمتغيرات الكلية في الاقتصاد.

2-2- تحليل دورة حياة الصناعة: إن دورة حياة الصناعة تتعلق بتحديد نوعية الصناعة وطبيعة المنتج حيث يقوم المحلل هنا بوصف الصناعة، وذلك وفقا لمرحلة حياتها من اجل معرفة مدى تطورها في المستقبل، وتحديد حجم النمو المتوقع في المستقبل كذلك معرفة مدى تأثير هذه الصناعة بالدورات التجارية، حيث تمر دورة حياة الصناعة بأربعة مراحل متمثلة في (مرحلة الظهور، مرحلة النمو، مرحلة النضج، مرحلة الاستقرار أو النزول).

2-3- التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة: يقوم المحلل بتحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة في ذلك الطلب (التغيرات المستقبلية)، والتي تعد الأساس الذي تعتمد عليه عملية التنبؤ ومن الأساليب الشائعة في التنبؤ تحليل الانحدار المتعدد والذي يقتضي إيجاد العلاقة بين حجم مبيعات الصناعة (متغير تابع) والعوامل المؤثرة عليه (متغير مستقل).

2-4 - التنبؤ بمعدل نمو و ربحية الصناعة: للقيام بعملية التنبؤ بمعدل نمو الربحية فإن الأمر يقتضي هنا توفر بيانات تاريخية عن ربحية الصناعة ثم صياغتها في رسم بياني أو معالجتها من خلال تحليل الانحدار وبشكل يسير سيكون عليه معدل نمو الربحية في المستقبل¹.

2-5- النسب المالية: إن المساهمون يهتمون بتحليل النسب المالية وتحديد مدى جاذبيتها للاستثمار في الأصول المالية، كما تهتم أيضا إدارة الشركة بكفاءة النسب المالية والتي تتمثل في العديد من النسب منها نسب السيولة، نسب النشاط، نسب المديونية، نسب المردودية.

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص147

2-6- تحليل ربحية السهم: بعد دراسة و تحليل النسب المالية، يقوم المحلل المالي بتحليل ربحية السهم وذلك بتحليل نقطة التعادل المالية، والتي يكون عندها ربح السهم مساويا للصفر. ويتم حساب هذه النسب وفق العلاقة التالية :

$$E.F = \frac{D}{1} - TX$$

حيث أن :

EF: تمثل نقطة التعادل المالي.

D: التوزيعات المدفوعات لحملة الأسهم الممتازة.

TX: معدل الضريبة على الأرباح.

و يساهم تحليل التعادل في قياس درجة الرافع المالية التي تشير إلى نسبة التغير في ربح السهم نتيجة التغير في صافي التدفقات العامة¹.

و في الأخير يمكن عرض أهم الاختلافات بين التحليل الأساسي و التحليل الفني من خلال الجدول

التالي:

الجدول رقم (1-5): أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي و التحليل الفني

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المنشأة	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية وحجم التداول، وغيرها)
الهدف	- تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ القرارات الاستثمارية و الإقراض - تحديد الأسهم المسعرة بأقل قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظه المستثمر وتلك المسعرة بأكبر قيمتها	- دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات وذلك بغرض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة باتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية
الافتراضات	- إن سوق رأس المال كفؤ على الأقل في شكله الضعيف - يمثل هذا النوع من التحليل ضمانه لعدم	- تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية من خلال تفاعل قوي للعرض والطلب - - العوامل التي تحكم العرض والطلب

¹ خيرة الداوي، مرجع سبق ذكره ، ص، ص57،58

<p>بعضها منطقية والبعض الآخر غير منطقي</p> <p>- أن السوق أفضل متنبأ لنفسه</p> <p>- أن التحرك في سعر توازني إلى آخر يستغرق بعض الوقت</p>	<p>الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار</p>	
<p>- عوامل السوق نفسه مثل:</p> <p>- أسعار الأوراق المالية</p> <p>- حجم التداول</p> <p>- عدد الصفقات وحجمها</p> <p>- سلوك المستثمرين</p> <p>- عمليات البيع على المكشوف</p> <p>- التوقيت الزمني واتساع السوق</p> <p>- الجور النفسي</p>	<p>- عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية</p> <p>- عوامل متعلقة بالصناعة مثل دورة حياة المنتج، اتجاه الصناعة، المنافسة</p> <p>- عوامل متعلقة بالمنشأة مثل: القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقارير مراقب الحسابات والملاحظات</p>	<p>مصادر البيانات الخاضعة للتحليل</p>
<p>- أدوات لتحليل أسعار السوق</p> <p>- أدوات لتحليل أسعار الأوراق المالية</p>	<p>- المتغيرات والمؤشرات الاقتصادية</p> <p>- تحليل دورة حياة الصناعة</p> <p>- التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة</p> <p>- التنبؤ بمعدل نمو ربحية الصناعة</p> <p>- النسب المالية</p>	<p>أدوات التحليل الرئيسية</p>
<p>- وفرة عدد المحللين الفنيين يحد من منفعة هذا الأسلوب</p> <p>- يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ</p> <p>- تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير يتناسب مع الظروف البيئية المتغيرة</p>	<p>- تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني</p> <p>- توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة</p> <p>- صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني</p>	<p>حدود استخدامها</p>

المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص، ص 38-40

المبحث الثالث: كفاءة و مؤشرات سوق الأوراق المالية

إن فكرة كفاءة الأسواق المالية أثارت الكثير من الاهتمام والجدل والنقاش بين الأكاديميين وصانعي السياسات الاقتصادية للدول وذلك للتطور والتنوع المتزايد لهذه الأسواق من حيث التنظيمات والوظائف، الأدوات والمجالات، سوف نتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم كفاءة الأسواق المالية، الصيغ المختلفة لها والمؤشرات المستخدمة لسوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

يتصف السوق الكفاء باستجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف السوق مما يؤدي إلى تحديد القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، أي تعكس أسعار الأوراق المالية لجميع المعلومات المعروفة.

أولاً: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

يمكن تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفاء إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب:¹

- وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق؛
 - توفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول أدواتها في السوق؛
 - الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.
- ولكفاءة سوق الأوراق المالية نوعان هما:

1- الكفاءة الكاملة: لكي يسمى مفهوم السوق بالكفاءة الكاملة يجب توفر مجموعة من الشروط:²

- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها؛
- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع و في نفس الوقت؛
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريد من الأوراق المالية و ذلك دون شروط وبكل سهولة؛

¹ صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، عدد 2009/07-2010، جامعة بسكرة، ص182

² عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص32

- وجود عدد كبير جدا من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار السوق؛

- اتصاف المستثمرين بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى منفعته الخاصة.

2- الكفاءة الاقتصادية: وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصاديا) نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساسا على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثروتهم¹.

ثانيا: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

إن السوق الكفاء هي السوق التي تحقق تخصيصا كفاء للموارد المتاحة، بما يضمن توجيه تلك

الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ولتحقيق التخصيص الكفاء لتلك الموارد لا بد من توفر سمتان وهما:

1- كفاءة التشغيل: وتعرف أيضا بالكفاءة الداخلية، وتعرف على أنه قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه².

انطلاقا من هذا التعريف يتبين أن كفاءة التشغيل هي جميع العوامل التي تنشط وتحسن التعامل على الأوراق المالية في السوق المالي، وأهم هذه العوامل هي:

- انخفاض القيود على المعاملات، وكذا تكاليف الحصول على المعلومات، مما يجعل أغلبية المتعاملين يحصلون على المعلومات ويعقدون الصفقات؛

- وجود أسواق موازية للسوق الرسمي، حيث تساهم في رفع الكفاءة لأنها تسهل على المؤسسات التي لا تتوفر على شروط الدخول إلى السوق الرسمية (المنظمة) والحصول على تمويلها من هذه الأسواق، كذلك نتيجة لكثرة هذه الأسواق يزداد التنافس بين صناع السوق وبيوت السمرة، مما يؤثر على تخفيض تكاليف المعاملات؛

- التشريعات القانونية التي تدعم هذا المطلب من الكفاءة، ومن أمثلة هذه التشريعات تلك التي تخص تحرير عمولة السمرة وجعلها محل للتفاوض بين صناع السوق وبيوت السمرة ومختلف المتعاملين مما يؤدي إلى

¹ صالح مفتاح ، فريدة معارفي ، مرجع سبق ذكره، ص183

² شوقي بورقية، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف،

زيادة التنافس وبالتالي انخفاض عمولة السمسرة بشكل محسوس، كذلك من التشريعات السماح للمؤسسة بالتسجيل في أكثر من بورصة.

2- كفاءة التسعير: تدعى بالكفاءة الخارجية، في هذا الإطار يجب أن يعكس حسن تسعير الأوراق المالية المتداولة القيمة الحقيقية لتلك الأوراق وكذا تحقق التوازن بين جانبي العرض والطلب، كما لا يستطيع أي من المتعاملين تحقيق أرباح غير عادية لأن الجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح نظرا لحصولهم على نفس المعلومات في نفس الوقت، كما أن كفاءة السوق قد لا تمنع بعض المستثمرين عديمي الخبرة الذين تتراوح قراراتهم بشأن البيع والشراء مع إيقاع السوق من تحقيق خسائر نتيجة لبطء رد فعلهم أو لعدم خبرتهم، فلا يمكن القول إذا بأن ذلك يتنافى مع كفاءة السوق¹.

ثالثا: العلاقة بين المعلومة و كفاءة سوق الأوراق المالية

تتوقف كفاءة السوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبني على أساس العناصر الآتية:²

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة؛
- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

فالمعلومات تعد من أهم المقومات السائدة لنجاح و تطور أسواق الأوراق المالية، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصص الكفاء للموارد، كما تتحدد من قبل المستثمرين في اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية، درجة هذه الثقة تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بكلفة أقل ومنفعة أعلى شريطة أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها إضافة إلى وضع الاقتصاد العام في البلد المعني. وتتمثل مصادر المعلومات المالية في:³

- **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.

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص 287

² محمد صالح الحناوي، تحليل وتقديم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 132

³ صالح مفتاح، فريدة معارفي، مرجع سبق ذكره، ص 184

- التقارير التي تنشرها شركات السمسرة: تقوم شركات السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية، توصيات بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.
- المعلومات مدفوعة الثمن: وتتمثل في الصحف والمجلات، وخدمات الإرشاد الاستثماري.
- 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. لذلك يمكن القول بأن المعلومات المتاحة و بصفة خاصة المعلومات المالية تساعد المتعاملين في سوق الأوراق المالية على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقاً لدرجة الخطر المرتبطة بها لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ في ضوء المعلومات المالية المنشورة.

أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توافر المعلومات يلعب دوراً هاماً في تحقيق الآلية الخاصة بسوق رأس المال من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار.

المطلب الثاني: الصيغ المختلفة لصيغة الكفاءة

في هذا الإطار يمكن عرض الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية والمتمثلة في الصيغة الضعيفة، المتوسطة والقوية.

أولاً: الصيغة الضعيفة

يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم، وعلى حجم التعاملات التي جرت عليه في الماضي، وهو ما يعني أن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره هي مسألة عديمة الجدوى¹، هذا وتعرف صيغة الفرض الضعيفة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار، ذلك أنه إذا كان من المستحيل التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم الصفقات في الماضي، فإن التغيرات التي تطرأ على سعر السهم في المستقبل لا بد وأن تكون مستقلة تماماً عن التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي.

¹ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ط1، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2010، ص107

ثانيا: الصيغة المتوسطة

تفترض فرضية المستوى المتوسط أو شبه القوي لقياس كفاءة السوق بأن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق لا تعكس فقط المعلومات التاريخية لأسعار هذه الأوراق في الماضي، بل تعكس أيضا البيانات و المعلومات الحالية العامة المنشورة والمتاحة لجمهور المستثمرين، سواء كانت هذه المعلومات تتعلق بالاقتصاد الوطني أو بالقطاع الذي تنتمي إليه الشركة أو معلومات تتعلق بالشركة نفسها.

إن هذا المستوى إذا ما تحقق فإن المستثمر لا يستطيع تحقيق أي عوائد غير اعتيادية نتيجة لقيامه بالتحليل الأساسي للمعلومات، ولكنه يحصل على العائد غير الاعتيادي بعد حصوله على بعض المعلومات الخاصة غير المنشورة عن الشركة في إطار ظاهرة احتكار المعلومات و التجارة بها¹.

ثالثا: الصيغة القوية:

ويعرف هذا المستوى فرضية الصيغة القوية، وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته، وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة مستشاري الاستثمار²، وتعتمد كفاءة السوق عند المستوى القوي على قياس مدى إمكانية حصول بعض الفئات على معلومات خاصة بحيث تكون تلك المعلومات بصفة احتكارية، ومن الفئات التي يكون لديها معلومات احتكارية: - إدارة المنشأة

- صناع السوق

- مديرو المحافظ الاستثمارية

رابعا: الانتقادات الموجهة لصيغة الكفاءة في سوق الأوراق المالية

إن كفاءة سوق المال وحركته تعتمد بشكل أساسي على نشاط الشركات المالية ومركزها وإنتاجيتها وهذه الأخيرة تسوق نفسها لكسب ثقة المستثمرين من خلال البيانات والمؤشرات والتقارير والتحليلات والدراسات وغيرها من المعلومات التي تنشرها للعموم بعد وضعها من قبل جهازها الإداري القائم بأعمالها، وعليه فإن ثقة جمهور المستثمرين وحملة الأسهم في إدارة الشركات درجة الائتمان والضمانات التي تمنحها له تنعكس على نوعية وتدفق المعلومات بشكل منصف وشفاف، وبالقابل يوجد ممارسات غير أخلاقية أو قانونية

¹ دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية و نقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2012، ص90

² السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص108

كترويج الإشاعات والتلاعب المدير بأسعار السوق المالية، هذه الأعمال تؤثر بشكل كبير على نوعية الإفصاح والتمثلة في كل من:¹

- **التداول الداخلي للمعلومات:** يقصد به تعامل المديرين والعاملين بالشركة الذين تتاح لهم معلومات داخلية لا تتاح للعامة، حيث يقومون بشراء وبيع الأوراق المالية لتحقيق مكاسب أو تجنب خسارة بناء على معلومات لديهم لا تتوفر للعامة، ولعل أكثر نوعين من أنواع مخالفات قواعد التداول انتشارا هما استغلال المعلومات الداخلية السرية والتلاعب بالأسعار، والقانون يحظر لأنه يقلل من درجة سلامة ونزاهة سوق المال.

- **عدم تماثل المعلومات:** يؤدي عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية أو حتى بين الأطراف الخارجية فيما بينها إلى تحقيق عائد غير عادي للأطراف التي لها أكبر قدر ممكن من المعلومات، وهذا باستغلالهم لمعرفتهم المسبقة بالمعلومات الخاصة للشركة، كما أن هناك بعض المعلومات الخاصة التي تحجم الشركة الإفصاح عنها لأنها تضر بمركزها التنافسي، وحيث أن كافة الأطراف تتصف بالرشد الاقتصادي، فإن الأطراف بدون معلومات يمكنهم حماية أنفسهم بواسطة تخفيض تعاملهم مع ذوي المعلومات عن طريق تكوين محفظة متنوعة لفترة طويلة، كما أن الأطراف الخارجية يمكنهم منع الأطراف الداخلية من استغلال المعلومات الخاصة بهم عن طريق التعاقد معهم على عدم الاتجار في أسهم الشركات التي يديرونها، ويلاحظ أن تلك الوسائل للحماية تعتبر مكلفة لكلا الطرفين، ومن هنا يكون تحقيق التماثل في المعلومات أمرا ضروريا حتى لا يلجأ المستثمرون للوسائل الدفاعية التي تضر بسوق المال كله.

المطلب الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية

تستخدم المؤشرات الاقتصادية للتعرف على الحالة الاقتصادية للدولة، وتفيد في التعرف السريع على ما يجري في الأسواق مع إعطاء صورة سريعة وعامة عن تطورها كونها أرقاما قياسية.

أولا: تعريفها و استخداماتها

تعد مؤشرات قياس السوق من أهم المعلومات التي يحتاجها المستثمرين والمضاربين في الأوراق المالية، وهذا من خلال متابعة حركة أسعار بعض الأصول المالية.

1- تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية: يعرف مؤشر سوق الأوراق المالية على أنه:

¹ بن عيسى عبد الرحمان، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية دراسة نظرية تطبيقية، مذكرة ماجستير غير منشورة،

جامعة يحي فارس الندية، 2008_2009، ص، ص 24، 25

- قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمته بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء للأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها¹.
 - أيضا هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الفعلية لأسعار الأوراق المالية المتداولة باستخدام معادلات رياضية تتلاءم مع طبيعة كل سوق مالي، بهدف التعرف على حركة الأسعار واتجاهات أداء السوق².
- 2- الاستخدامات:** نظرا لاختلاف المؤشرات من سوق لآخر ومن قطاع إلى آخر، فإن ذلك يؤدي إلى اختلافات الأطراف المستخدمة لها، ومن بين تلك الاستخدامات يمكننا ذكر ما يلي³:
- إعطاء فكرة عن أداء المحفظة الاستثمارية للأسهم المختارة لأن المؤشر يعتمد كميّار للمقارنة لين التغير في عائد المحفظة الاستثمارية مع التغير في مؤشرات السوق التي تعد محفظة جيدة التنوع؛
 - الحكم على أداء المديرين المحترفين فإذا حقق عائد يعادل تقريبا عائد السوق فإنه يكون مديرا جيدا، أما إذا حقق المدير المحترف عائدا أعلى من متوسط عائد السوق فهذا معناه أنه ممتاز لأنه يستخدم أساليب متقدمة في التنوع تمنحه نتائج ذو عائد مرتفع؛
 - التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق مستقبلا، لأنه يعطينا إمكانية معرفة حالة المستقبل وخاصة إذا تم استخدام أسلوب التحديد الفني والتاريخي للمؤثرات التي تقيس حالة السوق أي أنها توصل المحلل إلى التنبؤ باتجاه حركة الأسعار في المستقبل؛
 - تقدير مخاطر المحفظة من خلال استخدامها لقياس المخاطر المنتظمة والتي تقاس بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة وبين معدل العائد على محفظة السوق.

ثانيا: المؤشرات المستخدمة في تحليل سوق الأوراق المالية

من بين المؤشرات المستعملة في تحليل أسواق الأوراق المالية نجد⁴:

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 251

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 90

³ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 299

⁴ رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل درجة الدكتوراه، جامعة الجزائر، 2005-2006،

- مؤشر حجم سوق الأوراق المالية: ويتحدد عن طريق الرسملة السوقية التي تقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي للدولة، وتحدد أيضا عن طريق عدد الشركات المدرجة وتدل عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة.
 - السيولة: وتحدد عن طريق نسبة حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي، والدوران (نسبة إجمالي الأسهم المتداولة إلى رسملة السوق).
 - تقلبات العوائد: ويمكن قياسها بمعامل الاختلاف، الذي يقيس درجة تقلبات العوائد النسبية للسهم خلال فترة زمنية معينة أو يقاس بالانحراف المعياري.
 - درجة تركيز السوق: تحسب بقياس الرسملة السوقية لأكبر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية.
 - القيمة السوقية: تساوي مجموع القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها للشركات المدرجة في السوق.
 - قيمة الأسهم المتداولة: قيمة الأسهم التي تم تداولها في قاعة السوق بمختلف الأسعار خلال الفترة.
 - عدد الأسهم المتداولة: عدد الأسهم التي تم تداولها في قاعة السوق خلال الفترة¹.
- ثالثا: المتغيرات الأساسية لمؤشرات سوق الأوراق المالية: تتمثل في:²
- ملائمة العينة: ينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب هي:
 - الحجم: فكلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا و صدقا لواقع السوق.
 - الاتساع: هو قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، فإذا كان المؤشر يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما في كل القطاعات المكونة للاقتصاد، أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة يقتصر فقط على أسهم المنشآت المكونة لتلك الصناعة.
 - المصدر: الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.
 - الأوزان النسبية: هناك ثلاث مداخل شائعة لتحديد الأوزان النسبية وهي:

¹ صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية، الربع الرابع، 2007، ص3

² حسين قبان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم

التسيير، جامعة سطيف، العدد11/2011، ص، ص95، 96

- **مدخل الوزن على أساس السعر:** أي أن نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، حيث أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أنه لا يكون مؤشرا على أهمية المنشأة أو حجمها.
- **مدخل الأوزان النسبية:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، ومن الانتقادات الموجهة لهذا المدخل أنه لا يعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر، حيث يقتصر الترجيح على أساس السعر دون النظر في عدد الأسهم المتداولة بالإضافة إلى تغير الوزن النسبي للسهم مع تغير الوزن النسبي لسوق الأوراق المالية.
- **مدخل الأوزان حسب القيمة:** أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، هذا ما يعني تجنب العيب في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشرات بغض النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة.

خلاصة

تعد سوق الأوراق المالية من أهم الكيانات الاقتصادية في أي دولة، حيث تقوم بتوجيه المدخرات وتوفير السيولة اللازمة لتمويل مختلف المشاريع، وتنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوق أولي (سوق الإصدار) الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية لأول مرة، وسوق ثانوي (سوق التداول) وهو السوق الذي تجرى فيه تداولات على الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي، وهذه السوق كغيرها من الأسواق يتم فيها تداول عدة منتجات مالية سواء كانت أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم وسندات)، أو أدوات حديثة (مشتقات مالية بمختلف أنواعها)، كما تخضع هذه السوق لتنظيم متكامل يسير وفق نظام تشغيل معين.

وحتى يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم لابد أن يكون هناك سوق كفاء يتميز بالعدالة والشفافية، بالإضافة إلى اعتماده على تحليل السوق مستعينا في ذلك على مبدئين هما التحليل الفني والتحليل الأساسي، حيث يعتمد الأول على دراسة أسعار الأسهم في الماضي للتنبؤ بما سيكون عليه في المستقبل، أما التحليل الأساسي فيعتمد على تحليل المعلومات الواردة من اجل التنبؤ بأسعار الأوراق المالية، والتعرف على الأرباح والمخاطر ومن ثم يستطيع المستثمر أن يحدد القيمة الحقيقية، إضافة إلى أنه يعتمد على مجموعة من المؤشرات من أجل معرفة أسعار الأوراق المالية.

ونظرا للتطور الحاصل في سوق الأوراق المالية، أدى ذلك إلى ظهور آليات تساعد على تعبئة المدخرات وتحويلها إلى استثمارات كصناديق الاستثمار التي تعمل على تشجيع المدخرين على الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وهذا ما سيتم التطرق إليه في الفصل الموالي.

الفصل الثاني: الجوانب النظرية لصناديق الاستثمار

المبحث الأول: ماهية صناديق الاستثمار

المبحث الثاني: أنواع، محافظ و تقييم صناديق الاستثمار

المبحث الثالث: أساليب إدارة صناديق الاستثمار

تمهيد

يحتاج الاستثمار في سوق الأوراق المالية إلى تخصص دقيق ودراية كافية بأحوال السوق، من أجل تكوين محفظة متوازنة من الأوراق المالية تحقق العائد المقبول للمستثمر، وباختلاف استثمار الشخص لأمواله فرديا عن استثمارها جماعيا مع أموال غيره ظهرت فكرة صناديق الاستثمار التي تعد من أهم وأفضل الوسائل الاستثمارية، حيث تعتبر هذه الأخيرة جزءا مهما في الاستثمار وذلك لأنها تتيح فرصة تجميع الأموال من المدخرين الراغبين في الاستثمار غير القادرين عليه، لعدم وجود الخبرة اللازمة والوقت الكافي لديهم لمتابعة السوق والأسهم كل على حدا، ومن ثم فإنه كلما زاد توجه الصناديق نحو تمويل ودعم نشاط معين يحتاجه الاقتصاد الوطني، فإن ذلك سوف يؤثر في الاستثمارات المتجهة نحو تلك الأنشطة والمشروعات التي يحتاجها الاقتصاد.

ومن خلال ذلك قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث رئيسية هي:

المبحث الأول: ماهية صناديق الاستثمار؛

المبحث الثاني: أنواع، محافظ و تقييم صناديق الاستثمار؛

المبحث الثالث: أساليب إدارة صناديق الاستثمار.

المبحث الأول: ماهية صناديق الاستثمار

تعد صناديق الاستثمار من أهم المجالات الاستثمار الجديدة والمستحدثة في عالمنا المعاصر، وأصبحت تلعب دورا هاما في أسواق المال في كل أنحاء العالم كوسيلة فعالة في تجميع المدخرات، وإتاحة الفرصة لصغار المستثمرين لاستثمار أموالهم تحت إشراف أجهزة متخصصة، والمشاركة في أسواق المال المحلية والعالمية.

المطلب الأول: مفهوم صناديق الاستثمار

تعتبر الإدارة الجماعية للمدخرات أول أشكال صناديق الاستثمار، وظهرت هذه الفكرة في بادئ الأمر في صناديق المعاشات وذلك لتمكين المتقاعدين من مواجهة التزاماتهم.

أولاً: نشأة صناديق الاستثمار

تعتبر الدول الغربية السابقة في تأسيس سوق الأوراق المالية، ومن ثم تأسيس صناديق الاستثمار حيث ظهرت هذه الأخيرة في إنجلترا مع نهاية القرن الثامن عشر كأحد أشكال الإدارة الجماعية للمدخرات، من خلال شركات تقوم بتجميع المدخرات من صغار المدخرين والمضاربة بها في البورصة وتوزيع العوائد على المدخرين، وقد أصبح لدى الانجليز العديد من الشركات لإدارة الأموال، وإعادة استثمارها وقد ظهرت في بداية الثلاثينات، وفي أعقاب الحرب العالمية الثانية بدأ ظهور unit-trust وهو الاسم الانجليزي لصناديق الاستثمار التي تدار من خلال شركات لإدارة الأموال تسمى trusts و 95% من صناديق الاستثمار مستثمرة في الأسهم¹.

بعد ذلك ظهرت صناديق الاستثمار في اسكتلندا حيث قام الاسكتلنديين بابتكار الصناديق المغلقة، أو شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت وذلك عام 1870، وفي نفس الوقت أخذ عدد من صغار المدخرين بإيداع أموالهم و مدخراتهم الصغيرة لدى شركات إدارة الأموال لتدار بواسطة محترفين في أعمال البورصات². وبعدها تبلورت فكرة صناديق الاستثمار بالمفاهيم القائمة حاليا في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924³، حيث قام أساتذة من جامعة هارفارد بإنشاء أول صندوق استثماري في بوسطن بأصول لم تتجاوز 392 ألف دولار أمريكي يمتلكها 200 مساهم في ذلك الوقت، ثم ازدهرت الصناديق الاستثمارية و نمت

¹ منى القاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، ط1، الدار المصرية اللبنانية، مصر، 1995، ص 115

² محمد سويلم، إدارة البنوك و صناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، دار الهاني للطباعة، مصر، بدون سنة النشر، ص 227

³ هيئة السوق المالية السعودية، صناديق الاستثمار، من الموقع الالكتروني

بأشكال كبيرة عقب الحرب العالمية الثانية¹، حتى وصلت في عام 1966 إلى نحو 550 صندوقاً استثمارياً بلغ صافي أصولها نحو 50 مليار دولار أمريكي.

وعلى الصعيد العربي كانت المملكة العربية السعودية الأسبق إلى خوض هذه التجربة، حيث أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل في ديسمبر 1979 في حين صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية بعد هذا التاريخ بنحو 14 عاماً أي في بداية 1993 واستمرت البنوك السعودية نتيجة لنجاح هذه التجربة في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة.

أما في باقي الدول العربية، فقد خاضت التجربة نفسها بنسب متفاوتة من النجاح والإقبال، واتسمت أغلب تلك التجارب بصدور الصناديق الاستثمارية قبل صدور التشريعات المنظمة لها، وجاءت الكويت ثاني دولة عربية خاضت تجربة صناديق الاستثمارية إذ بدأت تجربتها عام 1985، وتبعتها باقي الدول بعد نحو عقد من الزمن وهي مصر والبحرين وعمان في عام 1994، ثم المغرب عام 1995، لبنان عام 1996، وأخيراً الأردن عام 1997².

ثانياً: الفكرة الأساسية التي قامت عليها صناديق الاستثمار

تقوم الفكرة الأساسية التي قامت عليها صناديق الاستثمار على الأسس التالية:³

- قيام جهة معينة (بنوك و شركات الاستثمار) بإعداد دراسة اقتصادية لنشاط أو مشروع معين، بحيث

تبين جدوى الاستثمار في ذلك المجال؛

- قيام تلك الجهة بتكوين صندوق استثماري، وتحديد أغراضه وإعداد نشرة الاكتتاب في الصندوق أو لائحة العمل للصندوق بحيث تتضمن كامل التفاصيل عن نشاط الصندوق وشروط الاكتتاب فيه وحقوق والتزامات مختلف الأطراف؛

- تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص أو أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية، بحيث يكون اقتناؤها عبارة عن المشاركة في ملكية حصة من رأس مال الصندوق؛

¹ محمد براق وآخرون، أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً وصناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الأول بعنوان "الاقتصاد الإسلامي، الواقع .. ورهانات المستقبل"، المركز الجامعي غرداية، الجزائر، أيام 23_24 فيفري 2011

² هيئة السوق المالية السعودية، مرجع سبق ذكره

³ صلاح الدين شريط، تقييم أداء صناديق الاستثمار وفقاً للمؤشرات المركبة " ترينور" وتطبيقها على مصر للفترة 2005-2011، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، العدد 2013/10، ص 87

- بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق أموال المكتتبين، في تقوم باستثمار الأموال المجمعة لديها في المجالات المحددة في نشرة الاكتتاب وتوزيع الأرباح في الفترات وبالكيفية المتفق عليها، كما تتولى تصفية الصندوق في الموعد المحدد لذلك.

ثالثاً: تعريف صناديق الاستثمار و أهميتها

إن صناديق الاستثمار من أهم صيغ تعبئة المدخرات على الساحة الاقتصادية المعاصرة، و ما نقرأه في كل يوم عن انتقال رؤوس الأموال الضخمة لغرض الاستثمار بين أسواق العالم ما هو إلا شاهد على أهمية هذه الصناديق.

1- تعريف صناديق الاستثمار: توجد عدة تعريف لصناديق الاستثمار أهمها:

- صناديق الاستثمار عبارة عن وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية الجماعية، فهي أحد الأساليب الحديثة في إدارة الأموال وفقاً لرغبات المستثمرين و احتياجاتهم الزمنية، ودرجة تقبلهم للمخاطر بما يعود بالفائدة على البنك الذي يؤسس صناديق الاستثمار أو الشركات التي تؤسسها وعلى المدخرين وعلى الاقتصاد القومي ككل¹.

- وتعرف على أنها عقد شركة بين إدارة الصندوق والمساهمين ويدفع بمقتضاه المساهمين مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق في مقابل حصولهم على وثائق اسمية بقيمة معينة تحدد نصيب كل مساهم بعدد من الحصص في أموال الصندوق، التي تتعهد الإدارة باستثمارها في بيع وشراء الأوراق المالية، ويشترك المساهمون في الأرباح الناتجة عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يمتلكه من حصص، وفقاً للشروط التي تبينها نشرة الإصدار².

- كما تعرف بأنها مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية، عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين، بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة ثم تعهد بها إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار لاستثمار هذه المدخرات في الأوراق المالية لصالح المدخرين والمستثمرين معاً³.

¹ منى القاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، ط1، الدار المصرية اللبنانية، مصر، 2007، ص115

² أحمد بن حسين بن أحمد الحسني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999، ص6

³ نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006، ص89

- أو أنها سلة أو محفظة أصول مالية يشترك في تمويلها عدد من المستثمرين وفقا لاتفاقيات معينة خاصة بالصندوق، ويتولى إدارتها عدد من الخبراء المختصين، ويتخصص كل صندوق في مجال معين يستثمر فيه الأموال المجمعَة لديهم لحساب المساهمين فيه¹.
- ومنه نستنتج أن صناديق الاستثمار هي أوعية استثمارية تنشأ شركات الاستثمار أو المؤسسات المالية لتتولى تجميع رؤوس الأموال من المستثمرين، بحيث تقوم بإدارتها وتوجيهها الوجهة المناسبة لتحقيق أهداف معينة لا يمكن للمستثمر الفرد تحقيقها وحده لمحدودية الموارد المتاحة لديه.
- 2- أهميتها:** يمكن إبراز أهمية صناديق الاستثمار وأوجه الاستفادة منها في العناصر التالية:²
 - توظيف الأموال المجمعَة من أصحاب المدخرات الصغيرة بطريقة تحقق طموحهم في الحصول على عائد مناسب وبمخاطرة أقل من خلال:
 - إمكانية توفير الخبرة المناسبة في مجالات الاستثمار وتوقيتها ومراقبة حركة سوق الأوراق المالية؛
 - تعمل هذه الصناديق على البحث عن الفرص الاستثمارية المناسبة في السوق المالي منذ البداية لكي توظف السيولة التي لديها وللحصول على معدل ربحية مرضي؛
 - عند تشكيل المحفظة الاستثمارية تعمل هذه الصناديق على تنويع المحفظة، بمعنى اختيار مجموعة مختلفة من الأوراق المالية والأسهم لعدة شركات ضمانا للعائد ولتقليل المخاطر؛
 - لا يقتصر الاستثمار بواسطة هذه الصناديق على الاستثمار قصير الأجل بل يمكن لها أن تقوم بالاستثمار متوسط وطويل الأجل مما ينعكس إيجابا على الاقتصاد الوطني؛
 - تساهم في استقطاب مدخرات المغتربين العائدة إلى الوطن في استثمارات مجدية تخلق لهم عائد وتعود بالنفع على الاقتصاد؛
 - ممكن أن تكون كذلك أداة جذب للاستثمارات الأجنبية التي تبحث عن فرص استثمار آمنة؛
 - كذلك تتيح للبنوك العاملة في الجهاز المصرفي من توظيف فائض السيولة لديهم والحصول على معدلات عائد مجزية مع درجة مخاطرة أقل.

¹ محمد بوجلال، مريم زبيدي، دور صناديق الاستثمار الإسلامي في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية (حالة سوق الأسهم السعودي)، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الثاني للصناعة المالية الإسلامية آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 8-9/12/2013

² غسان الطالب، صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، الأردن، أيام 6-7/8/2014

المطلب الثاني: خصائص صناديق الاستثمار

تتمتع صناديق الاستثمار بمجموعة من الخصائص المميزة لها و المتمثلة في:¹

- إتاحة المجال لذوي الدخل المحدد للتعامل في سوق المال إذا امتلك حدا أدنى من الوثائق تمكنه من الاشتراك في إحدى صناديق الاستثمار؛
- تخفيض حجم المخاطر التي تواجه المستثمرين، حيث تقوم بتنوع استثماراتها في الأوراق المالية وحيث إن صغار المستثمرين لا يستطيعون ذلك لعدم وجود خبرة، وعدم توفير مبالغ كبيرة للاستثمار في هذا المجال؛
- السيوولة، وخاصة في الصناديق المفتوحة حيث يستطيع المستثمر سبوح قيمة وثائقه من الصناديق المصدر لها خلال أي يوم من أيام العمل؛
- الاستفادة من خبرات الإدارة المتخصصة التي تدير محافظ الأوراق المالية للمستثمرين بتكاليف منخفضة؛
- تحقيق عائد أعلى من عائد الوثائق المصرفية؛
- تمكين المستثمر من شراء وثائق بالتقسيط خلال فترة زمنية من تنظيم استرداد كل أو بعض رأس المال وفق شروط معينة؛
- تسهيل اتخاذ القرارات بالنسبة للمستثمرين لما تتمتع به هذه الصناديق من شفافية و إفصاح عن إدارتها بشكل مستمر.

المطلب الثالث: الدور المتوقع لصناديق الاستثمار

تشكل صناديق الاستثمار أداة مهمة لجذب المدخرين الصغار الذين لا يملكون فرصة المشاركة في السوق المالية فضلا عن دورها في دعم برنامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية من خلال ضمان التقييم السليم للأوراق المالية وتحسين شروط بيعها، لنقل الضوء على عناصر تدخل ضمن الدور المتوقع لصناديق الاستثمار وتتمثل في:

- 1- بالنسبة للاقتصاد الوطني ومسيرة التنمية²:** من المتوقع أن تلعب صناديق الاستثمار دورا هاما في تدعيم برامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية في قطاع الأعمال العامة، وذلك من خلال توفير الترويج لأسهم الشركات المطروحة للبيع وتوفير التمويل اللازم للشراء عن طريق تجميع فوائض المدخرات، بالإضافة

¹ عدير أحمد خليل، تطور ابتكار صناديق استثمار متوافقة مع الشريعة الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر الدولي الأول للمالية و المصرفية الإسلامية، الأردن، أيام 6-7/8/2014

² صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجرية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص، ص170، 171

إلى دور هذه الصناديق في تدعيم التقييم السليم للأوراق المالية وتحسين شروط البيع لصالح الاقتصاد الوطني.

ويعلق خبراء المال والاقتصاد آمالاً عريضة على صناديق الاستثمار في تنشيط سوق رأس المال عن طريق جذب صغار المستثمرين للاستثمار في الأوراق المالية بأسلوب عملي لا يحتاج إلى معرفة مالية واسعة، فإن الاستقرار الاقتصادي الذي يوفر مناخاً تحيطه الثقة بالإضافة إلى التشريع القانوني يمهدان الطريق أمام صناديق الاستثمار للقيام بدور فعال في مجال زيادة حجم الاستثمارات المتاحة، وبالتالي تحقيق أهداف التنمية فإن الاكتتاب في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار تمثل قوة شرائية في سوق الأوراق المالية، مما يساعد الشركات على الاتجاه إلى سوق المال لتمويل أنشطتهم بدلاً من الالتجاء إلى البنوك للاقتراض، أما ما يخشاه البعض من أن تؤدي صناديق الاستثمار إلى زيادة الطلب على حجم محدود من الأوراق المالية المعروضة بالبورصة وبالتالي تؤدي إلى مغالاة في أسعار بعض الأوراق ليس له ما يبرره، حيث أن صناديق الاستثمار بمساهماتها في دعم الخوصصة ستؤدي إلى طرح مزيد من الأسهم للتداول بالبورصة كما أن هناك بالفعل عدداً من الشركات الكبرى الناجحة التي تمهد ل طرح أسهمها للاكتتاب العام خلال شهور قليلة.

إن زيادة عدد صناديق الاستثمار وانتشارها في مختلف فروع البنوك وشركات الاستثمار وشمول نشاطها مختلف القطاعات الاقتصادية انعكاسات إيجابية على الاقتصاد الوطني، وفيما يلي بيان لأوجه تلك الاستفادة:

- الصناديق أداة لتحريك الاستثمارات الجامدة لأن مصدر التمويل لتلك الصناديق في معظمه من مدخرات أفراد القطاع الخاص، والتي قد تكون مجمدة في استثمارات ذات منفعة محدودة للاقتصاد، وأثبتت تجربة الصناديق دورها الفعال في تحريك تلك الأموال نحو الاستثمارات المناسبة في مختلف القطاعات الاقتصادية؛
- تساهم صناديق الاستثمار بالعملة المحلية في تنمية السوق المالية المحلية، وتفعيل دورها لخدمة قطاعات الاقتصاد المختلفة لأن تقديم البنوك المحلية لخدمات صناديق الاستثمار الخارجية التي تقدم نفس الخدمات؛
- تساهم الاستثمارات الخارجية للصناديق في دعم الميزان التجاري للدولة؛
- تساعد الصناديق على تنويع استثمارات القطاع الخاص، وبالتالي تحقيق عوائد مستقرة على مدخرات ذلك القطاع، والذي يعتبر القاعدة الأساسية لأي اقتصاد.

2- بالنسبة للمستثمرين الأفراد: أثبت الاستثمار من خلال الصناديق الاستثمارية كفاءة عالية في توفير الفرص الاستثمارية المناسبة لتشغيل أموال مختلف شرائح المستثمرين من ذوي المدخرات الصغيرة والمتوسطة

والكبيرة، وبشكل يحقق طموحاتهم في الحصول على أرباح تفوق ودائع البنوك مع توفير حد أدنى من الحماية لأموالهم من المخاطر الاستثمارية، وذلك لأن القيام بمتطلبات الصندوق يحتاج إلى محترفين متخصصين، وإلى جهات متعددة لتأسيسه وإدارته، وجهة تتعهد بحسن مسيرته، تداولا، وتخارجا من بداية تأسيس الصندوق وحتى تصفيته، وللصندوق ميزانية مستقلة، وأمواله الضخمة لمشاركين قد يزيد عددهم عن عشرات الآلاف، مما يخفض النفقات الإدارية، فتضحي التكلفة ضئيلة بالقياس مع المبالغ المستثمرة، مع توفير الحماية للمستثمر بسبب تعليمات وإشراف الجهات الرقابية التي رأت في الصناديق تنشيطا كبيرا للاقتصاد الوطني.

3- بالنسبة للجهاز المصرفي والبنوك: يمكن استخدام صناديق الاستثمار كأوعية استثمارية، يمكن للمصارف من خلالها أن توظف فائض السيولة المتاح لديها، وبهذا فهي تتيح توجيه الموارد النقدية للاستثمار المباشر في المشروعات الإنتاجية، مع تحقيق أقصى عائد ممكن بأقل درجة من درجة المخاطرة، كما أنها تعتبر بالنسبة للجهاز المصرفي موارد مالية خارج الميزانية¹، وبما أن استخراج رخصة لإنشاء صندوق استثماري لا يكون إلا لمؤسسة مالية مقبولة من البنك المركزي وبالتالي فإن قيام البنوك المحلية، وشركات الاستثمار المعتمدة بتأسيس صناديق الاستثمار المختلفة يحقق لها فوائد عديدة تتلخص بما يلي:²

- جذب وتجميع مدخرات الأفراد: لديها إن البنوك وشركات الاستثمار المعتمدة، هي موضع ثقة العملاء والمستثمرين، وبتأسيسها لتلك الصناديق فإنها تتيح الفرصة أمام المستثمرين بكافة فئاتهم لتشغيل مدخراتهم التي قد تكون جامدة لعدم إمكانية المستثمر الفرد من استثمارها، ومن ثم يمكن للبنوك وشركات الاستثمار توجيه الأموال المجمعة من المستثمرين إلى الأدوات الاستثمارية المناسبة، وبالتالي تحقيق عوائد مجزية.
- تمكين البنوك وشركات الاستثمار من الدخول في استثمارات متنوعة ومواكبة لتطورات الاستثمار في المجال المحلي والعالمي، لأنه بموجب السماح للبنوك وشركات الاستثمار بتأسيس صناديق استثمارية فتح المجال أمامها لاستقطاب أموال المستثمرين، وتمكينها من تحصيل مبالغ كبيرة بغرض الاستثمار في فرص استثمارية متنوعة وكبيرة لدرجة تعجز معها قدرة أفراد أو مؤسسات صغيرة عن منافسة الصناديق، ومن هنا استأثرت بفرص كان من نتائجها الأرباح المتميزة التي أسفرت عنها تجربة الصناديق.

- تحقيق عمولات الاستثمار: تقوم البنوك بإدارة تلك الصناديق مقابل عمولات معينة، وقد تكون تلك العمولات محددة، أو في صورة نسبة معينة من إجمالي الأصول، أو نسبة من الأرباح التي تتحقق من

¹ منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار و كبار المدخرين، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص138

² صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على

الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص173

استثمارات أموال الصناديق، وخلال السنوات القليلة الماضية أسفر الاستثمار من خلال تلك الصناديق عن تحقيق عوائد جيدة للبنوك.

- الإعلان والترويج للبنوك ولشركات الاستثمار ولنشاطاتها: إعلان البنك أو شركات الاستثمار عن تأسيس صندوق معين هو في حد ذاته دعاية وإعلان يخدم سمعة البنك أو الشركة المؤسسة ويروج لنشاطاتها، وبالتالي يعتبر عاملا مهما في زيادة الإقبال عليها، ويتيح لها فرصة الجذب والتعامل مع عدد كبير من العملاء بشكل من نشاطاتها، ويحقق لها عوائد، ومنافع كثيرة.

4- بالنسبة لتنشيط سوق الأوراق المالية: تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة سوق الأوراق المالية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تتناسب وظروف المستثمرين المحتملين، كما يمكن أن تقوم هذه الصناديق بشراء تشكيلة من الأوراق المالية المتداولة في السوق مما يسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق، كما يمكن أن يتم عرض أسهم تلك الصناديق للتداول العام مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة في السوق، كما سبق وأن ذكرنا توفر مثل هذه الصناديق الخبرة اللازمة للمستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم ولا تتوفر لديهم الخبرة اللازمة.

المبحث الثاني: أنواع و مزايا و مخاطر صناديق الاستثمار

مما لا شك فيه أن صناديق الاستثمار كوسيلة من وسائل الاستثمار الجماعي تنعم بالعديد من المزايا التي لا تقتصر على مؤسسيها ومستثمريها فحسب، بل يمتد نفعها ليشمل الاقتصاد الوطني برمته، كما لها عيوب قليلة، وتوجد عدة أنواع لهذه الصناديق تختلف طبقا لمدى تطلعات المستثمرين واحتياجاتهم وحسب درجة تقبلهم للمخاطر.

المطلب الأول: أنواع صناديق الاستثمار

تتعدد وتتنوع أشكال صناديق الاستثمار وتختلف طبقا لحاجات وأهداف المستثمرين ورغباتهم، ولكن مهما تنوعت وتعددت هذه الأشكال تختلف إدارة كل صندوق حسب نوعيته، وعموما يمكن تصنيف هذه الصناديق حسب المعايير التالية.

1- وفقا لحركة رأس مالها: تنقسم إلى صناديق مغلقة و صناديق مفتوحة.

أ- **الصناديق المغلقة:** وهي عبارة عن صناديق مشتركة تشكلها شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة يتم فيها تحديد حجم الصندوق وعمره عند الابتداء، ثم يبدأ إصدار وحدات استثمارية (Units) تباع إلى الجمهور حتى يبلغ الحجم المقرر، فإذا اكتملت عملية الإصدار أغلق الصندوق، فلا يقبل مشاركين جدد، كما لا يسمح للمشاركين الأصليين بالانسحاب عن طريق استرداد أموالهم حتى ينتهي عمر الصندوق المقرر، أهم ما يميز هذه الصناديق أنها محددة القيمة والحجم الغرض والعمر¹.

ب- **الصناديق المفتوحة:** هي عبارة عن صناديق غير محددة رأس المال، بمعنى أنه يمكن الدخول والخروج منه وفق ما هو مذكور في نشرة الاكتتاب، ففي هذه الصناديق يبقى الصندوق مفتوحاً لدخول وخروج المستثمرين طالما أن نشاط الصندوق مازال قائماً، فهي صناديق تقبل الأعضاء الجدد، وتكون وثائقها بأجال وأحجام غير محددة².

2- وفقاً للهدف: يمكن تقسيمها وفقاً لهدف المستثمرين منها إلى:

أ- **صناديق النمو:** تهدف إدارة هذه الصناديق إلى تحقيق نمو طويل الأجل و عائد مستقبلي كبير بدلاً من العائد الجاري، وذلك من خلال العمل على تحقيق تحسن في القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق، ولذا عادة ما تشتمل محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق على أسهم عادية في منشآت تمتلك آفاق أعلى للنمو، مثل المنشآت التي تظهر سجلاتها نمواً مضطرباً في المبيعات والأرباح المحتجزة، أو المنشآت التي تتبع سياسات متقدمة وأبحاث مكثفة لاختراق أسواق جديدة، وتناسب تلك الصناديق المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع، والذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية نفقات معيشتهم³.

ب- **صناديق الدخل:** هي الصناديق التي تهتم بتحقيق دخل مستقر أكثر من الاهتمام بتحقيق زيادة رأسمالية للأصول، لذلك تفضل صناديق الدخل التعامل مع السندات التي تحقق إيرادات ثابتة دورية وتختلف في درجات التعرض للمخاطر، وقد تتعامل في السندات الحكومية أو أدونات الخزينة أو السندات التي تصدرها الشركات أو سندات بضمانات الحكومة، وتتعرض صناديق الدخل لمخاطر تذبذب أسعار الفائدة في سوق السندات، لذلك تعمل تلك الصناديق على تعديل مواعيد استحقاق السندات مع ظروف السوق و تذبذب

¹ بشار المصري، تجربة الصناديق الاستثمارية في فلسطين "سوق فلسطين للأوراق المالية: عقد من الصمود والانجاز والتحدي"، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، غزة، يومي 8_9/9/2007، ص2

² أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها ضوابطها في الفقه الإسلامي، ط1، دار النفائس للنشر و التوزيع، 2007، ص94

³ حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل (التحليل المالي و دراسة صافي رأس المال العامل، أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية)، ط1، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، ص27

أسعار الفائدة، وقد تستثمر صناديق الدخل حصة من المحفظة في أوراق مالية (أسهم) مع عقد اختياري على تلك الأسهم، وتزيد تلك الخيارات من قيمة الأسهم عند بيعها بعائد على أساس 35-50% من قيمة أسهم المحفظة¹.

ج- صناديق النمو والدخل: تهدف صناديق الدخل والنمو إلى جانب المحافظة على أصول الصندوق، وتحقيق دخل دوري إلى تحقيق النمو في الأجل الطويل، وتتكون محفظة الأوراق المالية في هذه الصناديق من الأسهم العادية والأوراق المالية ذات الدخل الثابت (الصناديق المتوازنة)، وتتاسب هذه الأخيرة أولئك المستثمرين الذين يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء المعيشة، ويرغبون في نفس الوقت في تحقيق قدر من النمو لاستثماراتهم².

د- صناديق متخصصة: وتضم الصناديق التي تتاجر بالعملات والسلع والموارد الخام، والنفط والطاقة والاستثمارات العقارية وأسهم قطاعات أو مجموعات شركات معينة، وتهدف هذه الصناديق إلى تحقيق ربح رأسمالي على المدى القصير، لذا فإن أسعار وحدات هذه الصناديق متقلبة أكثر من غيرها مما يجعلها ذات مخاطر أعلى³.

3- وفقاً لتشكيلة محفظة الأوراق المالية: تنقسم إلى:

أ- صناديق الأسهم: وتتكون من الأسهم العادية فقط، إلا أننا نميز فيها بين الصناديق التي تدار باستمرار ويقظة، والصناديق التي لا تحظى سوى بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة، وهي تلك التي لا تبذل الإدارة من جانبها مجهوداً لاختيار التشكيلة، لأنها تسعى إلى تحقيق عائد مماثل لعائد السوق⁴.

ب- صناديق السندات: هذه الصناديق يتم الاستثمار من خلالها في السندات سواء التي تصدرها الحكومة والهيئات الحكومية أو الشركات، والتي يتم عن طريقها خدمة فئات معينة من المستثمرين، إذ أن بعض هذه الصناديق تتكون من سندات عالية الجودة، لأن درجة المخاطرة فيها منخفضة وقد تكاد تكون معدومة لأنه من الصعب تصور أن الجهات الحكومية ستكون عاجزة عن تسديد التزاماتها في السندات التي تصدرها، وبالتالي فإن سيولتها تكون مرتفعة أي أن من السهولة بيعها والحصول على السيولة اعتماداً على الثقة في

¹ فريد النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية محاور التمويل الاستراتيجي، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص163

² صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات، ص787

³ محب خلة توفيق، الهندسة المالية (الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار)، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص295

⁴ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر و التوزيع، ط1، الأردن، 2011، ص137

الجهات الحكومية المصدرة لها، رغم أن عائدها يكون أقل بسبب المخاطرة المنخفضة و السيولة المرتفعة فيها، ولذلك فإنها تناسب المستثمرين الذين لا يرغبون في المخاطرة¹.

ج- الصناديق المتوازنة: يتم إنشاء هذه الصناديق بهدف المحافظة على قيمة أصول الصندوق (أي على رأس المال المستثمر فيه والعائد المستحق من ورائه)، ويتم ذلك من خلال الاستثمار في نسب ثابتة من الأسهم والسندات فقط².

د- صناديق سوق النقد: يقصد 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 أذونات الخزينة وشهادات الإيداع والكمبيالات المصرفية، وعادة يكون الحد الأدنى للمشاركة في أموال تلك الصناديق كبيراً نسبياً³.

4- أنواع أخرى للصناديق: توجد أنواع أخرى لصناديق الاستثمار نذكر منها:

أ- الصناديق الدولية (الأسواق الناشئة): تهدف إلى الاستثمار في الأسواق الاقتصادية الأسرع نمواً في العالم، ومنها صناديق الاستثمار في الدول النامية، التي تحاول توفير فرص طيبة للمستثمرين لتنمية رؤوس أموالهم على المدى المتوسط في محفظة مالية متوازنة⁴.

ب- الصناديق الإسلامية: ساعد استحداث العديد من الأدوات الاستثمارية الإسلامية وقيام بعض المؤسسات المالية الإسلامية بدراسة الضوابط الشرعية للاستثمار في أوراق مالية لشركات قائمة على إنشاء هذه الصناديق، والتي تمثل أوعية استثمارية تلبي احتياجات المودعين من استثمار أموالهم، وتكتسب هذه الصناديق أهميتها في تحديد مجال استثمار الأموال مسبقاً مع مراعاتها لأحكام الشريعة الإسلامية مما يمكن المستثمر أن يتخارج من الصندوق وفقاً لشروط محددة مسبقاً ضمن عقد المضاربة التي تحكم نشاط صناديق الاستثمار⁵.

ج- صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً (الأخلاقية): من أهم البواعث على ظهور الصناديق الاستثمارية ذات المسؤولية الاجتماعية، من جهة هو تحقيق رغبات وتفضيلات المستثمرين التي لا تتحقق بصفة مباشرة

¹ خلف فليح حسن، مرجع سبق ذكره، ص 147

² مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، ط1، دار مؤسسة رسلان للطباعة و النشر و التوزيع، سوريا، 2009، ص 405

³ محمد صالح الحناوي و آخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 256

⁴ منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، مرجع سبق ذكره، ص 55

⁵ محمد بوجلال، زايدي مريم، مرجع سبق ذكره

في الأسواق، ومن أهم تلك التفضيلات ما يسمى بالأولويات الاجتماعية، إذ إن كثيرا من المستثمرين يطمح لتحقيق أرباح، إلا أنه يرغب أن يكون ذلك مقيدا بتحقيق أغراض دينية أو اجتماعية أو سياسية، ومن جهة أخرى هو بلوغ نتيجة أكثر قبولا من الناحية الاجتماعية، بدون إحداث اختلالات اقتصادية كلية وبيئية طويلة الأجل، أو تحطيم الانسجام العائلي والاجتماعي أو النسيج الأخلاقي للمجتمع.

وبالتالي فالاستثمار الأخلاقي أو الاستثمارات المسؤولة اجتماعيا، هو مصطلح عام للاستثمارات واستراتيجيات الاستثمارات التي تأخذ بعين الاعتبار المحاولة لخلق التغيير الاجتماعي الايجابي، وتقليل الضرر البيئي ودمج الاعتقادات الدينية أو الأخلاقية، وبسبب العولمة يدرك المشاركون في سوق الأوراق المالية، بأن قرارات استثماراتهم لها نتائج حول العالم، ومن الصعب اتخاذ قرار استثماري بدون امتلاك بعض التأثير على البيئة والتنمية الاجتماعية، مما يدعو إلى الموازنة بين تحقيق عائدات مالية ايجابية ومستويات منخفضة من الأضرار البيئية والاجتماعية¹.

د- **صناديق المؤشرات:** تقوم هذه الصناديق بالاستثمار في الأسهم التي يشملها أحد المؤشرات شائعة الاستخدام مثل مؤشر ستاندرد آند بورز، ويسهل متابعة أداء الصندوق بواسطة المستثمرين من خلال متابعة أداء المؤشر².

المطلب الثاني: محافظ أصول صناديق الاستثمار

تعد المحفظة الاستثمارية إحدى أهم أدوات الاستثمار التي حظيت باهتمام كل من الاقتصاديين والمستثمرين، وذلك لما تلعبه من دور فعال في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر انطلاقا من نظرية التنوع كمدخل لتخصيص الاستثمارات الذي تقوم على أساسه.

أولا: ماهية المحفظة الاستثمارية

يعد بناء محافظ صناديق الاستثمار وإدارة المخاطر فيها بين العائد والمخاطرة من أهم خطوات نجاح الصندوق، وهي إحدى الأدوات التي يستعملها المستثمرون للتقليل من المخاطر الناجمة عن الاستثمار في الأوراق المالية.

¹ براق محمد و آخرون ، مرجع سبق ذكره

² أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، مصر، 1998، ص274

1- نشأة المحفظة الاستثمارية: يعود تاريخياً ظهور المحفظة إلى بداية عقد الخمسينيات تحديداً عام 1952 عندما قام المحلل الأمريكي ماركوتر بوضع الأسس لنظرية المحفظة، وقد قدم أول فكرة عن المحفظة ونشر بحث سمي اختيار المحفظة، وبين كيف يتم بناء المحفظة الاستثمارية المثلى، ثم جاء من بعده عدد من الباحثين أمثال شارب ولنتر، حيث وضع عام 1966 نموذج عرف بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية وأصبح معيار لقياس كفاءة المحفظة الاستثمارية، ثم بعد ذلك طور روس عام 1976 النموذج السابق إلى نموذج آخر سمي بنموذج الأسعار المرجحة التي تقوم على أساس اختيار البدائل بين الأوراق المالية بالمضاربة بين العائد والمخاطر، وتوالت الإضافات لنظرية المحفظة خاصة مع التطورات الاقتصادية وارتفاع الفوائض المالية لدى الشركات والبنوك وصناديق التوفير، ثم توسع استخدام نظرية المحفظة ليشمل البنوك التي تتراكم لديها المدخرات، وتقوم باستثمارها في مختلف الأدوات المتاحة في السوق المالي ومع تطور دور البنوك في الاستثمار تم تأسيس صناديق الأموال في بداية الستينيات من القرن العشرين لتتخصص في الاستثمارات المالية، وقد أفلست البعض منها بسبب سوء في حين نجح القسم الآخر الذي اعتمد على الأساليب العلمية السليمة في إدارة المحفظة وعلى إثر ذلك تكونت شركات الاستثمارات المالية التي تدير الأموال من خلال صناديق أو محافظ بهدف استغلال الأموال أفضل استغلالاً¹.

2- مفهوم المحفظة الاستثمارية: يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية على أن المحفظة عبارة عن تلك التشكيلة، أو التعريف المعينة من عدة أوراق مالية (أسهم و سندات) مختلفة النوع، وتواريخ الاستحقاق، يحتفظ بها المستثمر، ويقوم بإدارتها بهدف تحقيق أهداف معينة². أو أنها أداة مركبة من أدوات الاستثمار، وذلك لأنها تتركب من أصلين أو أكثر يتم استثمار الأموال بها، أو أنها مجموعة ما يملكه المستثمر من أصول و موجودات شريطة أن يكون الهدف منه تنمية القيمة السوقية لها.

وتمتاز المحفظة الاستثمارية باختلاف أصولها من حيث النوع، كما تختلف من حيث الجودة، فمن حيث النوع يمكن أن تحتوي على أصول حقيقية (الأصول التي لها قيمة اقتصادية ملموسة مثل العقارات و الذهب والفضة والمشاريع الاقتصادية)، وعلى أصول مالية مثل الأسهم والسندات، وسندات الخزينة، أما من حيث

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 14

² كمال بن موسى، مرجع سبق ذكره، ص 37

الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد و لكنها منخفضة المخاطر، وأخرى مرتفعة المخاطر كثيرة العوائد¹.

2- أنواع المحافظ الاستثمارية: هناك خمسة أنواع من المحافظ الاستثمارية هي:²

2-1- محفظة الدخل: تبحث عن تحقيق أقصى العوائد سواء كانت من التدفقات الاعتيادية أو من فروقات الأسعار، ولا خلاف حول تركيز الإدارة في هذه المحفظة على أكبر حجم وأسرع وقت لهذا الغرض، غير أن المسألة تختلف حول علاقة العائد بالمخاطرة، وهنا تتباين سلوكيات المدراء ما بين التحوط والمغامرة، ويفترض بهؤلاء عدم الإفراط في الاستثمار في حالات عدم التأكد وإلا تنعكس النتائج السلبية على وظائفهم.

2-2- محفظة النمو: تبحث عن كيفية الحفاظ على وتائر النمو لكل من الأصول والعوائد، وهنا فإن معدلات النمو تكون المعيار الأساس لانتقاء الأدوات وتحريكها في الأسواق المتاحة.

2-3- المحفظة المتخصصة: هي غالبا نادرة أو مؤقتة، لأن التخصص في أداة معينة أو في عدد من الأدوات والذي يميز هذه المحفظة لا يتلاءم عادة مع أهم مبدأ لها وهو التنوع، وتظهر المحفظة المتخصصة لعدة أسباب أهمها:

- تفضيل السيولة في ظروف اقتصادية معينة على الاستثمار في الأوراق المالية أو الموجودات؛
- عدم توفر المعلومات الكافية حول الفرص الاستثمارية المتاحة؛
- قلة الإمكانيات المالية المتاحة لدى المستثمر ؛
- كره المخاطرة والبحث عن الأمان؛
- اعتبار المحفظة مصدرا ثانويا لمعيشة المستثمر وثروته.

2-4- المحفظة المتوازنة: تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها، وهو ما يمكن انجازه من خلال ربط التوازنين القصير الأجل والطويل الأجل، وهذا بالتأكيد يتطلب توافقا دقيقا بين العائد والمخاطرة، وربما يتجاوز حالات الإفراط في التحوط والمخاطرة.

2-5- المحفظة المتنوعة: تعمل إدارة المحفظة الاستثمارية بشكل عام علة تنوع محتويات المحفظة الخاصة بها لتشمل غالبية الأدوات الاستثمارية التي من المتوقع أن تعطي عوائد ايجابية، وذلك في تشكيلات تتسم بالتوازن الديناميك حيث يمكن خلال العمليات الجارية أن تعوض الخسائر المتأتية من بعض الأدوات

¹ ناظم محمد النوري الشمري وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص261

² هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص، ص 227-230

الأرباح التي تتحقق من استثمار أدوات أخرى فيكون التوازن مستمرا ويحافظ المستثمر في محفظته على ربحية مقبولة، وعلى أية حال تهدف المحفظة المتنوعة إلى تحقيق عائد فوق المتوسط السائد في السوق المالية، ولكن دون تجاوز المتوسط العام للمخاطر السائد في هذه السوق.

ثانيا: الأهمية الاقتصادية للمحفظة الاستثمارية

تتجلى أهمية المحفظة الاستثمارية في الوظائف التي تقوم بها لصالح المستثمر و كذا السياسات التي تتبع من أجل تسيير هذه الوحدة الاستثمارية بشكل يحقق للمستثمر وضع، جيد لمواجهة التغيرات الاقتصادية.

1- وظائف المحفظة الاستثمارية: تعمل وظائف محفظة على إنجاز مهمات عديدة أهمها:¹

- تحديد أنواع الأصول المالية وبيان إسهاماتها النسبية في المحفظة، وذلك بناء على مساحات أولية للأسواق المالية والفرص المتاحة؛
- تعزيز قيم موجودات المحفظة الأوراق المالية وذلك من خلال الحفاظ على ربحية هذه الموجودات والعمل على إعداد الخطط الدقيقة لانتقاء البدائل التي تعطي ربحية أكثر؛
- توفير الأمان لمحفظة الأوراق المالية من خلال ربط هادف بين سلوكي التحوط والعقلانية، مع القبول بهامش ضروري للمخاطرة وذلك بالاستناد إلى تنوع الأصل المالية المتمسمة بالكفاءة العالمية والعمل في ظروف تتميز بالشفافية؛
- توفر السيولة النقدية في حدود مقبولة تسمح بمواجهة الظروف المتغيرة في السوق، وإنجاز المتطلبات الأساسية لوظائف الأداة والتداول الحر للأصل المالية؛
- بناء إستراتيجية الاستثمار والتي تختلف عادة من إدارة إلى أخرى أو حسب الظروف التي تجري فيها مواجهة السوق؛

- إقرار السياسة الاستثمارية بما يتناسب مع محتويات المحفظة وظروف السوق والبيئة السائدة.

2- السياسات المتبعة في تسيير المحافظ: تختلف السياسات المتبعة في تسيير المحافظ الاستثمارية طبقا

لأهداف وغايات المحفظة، وتأخذ الأشكال التالية:²

- 1-2- سياسة المخاطر أو الهجوم: تهدف هذه السياسة لكسب الأرباح السريعة العالية وتحمل مخاطر عالية أيضا، ولذلك تكون محتويات المحفظة من الأسهم النامية التي تحقق أرباح عالية، و لكن هذه الأسهم

¹ نفس المرجع، ص، ص 222-224

² غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص، ص 24، 25

تحمل مخاطر عالية بسبب تأثرها الشديد بالمتغيرات الاقتصادية المختلفة، حيث يطلب من مدير المحفظة أن يكون دقيقاً في اتخاذ قراراته خوفاً من الوقوع في الخسائر، ويفضل تطبيق هذه السياسة عندما يكون الاقتصاد في حالة رواج وازدهار، حيث أن الأسهم الخطرة تحقق أرباحاً أعلى، وذلك لأنها سريعة التأثير في التغيرات، فهي تحقق أرباحاً عالية في حالة الرواج، كما تحقق أرباحاً قليلة في حالة الكساد.

2-2- السياسة المتحفظة أو الدفاعية: تقوم على التحوط والحذر، وتهدف لكسب أرباح شبه ثابتة بقليل من المخاطر، ولذلك يعتمد في الدرجة الأولى على الأسهم والسندات المختارة، حيث لا مخاطرة بها وأن معدل الفائدة محدد والعائد ثابت، ويفضل تطبيق هذه السياسة عندما يكون هناك كساد في الاقتصاد.

2-3- السياسة المتوازنة: تجمع أو تشترك بين السياستين الهجومية والدفاعية، وذلك بغرض تحقيق أقصى كفاءة للمحفظة الاستثمارية، حيث تقوم إدارة المحفظة بتقسيم رأس المال إلى قسمين قسم للأوراق المالية ذات الربحية العالية والمخاطرة العالية، والقسم الآخر للأوراق المالية ذات الدخل الثابت والتي لا تتغير بتقلبات السوق، ويمكن أن تكون إدارة هذه المحفظة مرنة بحيث أنه يمكن تقسيم رأس المال ما بين الدفاع و الهجوم، ففي حالة النشاط الاقتصادي والحركة القوية للسوق المالي لا بد من زيادة نصيب رأس المال المخصص للهجوم، في حالة الكساد والركود يتوجب زيادة رأس المال الموجه إلى الأسهم والسندات الدفاعية، ويفضل تطبيق هذه السياسة في حالة عدم وضوح الرؤيا للأوضاع الاقتصادية القادمة.

ثالثاً: كيفية تكوين المحافظ الاستثمارية على أساس السياسات الاستثمارية:

يبدأ تكوين محفظة الأوراق المالية بتقدير المخاطر المالية، أي تقدير ما إذا كان المستثمر سيشتري أسهماً، أو سندات، ثم أي نوع من الأسهم والسندات يقرر المستثمر شراءها، إذ أن الأوراق المالية تتعرض لدرجات مختلفة من المخاطر المالية، ثم إلى أي حد يمكنه توزيع، أو تركيز هذه المخاطر ويتم تكوين المحافظ الاستثمارية عن طريق:¹

- اختيار الأوراق المالية : يكون اختيار نوع الأوراق المالية حسب السياسة التي سوف ينتهجها المستثمر (فإن اتبع) سياسة متحفظة (فإنه يفضل ثبات الدخل و عدم التعرض للخسارة في القيمة السوقية، أما في حالة إتباع سياسة غير متحفظة أي المضاربة، فإنه سيقدر شراء الأوراق المالية التي تحمل درجة كبيرة من المخاطر المالية.

¹ كمال بن موسى، مرجع سبق ذكره، ص، ص40،41

- توزيع المخاطر المالية: إن توزيع المخاطر لا يعني تقليل درجة المخاطر التي تتعرض لها المحفظة، إنما يؤدي فقط إلى تحقيق درجة الثبات في الدخل، أو في القيمة السوقية للأوراق المالية أي تحديد درجة المخاطر المالية.

- مواجهة مخطر سعر الفائدة: أما فيما يخص مواجهة المستثمر لمخاطر سعر الفائدة عند تكوين المحفظة المالية فهي أكثر تعقيدا من المخاطر المالية لأن هذه الأخيرة تكون نفسها بالنسبة لدخل الأوراق المالية، وكذا قيمتها السوقية أما في حالة مخاطر سعر الفائدة فإن السندات طويلة الأجل أكثر استقرارا في الدخل من السندات قصيرة الأجل، وهذا لا يظهر إلا في حالة استهلاك هذه السندات، وإعادة استثمار الحصيلة في السندات مرة أخرى.

رابعاً: الفروق الموجودة بين المحفظة الاستثمارية و صناديق الاستثمار

توجد علاقة وثيقة بين كل من المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار فكلاهما من الأنشطة التي تباشرها الشركات العاملة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية، غير أن هذا لا يمنع من وجود اختلاف بينهما.

الجدول رقم (2-1): الفرق بين المحافظ و الصناديق الاستثمارية

المحافظ	الصناديق
المحفظة لا تحتاج إلى ذلك	الصندوق يرخص من قبل جهة حكومية هي البنك المركزي
المحفظة مملوكة للعميل	يتمتع الصندوق بالشخصية الاعتبارية والذمة المالية المستقلة طبقاً للقوانين التي تنظم عمله
الشركة المدير تمسك حسابات خاصة بكل محفظة على حدة	للصندوق اسم معين
للشركة: مدير للمحفظة	للصندوق: - مدير صندوق - أمين استثمار - مراقب حسابات
المدير يمسك حسابات خاصة بكل محفظة على حدة	للصندوق آلية في الاسترداد منصوص عليها

ويحق للعميل إنهاء المحفظة أو تحويل موجوداتها إليه بالاتفاق مع الشركة المديرة للمحفظة	في نشرة الاكتتاب
- يتم تقييم المحفظة من خلال أسعار الإقبال بالسوق - تتحمل المحفظة رسوم الإدارة ومصاريف التداول	هناك أسس فنية لتقييم الوحدات الاستثمارية، وينشر سعر التقييم في جريدين يوميتين على الأقل
مدة المحفظة تنظمها بنود عقود المحفظة	للسندوق مدة زمنية مرخص بها
للمحفظة رأس مال متغير حسب الاتفاق	- للسندوق رأس مال ثابت أو متغير بحدود معينه حسب نشره الاكتتاب يقسم رأس المال لعدد من وحدات الاستثمار ذات قيمة اسمية

المصدر: عبد الحميد محمود البعلي، إدارة صناديق الاستثمار (الواقع التنظيمي والتخريج الشرعي وضوابطه الفقهية)، ورقة بحثية مقدمة ضمن المؤتمر الأول للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2007/06/05
المطلب الثالث: تقييم صناديق الاستثمار

إن لصناديق الاستثمار مزايا عديدة إلا أنها لا تخلو أيضا من المخاطر.

أولاً: مزايا صناديق الاستثمار

تحقق صناديق الاستثمار مزايا عديدة بالنسبة للاقتصاد أو بالنسبة للمستثمر يمكن إيجازها في ما يلي:

1- السيولة: تدل دراسات كثيرة على أن السيولة تعد أكثر العناصر أهمية بالنسبة بصغار المدخرين ولا ريب أن الاستثمارات المباشرة وكذلك الفرص التي توفرها البنوك التجارية في الحسابات الآجلة هي أقل سيولة من الصناديق الاستثمارية المفتوحة، وفي كثير من الأحيان أقل منها عائداً، ومن جهة أخرى فإن السيولة بالنسب للحجم الصغير من الاستثمار ربما تكون عالية التكاليف حتى عند التوظيف في الأسهم وما شابهها من الأوراق المالية ويعود ذلك للرسوم التي تتضمنها عمليات البيع والشراء من رسوم التسجيل وأجور السمسرة، وبذلك القول أن الصناديق الاستثمارية توفر سيولة عالية بتكاليف متدنية للمستثمرين والتي لا يمكن لهم الحصول عليها من خلال الاستثمار المباشر¹.

¹ شبليّة عائشة، صناديق الاستثمار الإسلامية وحاجة السوق إليها، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8 و9 ديسمبر 2013

2- المرونة و الملائمة: في شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، يحق للمستثمر أن يحول استثماراته من صندوق إلى آخر وذلك في مقابل رسوم ضئيلة، هذه المرونة من شأنها أن تقدم خدمة متميزة لأولئك المستثمرين الذين قد تتغير أهدافهم الاستثمارية عبر الزمن، بل ونضيف أن تلك الشركات تقف مستعدة على الدوام لاسترداد أسهمها إذا ما رغب المستثمر في التخلص منها كلياً أو جزئياً، ويتم ذلك بسعر عادل يتمثل في قيمة الأصل الصافية للسهم، كما يمكن للمستثمر أن يتفق على تصفية استثماراته دفعة واحدة، أو على دفعات شهرية أو ربع سنوية كما يمكنه أن يبقي رأس المال المستثمر ويحسب فقط الدخل المتولد عنه، إضافة إلى أنه يمكنه إعادة استثمار ذلك الدخل¹.

3- تنشيط حركة أسواق المال و انتظامها: تساهم شركات الاستثمار في تنشيط سوق رأس المال عن طريق جذب المستثمرين خاصة صغارهم للاستثمار في الأوراق المالية، وتبدو الحاجة ملحة لمثل هذه الشركات خاصة في الدول النامية، من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين في تلك البلدان، فخاصية التنوع التي تتسم بها صناديق الاستثمار وما يترتب عنها من انخفاض المخاطر من شأنها أن تشجع المستثمرين قبلي الخبرة والمعرفة في أسواق المال، وكذلك محدودي الموارد، لأن يستثمروا مدخراتهم في شراء أسهم شركات الاستثمار التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة بيع أسهمها في تكوين تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال، وهو ما يمكن معه توجيه المدخرات القومية المجمعة لديها إلى استثمارات منتجة تتمثل في المنشآت المصدرة لتلك الأوراق المالية.

وفضلاً عن كونها تساهم في تنشيط السوق فهي أيضاً تضمن انتظامها وذلك بعد تعريضها للتقلبات المفاجئة التي تحدث كثيراً بسبب المضاربات الجامحة على الأوراق المالية، ويرجع ذلك إلى أنها لا تغامر بهذه المضاربات بل تعمل على تكوين حوافزها من الأوراق المالية الجيدة الصادرة من الشركات التي تتبوأ مركزاً مالياً ممتازاً الأمر الذي يساهم في تحقيق التوازن لعمليات سوق الأوراق المالية².

4- الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة: إن تكوين محفظة استثمارية يحتاج إلى خبرة ودراية قد لا تتوفر للمستثمر العادي، وعندما يلجأ المستثمر العادي لصناديق الاستثمار فإنه يتحقق له مزايا الخبرة المهنية مقابل أعباء مالية قليلة³، حيث أن صناديق الاستثمار يتولى إدارتها خبراء يتمتعون بكفاءة عالية و لديهم معرفة كاملة بأحوال السوق، تمكنهم من الانتقاء الجيد للأوراق المالية، والتي يحقق التعامل فيها ربحاً بجانب الربح

¹ منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سبق ذكره، ص45

² صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص803

³ شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص192

الرأسمالي وهذا ما لا يتوافر للمستثمر الفرد الذي يدير أمواله بنفسه، حيث يقع على عاتقه اتخاذ قرار الاستثمار وما يتضمنه ذلك من بناء التشكيلة الملائمة، الاحتفاظ بسجلات كافة المعاملات للأغراض الضريبية، ليس هذا فقط بل عليه كذلك أن يراقب حركة الأسعار في السوق، لعله يكتشف أسهما ضمن المحفظة تباع بسعر أقل من قيمتها الحقيقية فيتخلص منها إضافة إلى ذلك المتابعة المستمرة من جانب المستثمر للمحفظة لتحديد درجة مخاطرها للتأكد من أنها مازالت في حدود المستوى المقبول من وجهة نظره، كل هذه المهام يلقي المستثمر بمسئوليتها على الإدارة المحترفة التي تتولى إدارة صناديق الاستثمار، وبذلك فإن صناديق الاستثمار تناسب المدخرين القادرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم ولكن لا تتوافر لديهم المهارة، الوقت و المعلومات الكافية لإدارة محفظة الأوراق المالية¹.

5- التنوع الكفاء: يعتبر التنوع من أهم مزايا صناديق الاستثمار، ويقصد به توزيع الاستثمارات على عدد كبير من الأصول بهدف تخفيض المخاطرة²، فالمخاطر المنتظمة يتم تخفيضها عن طريق التنوع الدولي، أي الاستثمار في البورصات الدولية المختلفة، أما المخاطر غير المنتظمة فيتم تخفيضها عن طريق التنوع القطاعي للمحفظة أي الاستثمار في عدد مختلف من قطاعات الاقتصاد الوطني³، إذ يقتضي هذا التخفيض للمخاطر اقتناء عدد كبير من الأوراق المالية المتنوعة بحيث تضمن توزيع الادخار على الأسهم من جهة والسندات من جهة ثانية، كما يضمن صدور هذه الأسهم والسندات من عدد كبير نسبيا من المشروعات الاقتصادية ذات الأغراض المختلفة من جهة ثالثة والقائمة في مناطق جغرافية متفرقة من جهة رابعة وهذا التنوع هو الذي يكفل تخفيض مخاطر الاستثمار، حيث يؤدي إلى توزيع مخاطر استثمار المدخرات توزيعا قانونيا، اقتصاديا و جغرافيا هذا الأمر لا يستطيع المستثمر الصغير تحقيقه، إما لنقص الخبرة أو لقلة المبالغ المتاحة لديه والتي يرغب في استثمارها، لذلك فإن صندوق الاستثمار يتضمن أوراق مالية للعديد من المنشآت، فإذا حدثت خسارة في إحدى الأوراق المالية في صندوق الاستثمار يمكن تغطيتها بالمكسب المتحقق من الاستثمار في أوراق مالية أخرى⁴، و يأخذ التنوع أشكالا عديدة منها⁵:

- التنوع بين أنواع مختلفة من الأوراق المالية مثل الأسهم و السندات..؛

¹ نزيه عبد المقصود، مرجع سبق ذكره، ص114

² محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، ط1، 2005، ص245

³ كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، العدد 2005/3، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، ص43

⁴ نزيه عبد المقصود، مرجع سبق ذكره، ص115

⁵ محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص246

- التنوع بين أعداد مختلفة من الأوراق المالية من نفس النوع؛
 - التنوع بين صناعات مختلفة بدلا من تركيز الاستثمار على صناعة معينة؛
 - التنوع الجغرافي و ذلك بشراء عدد من الأوراق المالية في دول مختلفة.
- 6- توافر الإفصاح والشفافية:** في الحقيقة إن المستثمر يستفيد من هذه الميزة قبل وأثناء عملية الاستثمار، فالمشرع ألزم صندوق الاستثمار بأن يضمن نشرة الاكتتاب فيه بيانات عديدة، وهو ما يمثل الإفصاح، وهو متوفر لدى المستثمر قبل أن يقدم على الاستثمار في الصندوق، وفي ذات الوقت إذا ما أخذ المستثمر قرارا بالاستثمار في الصندوق فإن المشرع أيضا ألزم الصندوق وإدارته بتوفير الشفافية للمستثمر أثناء السير في عملية الاستثمار، فيتم تقييم الوثائق أسبوعيا، أو يوميا، والإعلان عن سعر الوثيقة من خلال التقييم لصافي أصول الصندوق، وهو ما يجعل المستثمر على معرفة دائمة ومستمرة على عائد استثماره، وبالتالي يستطيع اتخاذ قراره المناسب بخصوص الاستمرار أو التسييل أو زيادة استثماره في وثائق الصندوق.
- 7- التحوط:** فكرة التحوط تتمثل في الاستثمار بعدد كبير من الأصول المالية المختلفة و المتنوعة في عدة قطاعات، وبذلك فإن أي خسارة في أصل مالي معين يتم تعويضها بالربح في أصل مالي آخر وبذلك تتخفض المخاطر الاستثمارية بشكل كبير على المستثمر الواحد، ويتطلب ذلك عدداً كبيراً من الأموال الذي يقوم الصندوق الاستثماري بجمعها من صغار المستثمرين، ومن الصعب جدا أن يتمكن المستثمر الواحد من إنشاء محفظة استثمارية ذات مخاطر منخفضة بسبب أولا لعدم وجود الخبرة الكافية للمستثمرين الصغار والمعرفة بالسوق و ثانيا عدم وجود رأس مال كاف للقيام بذلك¹.
- 8- رفع مسيرة التنمية للاقتصاد الوطني:** من المتوقع أن تلعب صناديق الاستثمار دورا هاما في تدعيم برامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية في قطاع الأعمال العامة، وذلك من خلال توفير الترويج لأسهم الشركات المطروحة للبيع وتوفير التمويل اللازم للشراء عن طريق تجميع فوائض المدخرات، بالإضافة إلى دور هذه الصناديق في تدعيم التقييم السليم للأوراق المالية وتحسين شروط البيع لصالح الاقتصاد الوطني، فزيادة عدد صناديق الاستثمار وانتشارها في مختلف فروع البنوك وشركات الاستثمار وشمول نشاطها مختلف القطاعات الاقتصادية له انعكاسات إيجابية على الاقتصاد الوطني، فهي تعتبر أداة لتحريك الاستثمارات

¹ عبد الفتاح صقر، الصناديق الاستثمارية: قراءة في التجربة الأردنية، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الثاني لسوق رأس المال

القطري، رام الله، فلسطين، يوم 2008/10/27، ص152

الجامدة، كما أنها تساهم بالعملية المحلية في تنمية السوق المالية المحلية وتفعيل دورها لخدمة قطاعات الاقتصاد¹.

وهناك العديد من الخدمات الخاصة التي تقدمها صناديق الاستثمار لعملائها، وخاصة الصناديق المفتوحة التي تبذل جهدا كبيرا ما بين تقديم عروض الأسهم والخدمات الخاصة التي يفترض أن تكون ملائمة واقتصادية لجمهور المستثمرين، ومن أهم هذه الخدمات:²

- أن يكون هناك خصم من الوعاء الضريبي على هذه المدخرات والأسهم التي يتم استثمارها في الصندوق ذي النهاية المفتوحة؛

- وضع أولويات للمجموعات وتقديم نظام الدفع بالتقسيط للمشتريين قد يصل إلى عام أو عامين؛

- تخفيض أعباء الرسوم والمصروفات على قطاع المستثمر الصغير الذي يشتري بالتقسيط؛

- تقديم أنواع ائتمان متنوعة منها الائتمان بضمان الأوراق المالية؛

- إنشاء وكالة للخدمات يضمنها الصندوق.

ثانيا: مخاطر صناديق الاستثمار

رغم تعدد مزايا صناديق الاستثمار إلا أن الاستثمار فيها لا يخلو من المخاطر التي نذكر منها:

1- المخاطر المباشرة: يمكن تلخيص أهم المخاطر المباشرة التي يتعرض لها الاستثمار في الصندوق في ما يلي:

1-1 مخاطر السيولة: هناك عيب يرتبط بشركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، وهي ضرورة توفر مستوى ملائم من السيولة على الدوام، بما يمكن من دفع قيمة استرداد أسهمها في أي لحظة يطلب فيها المستثمر ذلك، حيث 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 التكاليف³.

1-2 المخاطر التشغيلية: يمكن أن يؤدي الحجم غير المناسب للصندوق إلى زيادة التكاليف ومن ثم انخفاض الكفاءة من أداء الصندوق لعمله، ويمكن أن ترتفع التكاليف عندما يزيد حجم الصندوق عن حد

¹ شريط صلاح الدين، تقييم أداء صناديق الاستثمار وفقا للمؤشرات المركبة " ترينور "وتطبيقها على مصر للفترة 2005-2011، مرجع سبق ذكره، ص90

² منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، مرجع سبق ذكره، ص58

³ منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سبق ذكره، ص46

معين والذي ينخفض فيه متوسط التكاليف، بحيث يصعب إدارة الصندوق مع الحجم الكبير الذي يتعدى الحجم المعين (الحجم الأمثل)، وترتفع بذلك تكاليف إدارته أو يقل عائده¹.

1-3- مخاطر متعلقة بالصندوق: وهي المرتبطة بشكل كبير بمدى خبرة ومعرفة مدير الاستثمار في اختيار الفرص الاستثمارية الجيدة، والتي تؤدي بدورها إلى تحقيق العائد المتوقع².

1-4- مخاطر إساءة تسعير وحدات الصندوق: وذلك من خلال تقييم وحدات الصندوق بأكثر من قيمتها الحقيقية و عدم أخذ في الاعتبار محاسيب الانخفاض الذي تحقق في قيم الأموال، وقد سبق أن حدث ذلك بالفعل في الولايات المتحدة الأمريكية عندما اكتشفت هيئة الأوراق المالية أن أحد الصناديق لم يأخذ في اعتباره الانخفاض الذي طرأ في أموال المستثمرين وعدم اتخاذه الإجراءات الرقابية اللازمة لاكتشاف ذلك الخطأ لتصحيح الخلل في المركز المالي³.

2- المخاطر غير المباشرة: والتي تنشأ عن عوامل خارجية، و نذكر منها:

2-1- مخاطر ارتفاع التكاليف: إذا كان لشركات الاستثمار مزايا عديدة، فهي أيضا تعاني من عيب جوهري يجعلها أداة استثمارية غير ملائمة لأولئك الذين يخططون لاستثمار أموالهم لفترة قصيرة، ويقصد بذلك ارتفاع التكاليف التي يتكبدها المستثمر⁴.

2-2- مخاطر التضخم: تجدر الإشارة بأن كل الاستثمارات معرضة إلى هذه المخاطرة وهي انكماش القوة الشرائية نتيجة لارتفاع الأسعار إذ أن ارتفاع معدل التضخم عن صفر يعني أن قيمة العملة في المستقبل سوف تكون أقل من قيمتها اليوم⁵، ونظرا لأن العائد في صناديق الاستثمار يتحقق في المستقبل فإن القيمة الزمنية للنقود تتغير لصالح الحاضر، لذلك على المستثمر تحديد العائد الذي يمكنه من حماية أمواله إزاء مخاطر التضخم فضلا عن تحقيق أرباح مناسبة، وتعد الأدوات المالية الممثلة لأدوات الدين أكثر تعرضا لتأثير التضخم⁶.

¹ فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص 160

² منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، مرجع سبق ذكره، ص 84

³ نفس المرجع، ص 126

⁴ منير هندي إبراهيم، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سبق ذكره، ص 46

⁵ البورصة المصرية، صناديق الاستثمار، على الموقع:

http://www.egx.com.eg/getdoc/0fbc90b9-068d-4f84-a420-2bd4c61df955/Funds_ar.aspx 27/11/2016 21:39

⁶ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 189

2-3- مخاطر السوق¹: تتمثل في:

أ - الأسهم: توجد أسباب كثيرة تؤثر على ارتفاع وانخفاض أسعار الأسهم في السوق مثل: النمو الفعلي للشركات أو تنبؤات بالنمو لقطاعات أو صناعات معينة تغير في المناخ الاقتصادي أو تغير في نظرة المستثمر نحو السوق (من تشاؤم إلى تفاؤل).

ب - السندات: تتأثر أسعار السندات في السوق بالتغيرات في أسعار الفائدة حيث أنه من المتعارف عليه أن ترتفع أسعار السندات عندما تنخفض أسعار الفائدة السارية في السوق وتنخفض أسعار السندات عندما ترتفع أسعار الفائدة السارية في السوق.

2-4- مخاطر تغير معدل الفائدة: يعد ارتفاع معدلات الفوائد القصيرة و الطويلة الأجل من ألد أعداء الاستثمار في الأسهم و السندات²، حيث إن انخفاض قيمة السندات والتي عادة ما ترافق ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى تحول جزء من رأس المال المستثمر من سوق الأسهم إلى سوق السندات وهذا ما يؤثر على قدرة الشركات على النمو وزيادة الأرباح الأمر الذي ينعكس سلباً على العائد الذي يحصل عليه المستثمر في صناديق الاستثمار و التي تستثمر أموالها في هذه الشركات³.

المبحث الثالث: أساليب إدارة صناديق الاستثمار

إن إدارة صناديق الاستثمار عملية مكلفة وهذا ما يجعل حجم الأموال المتاحة للصندوق من العوامل الحاسمة لقيامها ونجاحها، فشركات الإدارة أو مدير الاستثمار عبارة عن شركات مستقلة ذات شخصية معنوية تقوم بإدارة محفظة الأوراق المالية لصندوق الاستثمار ويصدر الصندوق مقابل الأموال التي يقوم بتجميعها من المدخرين وثائق استثمار.

¹ البورصة المصرية، صناديق الاستثمار، مرجع سبق ذكره

² محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص50

³ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر و التوزيع، الأردن، 2008، ص 80

المطلب الأول: عمليات إدارة صناديق الاستثمار

تتمثل العمليات التي تقوم بها صناديق الاستثمار في:¹

1- التسعير: يقصد بالتسعير إعلان سعر الوحدات الاستثمارية في الصندوق وتحدد الصناديق الاستثمارية في نظام تأسيسها ما إذا كانت مفتوحة أو مغلقة فإذا كانت مغلقة لا يقوم المدير بإعلان سعر الوحدات إلا في آخر يوم من عمر الصندوق وهذا لا يعني أن تلك الوحدات ليس لها سعر خلال هذه المدة إذ يمكن التعرف على قيمتها من خلال تبادلها في الأسواق المنظمة كالبورصات أو من خلال تبادلها بطريقة البيع المباشر بين المستثمرين أما إذا كان الصندوق مفتوحاً فإن المدير يحدد يوماً معيناً من كل أسبوع أو من كل شهر يسمى بيوم 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 التسعير الذي يعتمده المدير على تقييمه للأصول المملوكة في الصندوق.

2- الرسوم على المشتركين: تفرض الصناديق الاستثمارية أحياناً رسوماً على المشتركين لتغطية جزء من تكاليفها و لاسيما تلك المتعلقة بعمليات توظيف الأموال و تتبنى بعض الصناديق المفتوحة التي تتداول وحداتها في الأسواق وتظهر هذه (Load – Funds) المنظمة طريقة فرض الرسوم ابتداءً عند الاشتراك وتسمى الرسوم على صفة زيادة في القيمة الصافية للأصول عند الشراء ولكن يحصل عليها السوق بينما تتبنى صناديق أخرى طريقة فرض الرسوم عند الخروج من الصندوق و تربط بعض الصناديق هذه الرسوم بمدة بقاء المستثمر في الصندوق بحيث تتناقص تلك الرسوم بقدر ما تطول هذه المدة أما إذا كان مصدر الصندوق يقوم بنفسه بتسويقه فلا يفرض في العادة رسوماً على الدخول أو الخروج وتسمى هذه الصناديق (No- Load – Funds)، وفي الصناديق المغلقة التي يجري تداول وحداتها في الأسواق المنظمة ربما احتاج المستثمر إلى دفع رسوم للسماح في السوق.

3- الاسترداد: يقوم عمل صناديق الاستثمار 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 و الظروف والبيئة الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق،

¹ محمد علي القري، صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة في ندوة التطبيقات الاقتصادية الإسلامية المصرفية، المغرب، أيام

ويفترض أن جزءا كبيرا من عمليات الاسترداد في يوم التسعير سيتم تغطيته من الأموال الجديدة التي يقدمها الراغبون في الدخول إليه.

وفي كثير من الأحيان يحرص المدير على توزيع مدد الاستثمار بطريقة تتحقق معها قدر من السيولة في كل يوم تسعير دون الحاجة إلى تعطيل الأموال خلال مدة الصندوق حتى لو كانت قصيرة لأسبوع أو نحوه و مع ذلك فإن المدير يواجه أحيانا حجما من الاسترداد يزيد عن السيولة الموجودة في الصندوق وعن حجم الأموال الجديدة المستثمرة فيه و لذلك تحرص كثير من صناديق الاستثمار على النص في نظامها الأساسي على علاج هذه الحالة بطرق منها أنها لا تلتزم في حالة عدم توفر السيولة برد كل المبلغ المستثمر بل جزءا منه فحسب لمن يتقدم للطلب أولا و تطلب من الآخرين الانتظار، وأحيانا يتفق الصندوق مع إحدى المؤسسات الكبيرة التي تقدم له مقابل رسوم محددة و التزاما بتوفير السيولة عند الحاجة إليها أو الالتزام بشراء الوحدات التي لا يستطيع الصندوق استردادها لعدم توفر السيولة له¹.

4- رسوم الإدارة: يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته تصمم طريقة احتساب رسوم المدير، بحيث تولد الحوافز لديه على تحقيق النمو للصندوق بما يفيد جميع المشاركين و لذلك يعتمد حسابها على ما يسمى بالقيمة الصافية لأصول الصندوق، يقوم المدير عندئذ بحساب هذه القيمة الصافية بصفة دورية وفي حالة الصناديق المفتوحة يقوم بذلك في يوم التسعير و يقطع أجره بالنسبة المتفق عليها، تتراوح أجور الإدارة غالبا ما بين 1% إلى 5% من القيمة الصافية فتزيد أجور المدير كلما كبر حجم أصوله.

5- الاحتياطات: تحتفظ الصناديق عادة باحتياطات تقترضها من الأرباح الغرض منها تحقيق الاستقرار فيما يدفعه الصندوق من أرباح للمشاركين فيه وتعويض الخسائر التي قد تحصل في بعض الأوقات، وتستمر هذه الاحتياطات في التراكم في الصندوق وتعد جزءا من الأموال فيه بحيث يستحقها أولئك الذين كانوا يملكون وحداته عند انتهاء مدته إن كان له مدة².

¹ شبلية عائشة، مرجع سبق ذكره

² محمد علي القرني، مرجع سبق ذكره، ص 20

المطلب الثاني: أسس إدارة صناديق الاستثمار

إن إدارة صناديق الاستثمار عملية مكلفة، وهذا ما يجعل حجم الأموال المتاحة للصندوق من العوامل الحاسمة لقيامه ونجاحه، حيث أن عملية إدارة هذه الصناديق تختلف من إدارة مدير شركة الاستثمار إلى أخرى، وفقا للسياسة الاستثمارية التي تضعها الشركة.

أولاً: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار

يعد التعرف على الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار أمراً هاماً عند تناول موضوع إدارة صناديق الاستثمار وذلك لمعرفة الوظائف الرئيسية التي تمارس داخل هذا الصندوق، كما أن الهيكل التنظيمي يختلف حسب تغير أغراض الصندوق، كذلك تبعاً لحجم استثماراته ثم وفقت لشروط عقد تكوينه، و بصفة عامة يمكن تمييز الوظائف التالية:

1- مدير الصندوق: يتولى إدارة الصندوق في العادة شركة استثمارية متخصصة، ويمكن للمدير أن تستند إدارته إلى شركة استثمارية أخرى متخصصة في إدارة صناديق الاستثمار، ويتقاضى مدير الصندوق مقابل إدارته عمولة أو أتعاب يحددها عادة النظام الداخلي للصندوق في صورة (نسبة مئوية معينة) من القيمة البيعية أو العادلة لصافي أصول الصندوق¹.

2- أمين الاستثمار: هو أيضاً مؤسسة مالية يتم اختيارها من بين المؤسسات ذات السمعة الجيدة و المركز المالي المتين، ويتولى أمين الاستثمار مهام الإشراف على الصندوق ومراقبة أعمال المدير، لذا يعتبر بمثابة الوكيل عن حملة شهادات الاستثمار، ويتقاضى هو الآخر عمولة تحدد في صورة نسبة مئوية من القيمة البيعية أو العادلة لصافي أصول الصندوق².

3- 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 لمركزي، أي أن مهمته هي إيجاد السوق الأولى لشهادات الاستثمار، وقد تتجاوز مهمة الوكيل ذلك بضمان تصريف جميع أو بعض الكميات المقرر إصدارها، أو يقوم بشرائها ثم بيعها على المكتتبين، وفي هذه الحالة يخرج عن كونه مجرد وكيل إلى كونه كفيل³.

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، مرجع سبق ذكره، ص 93

² محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحفظة الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص، ص 244، 245

³ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 87

4- الهيئة الاستثمارية: وتضم مجموعة من الخبراء المختصين في الاستثمار والتحليل المالي، يعينهم مدير الصندوق بقصد تقديم النصح والمشورة له في إدارة الصندوق، وتوجيه استثماراته للمجالات المناسبة، و يمكن أن تكون هذه الهيئة من أفراد أو من هيئات متخصصة¹.

ثانيا: الجوانب الرئيسية لعملية إدارة صناديق الاستثمار²

تأخذ المصارف بعين الاعتبار عند إدارة الصناديق، عددا من العوامل التي تساعد على اجتذاب العملاء، فمن المهم الوصول إلى شرائح العملاء الذين لم يحصلوا على خدمة صناديق الاستثمار وتشجيعهم على الاستثمار فيها لزيادة الحصة السوقية، فتقوم إدارة الصندوق بدراسة السوق بهدف معرفة عدد العملاء الذين يحصلون على الخدمة حاليا، والعملاء المستهدفين لهذه الخدمة لمعرفة مدى الفجوة ومحاولة، جذب أولئك العملاء التي لم تصلهم الخدمة بعد، ويستطيع المصرف الاستفادة من بعض المزايا التي يتمتع بها مثل سمعته الحسنة في السوق، والاعتماد على عنصر الثقة لجذب أكبر شريحة ممكنة من العملاء، كما يعمل على تحقيق المزايا الناجمة عن وفورات العمليات الكبيرة والاستفادة منها، والوصول إلى عملاء المصرف الكبار وإقناعهم بضمهم إلى قاعدة عملاء الصندوق، هذا إضافة إلى التركيز على إستراتيجية مصرفية أساسها المدخل الاستشاري في تقديم الخدمات للعملاء، والتركيز على استخدام التكنولوجيا الحديثة المناسبة (كالبريد الإلكتروني والاتصالات الخلوية) لتقديم الخدمات للعملاء بكفاية.

هذا وتمارس صناديق الاستثمار عملياتها الاستثمارية وفقا للسياسات الاستثمارية المعتمدة والتي تتمثل

في الآتي:

1- السياسة الاستثمارية الهجومية: تتضمن هذه السياسة استثمار أموال الصندوق في الموجودات ذات المخاطر العالية، للحصول على أرباح مرتفعة، وغالبا ما يتم الاستثمار في إطار هذه السياسة في الأسهم العادية، إذ يتم شراء الأسهم في فترات الركود والانكماش عندما تنخفض أسعارها من أجل بيعها عندما ترتفع أسعارها في أوقات الرواج والانتعاش، لتحقيق الأرباح، وبالتالي فإن السياسات الهجومية تتضمن درجة مخاطرة أكبر بهدف الحصول على أرباح أعلى.

2- السياسة الاستثمارية المتحفظة أو الدفاعية: تهدف هذه السياسة إلى الحصول على دخل ثابت ومستقر دون التعرض لمخاطر عالية، تتميز الصناديق التي تتبع هذه السياسة بدرجة أمان عالية، وعلى الأغلب فإن

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، مرجع سبق ذكره، ص 93

² منير الحكيم، صناديق الاستثمار: عمليات، أسس إدارتها، مخاطرها، وقياس أدائها والعوامل المؤثرة على أدائها، الجزء الثاني، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، مح 19، ع 1، 2011، ص 49

محفظة هذه الصناديق تتكون من الأسهم الممتازة والسندات الحكومية المضمونة الطويلة الأجل، والسندات التي تصدرها مؤسسات ناجحة، ومستقرة، وراسخة النشاط في السوق.

3- السياسات الاستثمارية المتوازنة: تحقق هذه السياسة قدرا مقبولا من التوازن بين الأمان، وتحقيق الأرباح، وغالبا ما تتكون محفظة الصناديق وفقا لهذه السياسة من أسهم عادية، واسهم ممتازة، أوراق مالية قصيرة الأجل، وسندات قصيرة ومتوسطة الأجل.

المطلب الثالث: تقييم أداء صناديق الاستثمار

هناك أسلوبين لتقييم أداء صناديق الاستثمار هما الأسلوب البسيط الذي يناسب المستثمر العادي، والأسلوب المزدوج الذي يناسب المستثمر ذو المعرفة الواسعة بشؤون الاستثمار، فبالرغم من المزايا التي يمكن أن يحققها المستثمر من هذين المدخلين إلا أنه عليه أن يأخذ في الحسبان جوانب أخرى للأداء.

أولاً: الأسلوب البسيط

هو الأسلوب الذي يعتمد على احتساب معدل العائد على الأموال المستثمرة أساسا لتحديد كفاءة أداء شركة الاستثمار، والذي يعتمد على المعلومات المنشورة من قيمة الأصل الصافية للسهم، وكذلك الأرباح الإيرادية و الرأسمالية الموزعة.

ويحسب بالعلاقة التالية:¹

$$R = \frac{R_r + R_i + (P_1 - P_0)}{P_0}$$

حيث:

R : معدل العائد على الاستثمار

R_r : الأرباح الإيرادية الموزعة

R_i : الأرباح الرأسمالية الموزعة

P_1 : قيمة الأصل في نهاية المدة

P_0 : قيمة الأصل في بداية المدة

واستنادا إلى البيانات المالية المنشورة عن الشركة تقوم باستخراج معدل الفائدة على الاستثمار، بعد معرفة قيمة الأصل الصافية للسهم، إضافة إلى الأرباح الإيرادية والرأسمالية الموزعة دون الأخذ بعين الاعتبار البيانات الخاصة بدرجة المخاطر والأمان لهذه الاستثمارات.

¹ منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين، مرجع سبق ذكره، ص 69

ثانياً: الأسلوب المزدوج:

يعاب على الأسلوب البسيط في تقييم صناديق الاستثمار، تركيزه على العائد دون أن يأخذ بعين الاعتبار المخاطر في الحساب، فقد يحقق صندوق ما عائداً أكبر من العائد الذي يحققه صندوق آخر، غير أن الزيادة في العائد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قد ينطوي عليها الاستثمار فيه مقارنة بالصندوق الثاني، ولتجنب ذلك فقد اقترحت بدائل لقياس مستوى أداء صناديق الاستثمار، تأخذ في الحساب كل من العائد والمخاطرة، لذا فقد أطلق عليها الأساليب المزدوجة¹، ومن أبرزها مقياس شارب و مقياس ترينور.

1- مقياس شارب: قدم ويليام شارب مقياس Sharpe's Index سنة 1966، وهو مخصص لقياس إدارة المحافظ الاستثمارية ويمكن استعماله خلال فترات طويلة وليس كما في الأسلوب البسيط، حيث أنه يمثل نسبة المكافأة ويقصد بالمكافأة الفرق ما بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطرة، منسوبة هذه المكافأة إلى التقلب لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية، وهو عبارة عن الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية²، ويقاس أداء المحفظة الاستثمارية كما يلي³:

$$\text{Sharpe measure} = \frac{E(R_i) - R_f}{\delta}$$

حيث:

Sharpe measure: أداء المحفظة الاستثمارية

$E(R_i)$: عائد المحفظة الاستثمارية

R_f : معدل عائد الاستثمار الخالي من المخاطر

δ : الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة (مخاطرة المحفظة)

فكلما كانت قيمة M وهو أداء المحفظة، قيمة مرتفعة كان أداء المحفظة الاستثمارية مرتفعاً، وبالتالي

يمكن القول أن مقياس شارب يقوم على النقاط التالية⁴:

-معدل العائد خالي الخطر؛

-متوسط معدل العائد على الاستثمار؛

¹ عبد الغفار حنفى، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص169

² غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص227

³ مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص283

⁴ شقيري نوري و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص197

- المخاطر الكلية للصندوق مقاسة بدلالة الانحراف المعياري.

أخيرا تجدر الإشارة أن أسلوب شارب لا يمكن استخدامه في المقارنة بين تلك الصناديق ذات الأهداف المتشابهة، وتخضع لقيود متماثلة، كذلك فهو يعتمد على الانحراف المعياري لقياس المخاطر بحيث يرى البعض أن الصناديق أساسا تقوم على فكرة التنويع، وإذا ما توافر التنويع الجيد فإن ذلك من شأنه القضاء على المخاطر الخاصة وتبقى فقط المخاطر العامة والتي تقاس من خلال معمل بيتا وليس بالانحراف المعياري¹.

2- مقياس ترينور: يقوم مقياس ترينور على فكرة أن المستثمر العادي يمكنه من خلال التنويع الساذج أو البسيط أن يتخلص كليا من المخاطر الخاصة أو غير المنتظمة²، حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها بشكل جيد وبالتالي فلقد تم القضاء على المخاطر غير المنتظمة وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا β كمقياس لمخاطر المحفظة³، ويمكن صياغة معادلة النموذج على النحو التالي:⁴

$$T_n = \frac{E(R_i) - R_f}{\beta}$$

حيث:

T_n : أداء المحفظة الاستثمارية

$E(R_i)$: عائد المحفظة الاستثمارية

R_f : معدل عائد الاستثمار الخالي من المخاطر

β : هي المخاطر المنتظمة للمحفظة و هي بيتا المحفظة المرجحة.

و يساوي معمل بيتا للورقة المالية⁵:

$$\beta = \frac{\text{covariance}(r_i, r_m)}{\text{variance}_m} = \frac{\rho_{im} \sigma_i \sigma_m}{\sigma_m^2}$$

بحيث:

¹ محمد صالح الحناوي و آخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص288

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص420

³ محمد صالح الحناوي و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص284

⁴ مروان شموط، كنجو عيود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص186

⁵ رياض دهال، الأدوات المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 15، مارس 2003، ص13

$covariance(r_i, r_m)$: التباين المشترك بين معدل العائد على السهم i ومعدل العائد على محفظة السوق m .
 $variance_m$: التباين في معدل العائد على محفظة السوق.
 p_{im} : معدل الارتباط بين السهم i ومحفظة السوق m .
 σ_i : الانحراف المعياري للعائد على السهم i .
 σ_m : الانحراف المعياري للعائد على محفظة السوق m .

هذا ويعتبر مقياس ترينور أكثر دقة من مقياس شارب لاعتماده بالدرجة الأولى على خصائص كل ورقة مالية ومعامل بيتا لكل ورقة مع إيجاد معمل بيتا المرجح للمحفظة.

3- نموذج جنسن: اقترح جنسن نموذجاً في عام 1968 لقياس أداء المحافظ الاستثمارية عرفوه بمعامل ألفا، حيث ويقوم هذا النموذج على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد عمى الاستثمار الخالي من المخاطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي، أما المقدار الثاني فيتمثل في حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، ويسمى علاوة مخاطر السوق، فإذا كانت ألفا موجبة هذا يعني أن الأداء جيد، وإذا كانت سالبة هذا يعني أن الأداء منخفض، أما إذا كانت ألفا صفر فهذا يعني عائد التوازن، حيث لا يختلف في الواقع عائد المحفظة عن عائد السوق¹، ويُعبر عن هذا النموذج بالمعادلة التالية:²

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

حيث أن:

R_p : عائد الصندوق

R_f : معدل عائد الاستثمار الخالي من المخاطر

R_m : عائد السوق

ثالثاً: جوانب أخرى لقياس الأداء

هناك جوانب آخر لقياس الأداء يمكن إيجازها فيما يلي:³

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 323

² إلياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحفظة المالية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4 العدد 7/2011 ص 322

³ منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سبق ذكره، ص 77

- 1- **المحافظة على مستوى المخاطر:** هو يبين مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطرة التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق، وذلك بالمقارنة مع مستوى المخاطرة المحدد في الهدف من إنشائه.
- 2- **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 بمكان ضرورة الاطمئنان على أن تشكيلة الأوراق المالية التي يتضمنها الصندوق هي على مستوى عال من التنوع.
- 3- **قياس متوسط معدل العائد:** أي مد ملائمة معدل العائد على الاستثمار الذي يتولد من الصندوق، ويتم ذلك بمقارنته مع متوسط العائد لأحد المؤشرات المناسبة.
- 4- **قياس التكاليف:** هناك نوعان من التكاليف يصاحبان صناديق الاستثمار، التكاليف المباشرة ويقصد بها أتعاب الإدارة والمصاريف الإدارية، عادة ما تكون منشورة، أما التكاليف الغير مباشرة فتتقسم بدورها إلى تكاليف يمكن قياسها وأخرى يصعب قياسها، ويقصد بالأولى عمولة السمسرة وعادة ما تتوفر عنها بيانات منشورة، أما الثانية فهي هامش ربح بيع و شراء السهم¹.

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قريصاص، أسواق المال وتمويل المشروعات، مرجع سبق ذكره، ص176

خلاصة

تشكل صناديق الاستثمار أهمية كبيرة للأفراد والمؤسسات المالية، باعتبارها أداة لتجميع المدخرات واستثمارها نيابة عن المستثمرين الذين يصعب عليهم توجيه مدخراتهم للاستثمار المباشر في الأوراق المالية المتداولة، وذلك من خلال خبراء لديهم القدرة على الإمكانية على إدارة هذه الاستثمارات والتي تعد على كلا الطرفين بعائد معتبر وبأقل مخاطرة.

إضافة إلى أن تعدد مزايا صناديق الاستثمار أدى إلى تزايد الإقبال عليها من طرف المدخرين لأجل استثمار أموالهم، وهذا ما زاد في نموها، وساعد أيضا على تنوع هذه الصناديق في جذب المستثمرين، لما تحققه من رغبات وحاجات كل مستثمر، ويختلف الهيكل التنظيمي لكل صندوق حسب تغير أغراضه وحجم استثماراته وعقد تكوينه، ويخضع أداء الصندوق لتقييم دائم ومستمر وفق أساليب كمية ونوعية محددة.

الفصل الثالث: واقع دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي و البحريني

المبحث الأول: دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية من 2000-2015

المبحث الثاني: دور صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية من 2000-2015

المبحث الثالث: تقييم دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية لكل من السعودية و البحرين

تمهيد

يلعب سوق الأوراق المالية دورا هاما في عمليات تمويل التنمية الاقتصادية، من خلال الآليات الواسعة والمتنوعة التي تساهم في حشد المدخرات في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد، مثل صناديق الاستثمار التي تعد من أفضل الوسائل الاستثمارية بالنسبة لصغار المستثمرين، وذلك بفضل الإدارة المحترفة وكفاءة مدراءها، كما لها أهمية كبيرة في استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية لتحسين أداء السوق. لذا سيتم في هذا الفصل دراسة تجارب بعض الدول العربية، وتم اختيار كلا من السعودية باعتبارها تجربة رائدة في مجال صناعة صناديق الاستثمار، حيث تعتبر من اكبر الدول العربية من حيث عدد الصناديق وأصولها، كما تم اختيار تجربة البحرين نظرا لأنها تتمتع بخصوصيات تميزها عن باقي التجارب لتوفرها على العديد من الأدوات المالية، بالإضافة إلى وجود مؤسسات وهيئات مالية تقدم دعما لهذه الصناديق.

فمن خلال هذا الفصل سيتم تناول:

- المبحث الأول: دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية من 2000-2015
- المبحث الثاني: دور صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية من 2000-2015
- المبحث الثالث: تقييم دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية لكل من السعودية والبحرين

المبحث الأول: دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية من 2000- 2015

تعد أسواق الأوراق المالية أسواقاً ناشئة مقارنة بالإمكانيات المتاحة لها، يعتبر السوق المالي السعودي الذي تعرف باسم " تداول" من أكبر الأسواق المالية على مستوى الدول العربية، كما أنه يحتل مراتب متقدمة في تصنيفها بين الأسواق الناشئة.

المطلب الأول: نشأة و تطور سوق الأوراق المالية السعودية

يعتبر سوق الأسهم السعودي أكبر الأسواق المالية العربية من حيث حجم قيمة التداول وعدد الشركات المدرجة وقد مر منذ إنشائه بعدة مراحل.

أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية السعودية

يعتبر نظام الشركات الصادر سنة 1965 المصدر المنظم لإصدار الأوراق المالية وفي سنة 1983، تم تنظيم السوق الثانوية والتي كان بموجبها يتم تداول أسهم الشركات عن طريق المصارف التجارية ولقد شهد سوق الأسهم السعودي تطوراً كبيراً¹، وقد مر بعدة مراحل وهي:²

المرحلة الأولى: بعد تأسيس أول شركة بالمملكة في منتصف الثلاثينات توالى فيما بعد إنشاء شركات مساهمة أخرى حتى وصلت إلى 14 شركة عام 1975 برأسمال بلغ 1.7 مليون ريال وقد أدى النمو الاقتصادي السريع في السبعينيات إلى تأسيس عدد ضخم من المصارف الشركات المساهمة، وتم طرح عدد كبير من الأسهم على الجمهور في هذه الفترة، وكان معظم تداول الأسهم في تلك الفترة، يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع المشتري أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة، لكن ومع زيادة موارد الدولة ازدهرت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى إلى زيادة كبيرة في عدد مكاتب الوساطة، وقد شهدت بداية الثمانينات ارتفاع حجم التداول وبلغت أسعار الأسهم مستويات عالية.

المرحلة الثانية: بقيت السوق السعودية غير رسمية حتى أوائل الثمانينات، عندما ارتأت الحكومة النظر في إيجاد سوق منظم للتداول وإيجاد الأنظمة اللازمة لذلك، إذ تم سنة 1984 صدور الأمر السامي والقاضي بتنظيم تداول الأسهم للشركات المساهمة عن طريق المصارف المحلية، وذلك بتشكيل لجنة وزارية للإشراف

¹ صالح مفتاح، فريدة معارفي، مرجع سبق ذكره، ص 187

² السوق المالية السعودية، نبذة حول تداول على الموقع: <https://www.tadawul.com.sa/20/04/2017> 10:18

على هذا السوق، وقد كانت مؤسسة النقد العربي السعودي هي الجهة الحكومية المعنية بتنظيم ومراقبة السوق، حيث أوكلت لإدارة الرقابة هذه المؤسسة، مهمة الإشراف والمتابعة اليومية على نشاط السوق والتأكد من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول، وقد تم حصر الوساطة لتداول الأسهم عن طريق المصارف التجارية وشركة الراجحي المصرفية، بهدف تحسين الإطار التنظيمي للتداول، ثم تم تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم عن طريق المصارف التجارية، ومع بداية سنة 1990 بدأت السوق السعودية بالتطور بشكل أفضل حيث تم تطبيق نظام ESIS ما يعرف بالنظام الآلي لمعلومات الأسهم، وهو نظام إلكتروني يختص بالتداول والقيام بعمليات المقاصة والتسوية، واستمر العمل به حتى أواخر سنة 2001 حيث بدأ العمل بنظام تداول جديد سمي باسم "تداول"، فقد تم استبدال الأنظمة الإلكترونية القديمة بأخرى أحدث منها وأكبر في قدرتها الاستيعابية، وتم العمل بها لأول مرة في الأسواق المالية العربية.

المرحلة الثالثة: انتقلت السوق المالية السعودية إلى مرحلة جديدة، وذلك عندما صدر نظام السوق المالية وفقا للمرسوم الملكي رقم 2003 (م/30) بتاريخ 2003/07/31، والذي يقضي بإعادة هيكلة السوق المالية من الناحية التنظيمية والإشرافية، حيث تم إنشاء هيئة السوق المالية وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتتمتع الهيئة بالشخصية الاعتبارية والاستقلالية المالية والإدارية، تهدف إلى تنظيم وتطوير السوق المالية وتقوم بوضع وفرض اللوائح والقواعد التي تهدف إلى حماية المستثمرين، وضمان الكفاءة والعدالة في سوق الأوراق المالية.

وفي عام 2015 اعتمدت تداول نظام آلي جديد للتداول هو (NASDAQ'S X-Stream INET) ، والذي يعد أحد أفضل منصات التداول العالمية، حيث يتم تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق من خلال ربط أوامر البيع بالشراء حسب الأولوية السعرية والترتيب الزمني للأوامر عن طريق صفقات يتم إبرامها بين الوسطاء لصالحهم أو لصالح عملائهم، ويتم تسجيل التداول النهائي والمقاصة النظامية في وقت واحد على أنظمة التداول وأنظمة الإيداع والتسوية¹.

ثانيا: التطور الحاصل في سوق الأوراق المالية السعودي للفترة 2000-2015

يعد سوق الأسهم السعودي من أكبر الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية وقيمة التداول في الشركات المدرجة ضمنها، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

¹ <https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center/about/Capital-Market-Overvie27/04/201721:17>

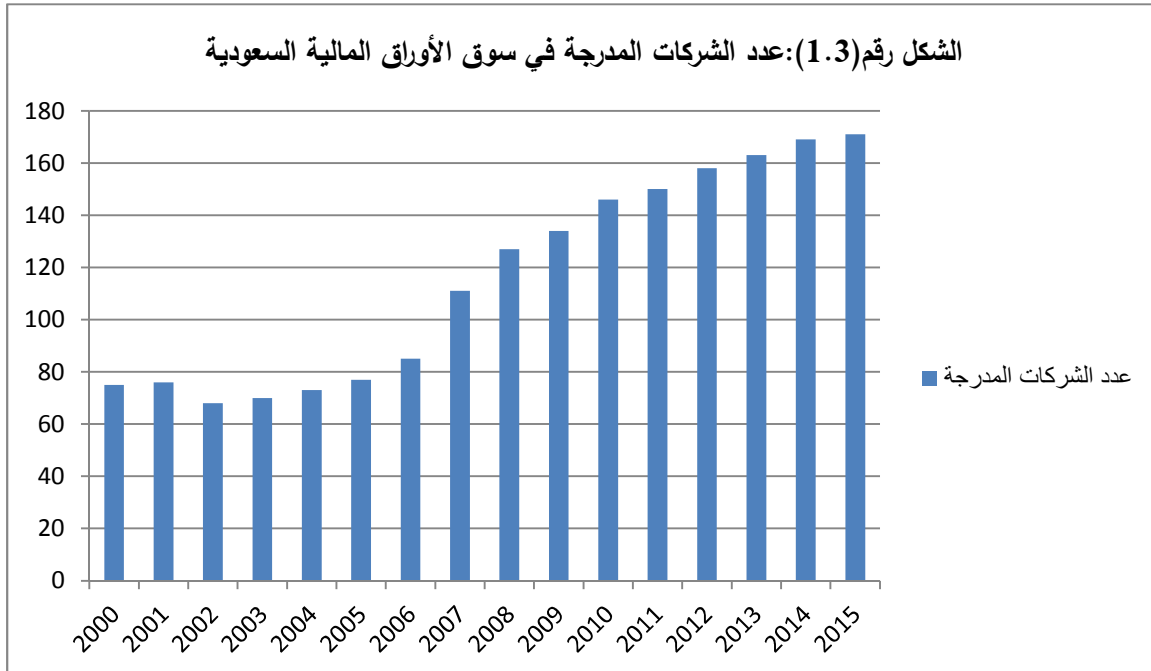
1- عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2000-2015): يعتبر سوق الأوراق المالية السعودية أكبر الأسواق العربية وأسرعها نموا حاليا فتوسيع قاعدة السوق المالي كان عن طريق زيادة عدد الشركات المدرجة ذلك بهدف تنويع الأدوات الاستثمارية واستقطاب المزيد من الاستثمارات.

الجدول رقم(1.3): عدد الشركات المدرجة في السوق السعودي خلال الفترة 2000-2015

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
العدد	75	76	68	70	73	77	85	111
السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
العدد	127	135	145	150	158	163	169	171

المصدر: بالاعتماد على التقارير السنوية لهيئة السوق المالية السعودية لسنة 2008، 2010، 2012، والتقارير السنوية 50، 51 و 52 لمؤسسة النقد العربي السعودي.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ زيادة مستمرة في عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية، حيث انتقلت من 75 شركة مدرجة سنة 2000 إلى 171 شركة سنة 2015، باستثناء سنة 2002 التي انخفض فيها العدد إلى 68 شركة، والشكل التالي يوضح ذلك:



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (1.3)

من الشكل أعلاه نلاحظ أن هناك زيادة في عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي من سنة 2000 إلى 2015 وهذا راجع لتنامي هذا السوق وتطوره واستقطاب الاستثمارات وتنوع الأدوات الاستثمارية، أما الانخفاض الذي حدث في سنة 2002 كان نتيجة لإدماج شركات الكهرباء في شركة واحدة.

1-1- الشركات الأكثر نشاطا في سوق الأوراق المالية السعودي لسنة 2015

من بين أهم الشركات التي تحصلت على الصدارة سواء من حيث عدد المعاملات، قيمة وعدد الأسهم المتداولة خلال 2015 نوضحها في الجداول التالية.

أ- الشركات الأكثر نشاطا من حيث عدد المعاملات: الجدول التالي يوضح الشركات الأكثر نشاطا من حيث عدد المعاملات.

الجدول رقم(2.3): الشركات الخمسة الأكثر نشاطا من حيث عدد المعاملات

الوحدة: ألف صفقة

الشركة/ البيان	عدد المعاملات	نسبة الشركة إلى القطاع %	نسبة الشركة إلى السوق %
مصرف الإنماء	1610688	58.80	5.29
سابك	1054766	31.52	3.46
دار الأركان	871266	32.45	2.86
اتحاد اتصالات	606789	44.28	1.99
مدينة المعرفة الاقتصادية	573226	21.35	1.88

المصدر: التقرير الإحصائي السنوي 2015، السوق المالية السعودية، ص19

من خلال الجدول نلاحظ أن شركة مصرف الإنماء تحتل الصدارة من حيث عدد المعاملات المنفذة خلال سنة 2015 بحوالي 1610688 ألف صفقة، ثم تليها شركة سابك ودار الأركان واتحاد الاتصالات بـ 1054766 و 871266 و 606789 ألف صفقة على التوالي، في حين احتلت شركة مدينة المعرفة الاقتصادية المرتبة الأخيرة بـ 57226 ألف صفقة.

ب- الشركات الأكثر نشاطا من حيث عدد الأسهم المتداولة: الجدول التالي يوضح الشركات الأكثر نشاطا من حيث عدد الأسهم المتداول.

الجدول رقم(3.3): الشركات الخمسة الأكثر نشاطا من حيث عدد الأسهم المتداولة لسنة 2015

الشركة/ البيان	عدد الأسهم المتداولة	نسبة الشركة إلى القطاع%	نسبة الشركة إلى السوق %
مصرف الإنماء	9480759887	76.03	14.37
دار الأركان	9051562208	65.54	13.72
كيان السعودية	2781575823	30.42	4.21
إعمار	2331885264	16.88	3.53
زين السعودية	1986702605	44.56	3.01

المصدر: التقرير الإحصائي السنوي 2015، السوق المالية السعودية، مرجع سبق ذكره، ص 19

من خلال الجدول نلاحظ أن شركة مصرف الإنماء تأتي على رأس قائمة أكثر الشركات نشاطا من حيث عد الأسهم المتداولة لسنة 2015 حيث بلغ عدد أسهمها المتداولة في السوق حوالي 9480759887 سهم، ثم تليها شركة دار الأركان وكيان السعودية وإعمار على التوالي بـ 9051562208 و 2781575823 و 2331885264 سهم، أما شركة زين السعودية فتأتي خامسا بـ 1986702605 سهم.

ج- الشركات الأكثر نشاطا من حيث قيمة الأسهم المتداولة: الجدول التالي يوضح الشركات الأكثر نشاطا من حيث قيمة الأسهم المتداولة

الجدول رقم(4.3): الشركات الخمسة الأكثر نشاطا من حيث قيمة الأسهم المتداولة لسنة 2015

الوحدة: ريال

الشركة/ البيان	قيمة الأسهم المتداولة	نسبة الشركة إلى القطاع%	نسبة الشركة إلى السوق %
مصرف الإنماء	182115935983	61.66	10.97
سابك	135302362653	50.04	8.15
دار الأركان	77305057851	441.20	4.66
معادن	64518242654	45.23	3.89
الراجحي	47052741712	15.93	2.83

المصدر: التقرير الإحصائي السنوي 2015، السوق المالية السعودية، مرجع سبق ذكره، ص 19

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن شركة مصرف الإنماء تأتي في صدارة الشركات الأكثر نشاطا من حيث قيمة الأسهم المتداولة لسنة 2015، حيث بلغت قيمة أسهمها المتداولة 182115935983 ريال

سعودي، ثم تأتي كل من سابك ودار الأركان ومعادن بـ 135302362653 و 77305057851 و 64518242654 ريال على التوالي، وأخيراً شركة الراجحي بقيمة 47052741712 ريال.

2- التطور الحاصل في حجم التداول لدى سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة (2000-2015) يوضح الجدول التالي تطور عدد و قيمة الأسهم المتداولة.

الجدول رقم(5.3): تطور عدد و قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية

البيان / الفترة	عدد الأسهم المتداولة(مليون سهم)	قيمة الأسهم المتداولة(مليون ريال)
2000	555	65293
2001	692	83601
2002	1736	133787
2003	5566	596510
2004	10298	1773859
2005	12298	4138696
2006	68515	5261851
2007	57829	2557713
2008	58727	1962946
2009	56686	1264011
2010	33255	759184
2011	48545	1098836
2012	86006	1929318
2013	52306	1369666
2014	70118	2146512
2015	65920	1660623

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي:

-البيانات من 2000-2011، التقرير السنوي 48، ص224

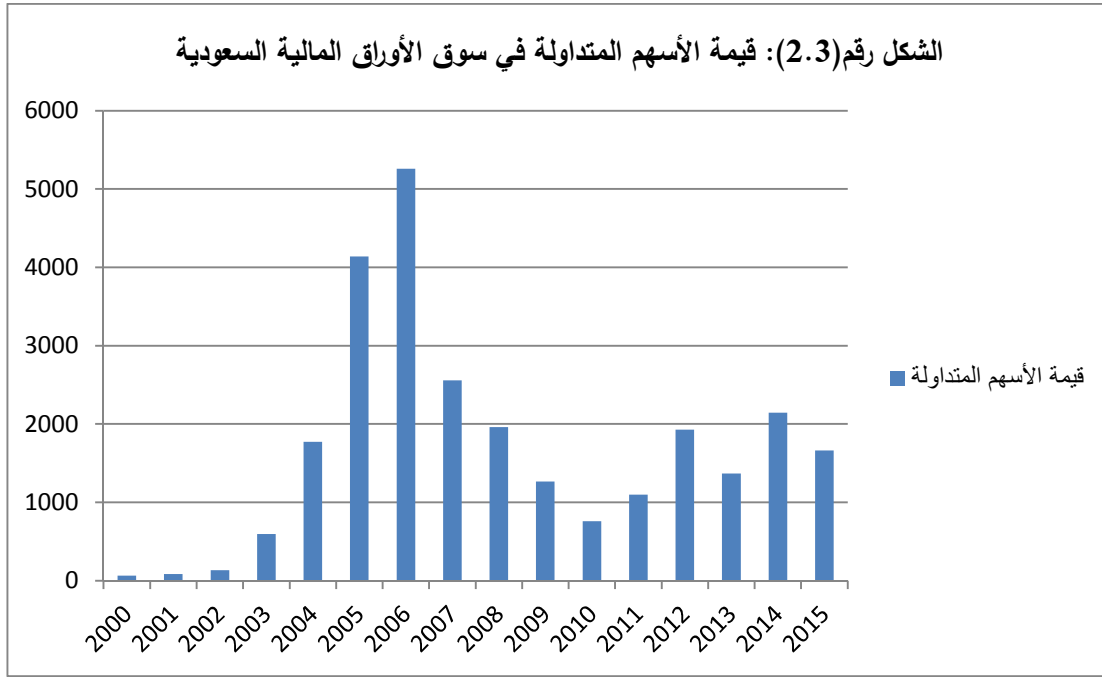
- البيانات من 2012-2015، النشرة الإحصائية السنوية 2016

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ تزايد مستمر في عدد الأسهم المتداولة إلى غاية 2006، ثم تراجع

سنة 2007 ليرتفع بعدها إلى 58727 مليون سهم سنة 2008، ثم عاود الانخفاض في سنتي 2009-

2010، حيث بلغ 33255 مليون سهم سنة 2010، وواصل الارتفاع خلال باقي السنوات ماعدا سنتي 2013 و 2015 حيث قدر سنة 2015 بحوالي 65920 مليون سهم.

أما قيمة الأسهم المتداولة فهي الأخرى شهدت ارتفاعا مستمرا من 65293 مليون ريال سنة 2000 إلى 5261851 مليون ريال سنة 2006، لتستمر بعدها في الانخفاض إلى غاية 2010 حيث بلغت حوالي 759184 مليون ريال، أما في باقي فترة الدراسة فشهدت ارتفاع و انخفاض من سنة إل أخرى لتصل سنة 2015 إلى 16660623 مليون ريال، و الشكل التالي يبين ذلك:



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (5.3)

يبين لنا الشكل أن هناك ارتفاع مستمر لقيمة الأسهم المتداولة في السوق السعودي من سنة 2000 إلى 2006 وهذا راجع إلى تطور وزيادة حجم الشركات المدرجة في السوق، أما الانخفاض الذي حدث إلى غاية سنة 2010 فبسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية أما سنة 2015 راجع لانخفاض أسعار النفط في أواخر 2014.

3- التطور الحاصل في القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة(2000-2015)

يعد سوق الأسهم السعودي أكبر الأسواق من حيث القيمة السوقية أو ما يعرف بـ "رسملة السوق" والجدول التالي يوضح تطور القيمة السوقية.

الجدول رقم(6.3): تطور القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية السعودية

(مليار ريال)

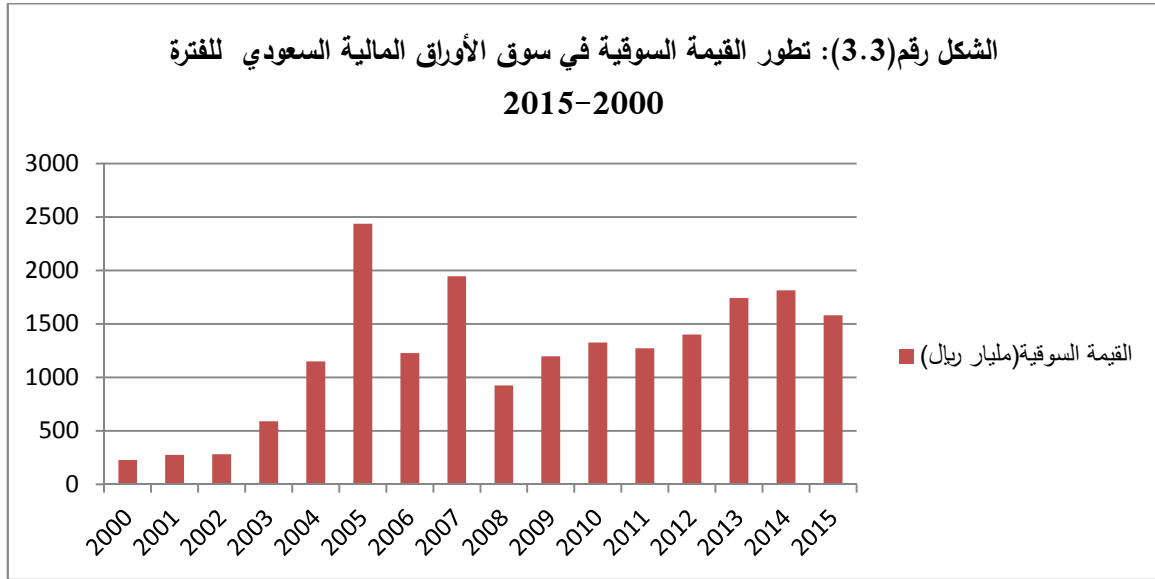
البيان / الفترة	القيمة السوقية	البيان / الفترة	القيمة السوقية
2000	225	2008	925
2001	275	2009	1196
2002	281	2010	1325
2003	590	2011	1271
2004	1149	2012	1400
2005	2438	2013	1743
2006	1226	2014	1813
2007	1946	2015	1579

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي:

- البيانات من 2000-2011، التقرير السنوي 48، ص224

- البيانات من 2012-2015، النشرة الإحصائية السنوية 2016

يتبين لنا من خلال الجدول أن هناك إرتفاع مستمر في القيمة السوقية إذ بلغت ذروتها سنة 2005 بحوالي 2438 مليار ريال محققة بذلك قفزة نوعية بالمقارنة بالسنوات السابقة لها، لتتخفص سنة 2006 ثم ارتفعت مجددا سنة 2007 إلى 1946 مليار ريال، لكن سرعان ما عاودت الانخفاض سنة 2008، أما بالنسبة للسنوات الأخرى فقد كان هناك تذبذب، حتى سنة 2015 التي بلغت حوالي 1579 مليار ريال.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (6.3)

نستخلص من الشكل أعلاه أن قيمة السوقية قد بلغت ذروتها سنة 2005 لتتخفص بعدها بسبب أزمة الفقاعة المالية، لترتفع سنة 2007 ثم تعاود الانخفاض سنة 2008 بسبب الأزمة المالية العالمية، أما باقي السنوات فقد شهدت تذبذب بسبب أزمة الديون السيادية 2011، وانخفاض أسعار النفط سنة 2014.

4- التطور الحاصل في المؤشر العام للأسعار

يعطي هذا المؤشر فكرة عامة عن اتجاه السوق، حيث يمثل المقياس الذي يتمكن من خلاله المستثمر من معرفة وضع السوق لتحديد اتجاه قوى البيع أو الشراء، و المستوى العام للارتفاع و الانخفاض في أسعار الشركات المدرجة في السوق.

الجدول رقم(7.3): تطور المؤشر العام في سوق الأوراق المالية السعودية

البيان / الفترة	المؤشر العام للأسعار (نقطة)
2000	2258.29
2001	2430.11
2002	2518.08
2003	4437.58
2004	8206.23
2005	16712.64

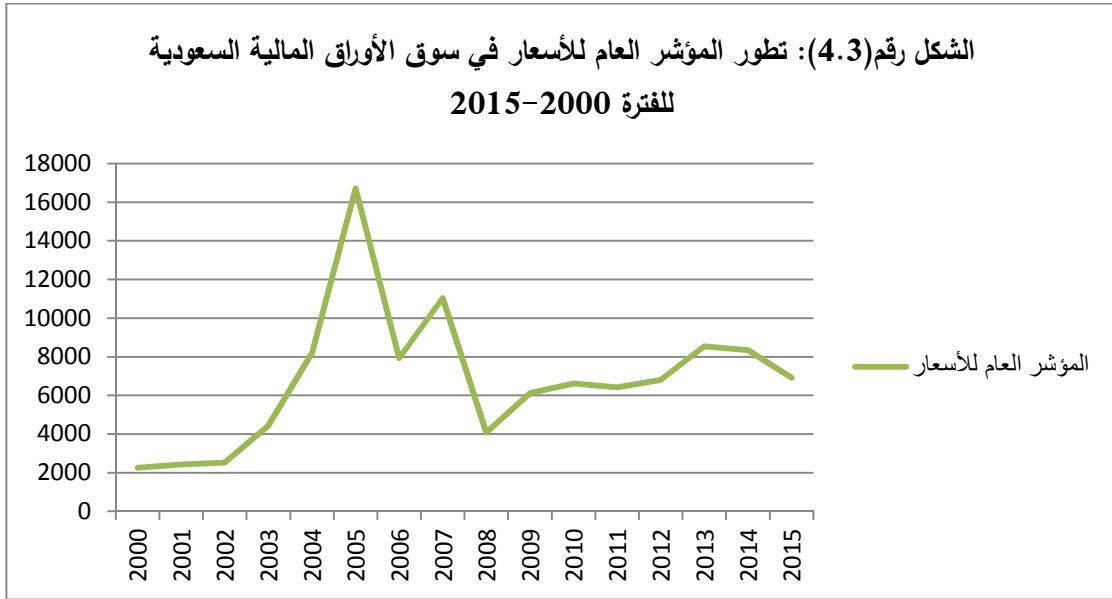
7933.29	2006
11038.66	2007
4082.99	2008
6121.76	2009
6620.75	2010
6417.73	2011
6801.22	2012
8535.60	2013
8333.30	2014
6911.76	2015

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي:

- البيانات من 2000-2011، التقرير السنوي 48، ص224

- البيانات من 2012-2015، النشرة الإحصائية السنوية 2016

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن المؤشر العام للسوق السعودي في تطور مستمر من سنة 2000 إلى غاية 2005 ليشهد بعدها انخفاض في سنوات 2006، 2008، 2011، 2014 إلى حوالي 7933.29 ، 4082.99 ، 6417.73 ، 8333.30 نقطة على التوالي، ليصل سنة 2015 إلى 6911.76 نقطة والشكل التالي يوضح ذلك:



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (7.3)

نلاحظ من الشكل أعلاه أن هناك ارتفاع مستمر في قيمة المؤشر العام حتى سنة 2005، ليتراجع بعدها وذلك بسبب أزمة الفقاعة المالية 2006، الأزمة المالية العالمية 2008، أزمة الديون السيادية 2011، وانخفاض أسعار النفط لسنة 2014.

المطلب الثاني: نشأة صناديق الاستثمار السعودية

تعتبر المملكة العربية السعودية أول دولة عربية أنشأت صندوق استثماري، بالإضافة إلى تركيز حجم وعدد كبير من صناديق الاستثمار داخل السوق.

أولاً: نشأة صناديق الاستثمار السعودية

كانت المملكة العربية السعودية الأسبق في خوض هذه التجربة، حين أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم الصندوق الأهلي للدولار قصير الأجل في ديسمبر 1979¹، وقد صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في البنوك المحلية بناء على توصيات مؤسسة النقد العربي السعودي والقرار الوزاري رقم 2052/3 بتاريخ 14/07/14هـ الموافق لـ 7 جانفي 1993، وقد عرفت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار بأنه برنامج استثماري مشترك ينشئه البنك المحلي بموافقة مسبقة من مؤسسة النقد العربي السعودي بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعياً في نتائج أعمال البرنامج، وتتم إدارته من قبل البنك

¹ هيئة السوق السعودية، مرجع سبق ذكره، ص2

مقابل أتعاب محددة، وبالنسبة للأغراض الاستثمارية للصناديق في السعودية فلم تحصرها قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في مجال معين وتركبتها لعقد إنشاء الصندوق بين المدير والمستثمرين¹.

ثانياً: تطور صناديق الاستثمار السعودية للفترة 2000-2015

شهدت صناديق الاستثمار نمواً معتبراً خلال هذه الفترة.

1- تطور عدد الصناديق وعدد المشتركين في سوق الأوراق المالية السعودي للفترة 2000-2015

الجدول التالي يوضح تطور عدد صناديق الاستثمار، و عدد المشتركين فيها.

الجدول رقم(8.3): تطور عدد صناديق الاستثمار المدرجة وعدد المشتركين للسوق السعودي

السنوات	عدد الصناديق	عدد المشتركين (ألف مشترك)
2000	138	95800
2001	138	173999
2002	143	165044
2003	170	172197
2004	188	198357
2005	199	568284
2006	214	499968
2007	252	426085
2008	262	374975
2009	244	356331
2010	243	320415
2011	249	293905
2012	240	275624
2013	236	258110

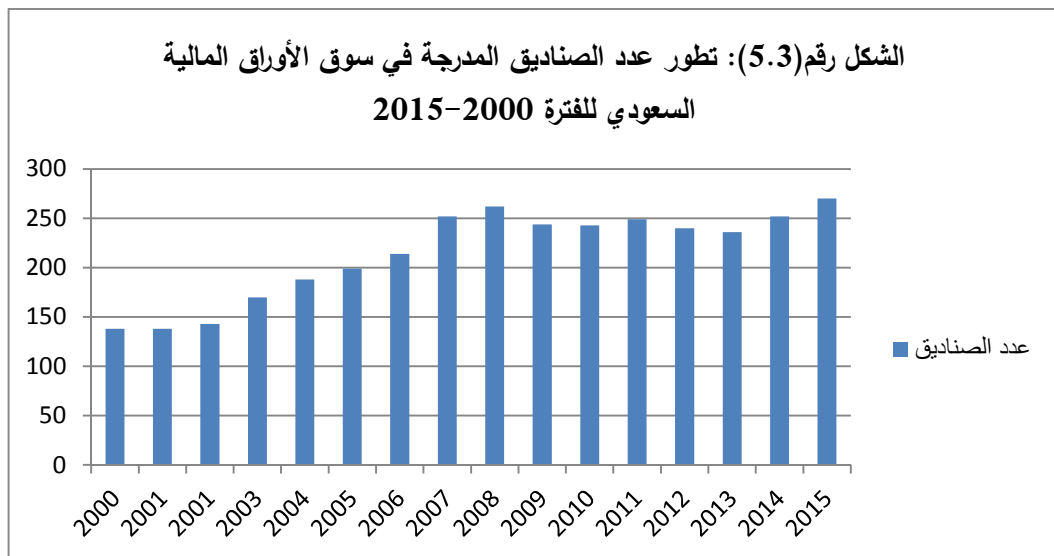
¹ عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار (دراسة تجارب دولية)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2015-2016، ص 196

246031	252	2014
236977	270	2015

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي:

- البيانات من 2000-2007، التقرير السنوي 44، ص 91
- البيانات من 2008-2011، التقرير السنوي 48، ص 69
- البيانات 2012-2015، التقرير السنوي 52، ص 89

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن هناك تطور ملحوظ في عدد الصناديق المدرجة، حيث كان العدد ثابت عند 13 صندوق خلال السنتين 2000 و 2001 في حين ارتفع عدد المشتركين إلى 173999 ألف مشترك سنة 2001 مقارنة بسنة 2000، ثم بدأت في الارتفاع خلال باقي السنوات لتصل سنة 2008 إلى 262 صندوق، أما بالنسبة لسنتي 2009 و 2010 فقد شهدت انخفاض عدد الصناديق العاملة إلى 244 و 243 على التوالي، مع انخفاض عدد المشتركين أيضا إلى 320415 ألف مشترك سنة 2010، وفيما يخص سنة 2011 ارتفع العدد إلى 249 صندوق، لكن سرعان ما عاود الانخفاض خلال سنتي 2012 و 2013 إلى 240 و 236، ليتراجع بذلك عدد المشتركين إلى 258110 ألف مشترك في سنة 2013، أما بالنسبة لسنتي 2014 و 2015 شهدت أيضا ارتفاعا في عدد الصناديق المدرجة ليصل إلى 252 و 270 صندوق، لكن بالرغم من هذا الارتفاع بقي عدد المشتركين في انخفاض إلى 236977 ألف مشترك سنة 2015.



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على معطيات الجدول رقم (8.3)

نستخلص من الشكل أعلاه أن عدد الصناديق المدرجة شهد ارتفاع إلى غاية 2008 ويعود ذلك إلى حرص هيئة السوق المالي على زيادة وحدات صناديق الاستثمار بشتى أنواعها، ليتراجع العدد بعدها خلال 2009، 2010، 2012، 2013 نتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية و أزمة الديون السيادية ، و تجميد عمل بعض الصناديق نتيجة لعدم الإفصاح و الشفافية.

2- تطور إجمالي أصول صناديق الاستثمار لسوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة (2000-2015)

يمكن توضيح مسار تطور إجمالي أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي في

الجدول التالي:

الجدول رقم(9.3): تطور أصول صناديق الاستثمار المحلية و الأجنبية لسوق الأوراق المالية السعودية

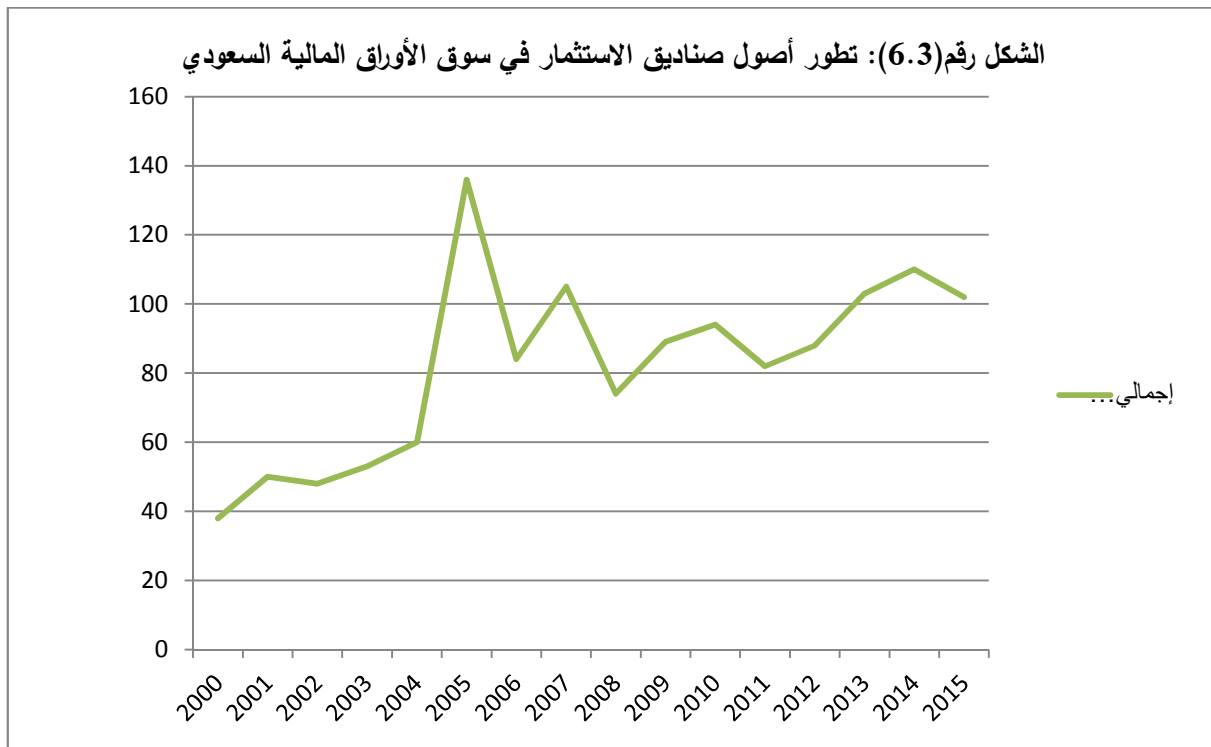
(الوحدة مليار ريال)

السنوات	الأصول المحلية	الأصول الأجنبية	إجمالي أصول الصندوق
2000	16.58	21.97	38.56
2001	30.42	19.64	50.06
2002	32.83	15.99	48.82
2003	37.22	16.65	53.87
2004	44.49	15.83	60.32
2005	115.66	21.31	136.97
2006	61.34	22.75	84.10
2007	79.89	25.21	105.10
2008	61.26	13.56	74.81
2009	74.14	15.41	89.55
2010	74.44	20.30	94.74
2011	64.53	17.66	82.19
2012	69.81	18.26	88.07
2013	81.86	21.32	103.18

110.71	28.84	81.87	2014
102.90	26.98	75.92	2015

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، النشرة الإحصائية 2016

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن هناك تذبذب في إجمالي أصول الصندوق إلى غاية سنة 2005 التي حققت أعلى قيمة بـ 136.97 مليار ريال، وقد ارتفعت أصول صناديق الاستثمار المحلية من 44.49 مليار ريال سنة 2004 إلى 115.66 مليار ريال سنة 2005، وبلغت قيمة الاستثمار بالأصول الأجنبية في نهاية سنة 2005 21.31 مليار ريال، ثم انخفض إجمالي الأصول سنة 2006 ليصل إلى 84.10 مليار ريال ليرتفع بعدها في سنة 2007 إلى 105.10 مليار ريال، في حين خلال السنوات من 2008 إلى 2013 شهدت تذبذبا بين الارتفاع و الانخفاض ، وفيما يخص سنتي 2014 و 2015 فقد ارتفع إجمالي الأصول إلى 110.71 مليار ريال سنة 2014، حيث بقيت الأصول المحلية على حالها، أما الأصول الأجنبية فشهدت ارتفاعا لتصل إلى 28.84 مليار ريال محققة أعلى قيمة مقارنة بالسنوات السابقة، في حين انخفض الإجمالي سنة 2015 إلى 102.90 مليار ريال.



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على معطيات الجدول رقم (9.3)

من الشكل أعلاه نلاحظ أن هناك تذبذب في إجمالي أصول صناديق الاستثمار ليبلغ ذروته سنة 2005، لينخفض سنوات 2006، 2008، 2011، 2015 بسبب أزمة الفقاعة المالية، الأزمة المالية العالمية، أزمة الديون السيادية، وانخفاض أسعار النفط في نهاية 2014.

المطلب الثالث: أثر نشاط صناديق الاستثمار على سوق الأوراق المالية السعودية من 2000 الى 2015
 لمعرفة مدى مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية السعودية، سننظر من خلال هذا المطلب إلى إيجاد الأثر بين صناديق الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة، من خلال المعادلة التالية:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \dots + \beta_n X_{nt} + \varepsilon_t$$

حيث أن Y_t : هو المتغير التابع

$X_{1t}, X_{2t} \dots X_{nt}$: عبارة عن المتغيرات المستقلة، والتي يفترض أنها تفسر المتغير التابع

$\beta_0, \beta_1 \dots \beta_n$: عبارة عن معالم النموذج و المطلوب تقديرها

ε_t : الخطأ العشوائي و يتضمن أثر المتغيرات الأخرى التي لم تدرج في النموذج

وسيتم الاعتماد على برنامج Eviews 9.0 من أجل تقدير هذا النموذج

أولاً- دراسة الأثر بين عدد الصناديق و قيمة الأسهم المتداولة

وذلك من خلال المعادلة التالية:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \varepsilon_t$$

حيث أن:

Y_t : قيمة/السهم المتداولة

X_1 : عدد الصناديق الإجمالية في السوق

β_0 : ثابت النموذج

β_1 : تغير أثر X_{1t} في المتغير التابع

وبعد عملية تقدير هذا النموذج بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية (MCO)، تحصلنا على

النتائج التالية: (أنظر الملحق رقم 01)

$$Y_t = -792.0587 + 11.48207X_1$$

$$(-0.472916) \quad (1.504544)$$

$$[0.6436] \quad [0.1547]$$

$$R^2 = 0.139185 \quad F = 2.26353 \quad \text{Prob} = 0.154664 \quad DW = 0.760889$$

• اختبار معنوية معالم النموذج: ويكون ذلك من خلال:

- اختبار معنوية β_0 ، حيث نعتمد في هذا الاختبار على الفرضية التالية:

$$H_0: \beta_0 = 0$$

$$H_1: \beta_0 \neq 0$$

ومن خلال النتائج أعلاه نلاحظ أن إحصائية ستودنت المحسوبة تساوي $T_{cal} = -0.472$ ، وهي أقل بالقيمة المطلقة من القيمة الجدولية عند درجة حرية $D_f = 14$ ، والتي تساوي $T_{tab} = 2.145$ عند مستوى

معنوية 5%، وهذا يعني قبول الفرضية الصفرية H_0 ، التي مفادها أن $\beta_0 = 0$

-اختبار معنوية β_1 ، حيث أن فرضيات هذا الاختبار هي:

$$H_0: \beta_1 = 0$$

$$H_1: \beta_1 \neq 0$$

ومن خلال النتائج السابقة نجد أن القيمة المحسوبة لإحصائية ستودنت تساوي $T_{cal} = 1.5045$ ، وهي أقل من القيمة الجدولية $T_{tab} = 2.145$ ، ومنه نقبل الفرضية الصفرية، أي أنه لا يوجد أثر لعدد صناديق الاستثمار على قيمة الأسهم المتداولة.

• دراسة صلاحية النموذج:

لدراسة صلاحية النموذج نقوم باستخدام إحصائية فيشر (F)، ومن خلال نتائج تقدير النموذج نلاحظ

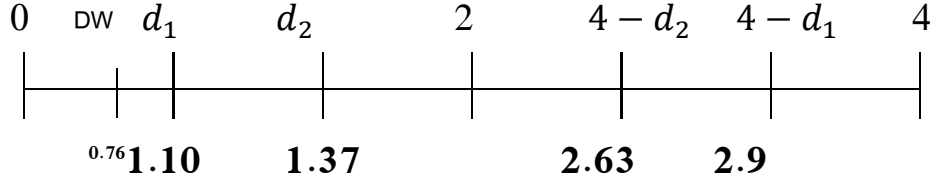
أن القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر تساوي $F_{cal} = 2.26$ ، وهي أقل من القيمة الجدولية $F_{tab} = 3.74$ ، هذا يعني قبول الفرضية H_0 ، أي النموذج غير صالح.

(): قيمة إحصائية اختبار ستودنت t

[]: احتمال رفض فرضية العدم (H_0) خطأ (مستوى الدلالة)

- اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى DW:¹

الشكل رقم(7.3):اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى DW



حيث أن المجال من :

$[d_1; 0]$: يوجد ارتباط ذاتي موجب

$[d_2; d_1]$: منطقة الشك

$[4 - d_2; d_2]$: لا يوجد ارتباط ذاتي للأخطاء

$[4 - d_1; 4 - d_2]$: منطقة الشك

$[4; 4 - d_1]$: يوجد ارتباط ذاتي سالب

حسب الشكل السابق نلاحظ أن قيمة DW واقعة في المجال $[0, 1.10]$ ، وهذا يدل على جود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى.

- تقدير النموذج بعد تصحيح مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء

وبعد عملية التصحيح تحصلنا على النتائج التالية:(أنظر الملحق رقم02)

$$Y_t = -438.3159 + 9.58178X_1 + 0.645288\varepsilon_{t-1}$$

$$(-0.140783) \quad (0.706219) \quad (2.035192)$$

$$[0.8904] \quad [0.4935] \quad [0.0645]$$

$$R^2 = 0.49223 \quad F= 3.877669 \quad \text{Prob}= 0.037717 \quad DW= 1.446986$$

- اختبار معنوية معالم النموذج: ويكون ذلك من خلال

- اختبار معنوية β_0 ، حيث نعتمد على الفرضية التالية:

$$H_0: \beta_0 = 0$$

$$H_1: \beta_0 \neq 0$$

¹ Régis Bourbonnais, Econométrie, 9^{em} edition, Dunod, Paris, 2015, p129

ومن خلال النتائج أعلاه نلاحظ أن إحصائية ستيودنت المحسوبة تساوي $T_{cal} = -0.14$ ، وهي أقل بالقيمة المطلقة من القيمة الجدولية عند درجة حرية $D_f = 14$ ، والتي تساوي $T_{tab} = 2.145$ عند مستوى معنوية 5%، وهذا يعني قبول الفرضية الصفرية H_0 ، التي مفادها أن $\beta_0 = 0$ -اختبار معنوية β_1 ، وفرضيات هذا الاختبار هي:

$$H_0: \beta_1 = 0$$

$$H_1: \beta_1 \neq 0$$

ومن خلال النتائج السابقة نجد أن القيمة المحسوبة لإحصائية ستيودنت تساوي $T_{cal} = 0.706$ ، وهي أقل من القيمة الجدولية $T_{tab} = 2.145$ ، ومنه نقبل الفرضية الصفرية، أي أنه لا يوجد أثر موجب لإجمالي أصول الصناديق على قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية.

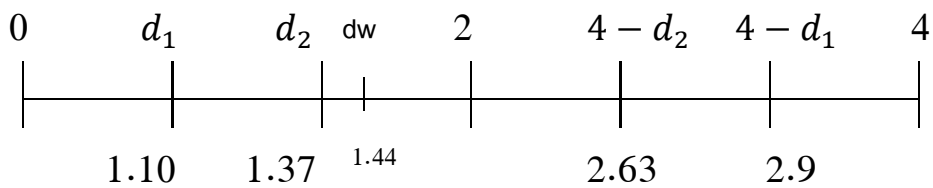
• دراسة صلاحية النموذج:

لدراسة صلاحية النموذج نقوم باستخدام إحصائية فيشر (F)، ومن خلال نتائج تقدير النموذج نلاحظ أن القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر تساوي $F_{cal} = 3.87$ ، وهي أكبر من القيمة الجدولية $F_{tab} = 3.74$ ، هذا يعني رفض الفرضية H_0 ، أي النموذج صالح.

كما نلاحظ من خلال النتائج أعلاه أن معامل التحديد $R^2 = 0.492236$ ، هذا يعني أن 49.92236% من التغير الحاصل في Y_t يفسر بواسطة المتغير X_2 ، أما النسبة المتبقية وهي 50.07764% فترجع إلى متغيرات أخرى لم تدرج في النموذج.

• اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى DW :

الشكل رقم (8.3): اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى DW



حسب الشكل السابق نلاحظ أن قيمة DW واقعة في المجال [1.37، 2.63]، وهذا يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى

ثانياً- دراسة الأثر بين إجمالي أصول الصناديق و قيمة الأسهم

وذلك من خلال:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \varepsilon_t$$

حيث أن:

Y_t : قيمة الأسهم المتداولة

X_2 : إجمالي أصول الصناديق

β_0 : ثابت النموذج

β_1 : تغير أثر X_{1t} في المتغير التابع

وبعد عملية تقدير هذا النموذج بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية (MCO)، تحصلنا على

النتائج التالية: (أنظر الملحق رقم 3)

$$Y_t = -1033.768 + 32.7341X_2$$

$$(-1.077127) \quad (2.958859)$$

$$[0.2996] \quad [0.0104]$$

$$R^2 = 0.384746 \quad F = 8.754842 \quad \text{Prob} = 0.010363 \quad DW = 1.359551$$

• اختبار معنوية معالم النموذج: ويكون ذلك من خلال:

- اختبار معنوية β_0 ، حيث نعلم في هذا الاختبار على الفرضية التالية:

$$H_0: \beta_0 = 0$$

$$H_1: \beta_0 \neq 0$$

ومن خلال النتائج أعلاه نلاحظ أن إحصائية ستودنت المحسوبة تساوي $T_{cal} = -1.077$ ، وهي أقل

بالقيمة المطلقة من القيمة الجدولية عند درجة حرية $D_f = 14$ ، والتي تساوي $T_{tab} = 2.145$ عند مستوى

معنوية 5%، وهذا يعني قبول الفرضية الصفرية H_0 ، التي مفادها أن $\beta_0 = 0$

- اختبار معنوية β_1 ، و فرضيات هذا الاختبار هي:

$$H_0: \beta_1 = 0$$

$$H_1: \beta_1 \neq 0$$

ومن خلال النتائج السابقة نجد أن القيمة المحسوبة لإحصائية ستودنت تساوي $T_{cal} = 2.95$ ، وهي أكبر

من القيمة الجدولية $T_{tab} = 2.145$ ، ومنه نرفض الفرضية الصفرية، أي أنه يوجد أثر موجب لإجمالي

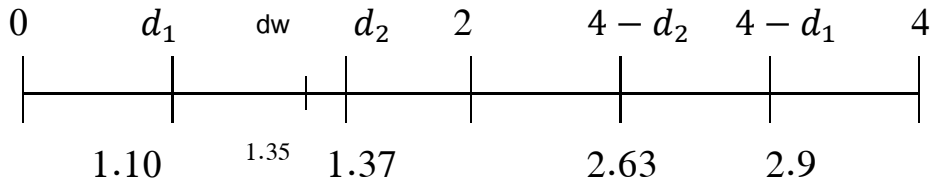
أصول الصناديق على قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية.

• دراسة صلاحية النموذج:

لدراسة صلاحية النموذج نقوم باستخدام إحصائية فيشر (F)، ومن خلال نتائج تقدير النموذج نلاحظ أن القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر تساوي $F_{cal} = 8.75$ ، وهي أكبر من القيمة الجدولية $F_{tab} = 3.74$ هذا يعني رفض الفرضية H_0 ، أي النموذج صالح. كما نلاحظ من خلال النتائج أعلاه أن معامل التحديد $R^2 = 0.384746$ ، هذا يعني أن 38% من التغير الحاصل في Y_t يفسر بواسطة المتغير X_2 ، أما النسبة المتبقية وهي 61.5254% فترجع إلى متغيرات أخرى لم تدرج في النموذج.

• اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى DW:

الشكل رقم (9.3): اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى DW



حسب الشكل السابق نلاحظ أن قيمة DW واقعة في المجال $[1.10, 1.37]$ ، وهذا يدل على أنه يمكن أن يكون هناك ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى.

المبحث الثاني: دور صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية من 2000 إلى

2015

تعتبر سوق البحرين للأوراق المالية من أوائل الأسواق المالية العربية، وتتميز بتنوع الأدوات المالية المتداولة فيها خاصة الإسلامية.

المطلب الأول: نشأة و تطور سوق البحرين للأوراق المالية

تعد سوق البحرين للأوراق المالية من الأوراق المالية النشطة.

أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية البحريني

تأسست بموجب المرسوم الأميري رقم (4) لسنة 1987، وبدأت أعمالها رسمياً في 17 يونيو 1989 مع 29 شركة مدرجة. ثم حلت محلها بورصة البحرين بموجب المرسوم الأميري رقم (60) لسنة 2010،

وتعمل كهيئة مستقلة تحت إشراف مجلس إدارة مستقل يرأسه محافظ مصرف البحرين المركزي¹، وكانت البورصة البحرينية سبّاقة في تدشين الخدمات والمنتجات المبتكرة، ويُعزى ذلك بشكل كبير إلى الدعم المقدم من حكومة مملكة البحرين والتعاون الذي قدمه المتعاملين في المنصة، حيث تحتل البورصة مناصب قيادية فيعدد من المنظمات الإقليمية والدولية من ضمنها اتحاد البورصات العربية، الاتحاد الأوروبي الآسيوي للبورصات، الاتحاد العالمي للبورصات، جمعية أفريقيا والشرق الأوسط للتسوية والإيداع، والجمعية الوطنية للترقيم، مما يمكن البورصة من تعزيز مكانتها في أسواق المال العالمي، ومن بين أهدافها المرجوة ما يلي:²

- تسعى سوق الأوراق المالية البحرين لأن تصبح سوقاً مالياً إقليمياً ذات أصول متعددة؛
- تهدف إلى طرح خدمات مبتكرة للمتعاملين في منصة البورصة وتوفير منصات ذات قيمة لتحقيق جميع توقعاتهم الاستثمارية؛
- تتمحور ركائز النمو في بورصة البحرين حول بيئة العمل في البورصة وكيفية التفاعل مع جميع المتعاملين في المنصة، حيث الإبداع والابتكار والتعاون والروح الريادية تمثل القيم الرئيسية التي تمكننا من تقديم واحة من الفرص الاستثمارية.

ثانياً: التطور الحاصل في سوق الأوراق المالية البحرينى خلال الفترة 2000-2015

يمكن توضيح تطور سوق الأوراق المالية البحرينى من خلال:

1- عدد الشركات المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية للفترة 2000-2015

يوضح الجدول التالي تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية البحرينى

الجدول رقم(10.3): عدد الشركات المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية للفترة 2000 - 2015

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
العدد	39	41	40	44	45	47	50	51
السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
العدد	51	49	49	49	47	47	47	46

المصدر: مصرف البحرين المركزي:

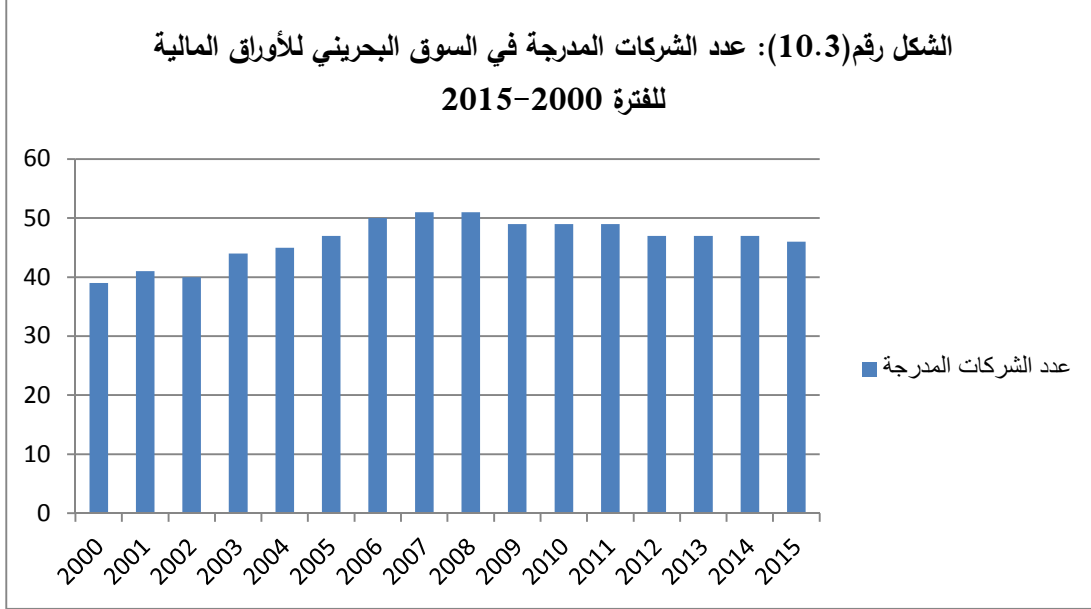
- النشرة الإحصائية لشهر ديسمبر 2007، ص 33

- النشرة الإحصائية لشهر جانفي 2016، ص 38

¹ https://ar.wikipedia.org/wiki/سوق_البحرين_للأوراق_المالية 11/05/2017/15:45

² http://www.bahrainbourse.com/ar/من_نحن 11/05/2017/15:30

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه تطور مستمر لعدد الشركات المدرجة إل غاية 2008 بحوالي 51 شركة، لكن بعد سنة 2008 شهدت السوق انخفاضا في العدد إلى 49 شركة سنة 2009، ثم بقي مستقرا حتى سنة 2012 ليبلغ 47 شركة، لينخفض سنة 2015 إلى 46 شركة، والشكل التالي يوضح ذلك:



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على معطيات الجدول رقم(13.3)

نلاحظ من خلال الشكل أن هناك زيادة مستمرة في عدد الشركات المدرجة حتى سنة 2008 وهذا راجع لتنامي السوق وتطوره، لتتخفف سنتي 2009،2015 بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية، وأزمة النفط التي شهدها العالم خلال الفترة الأخيرة.

1-1- الشركات الخمسة الأكثر نشاطا في سوق البحرين للأوراق المالية لسنة 2015

من بين أهم الشركات التي تحصلت على الصدارة سواء من حيث القيمة السوقية، قيمة وعدد الأسهم المتداولة خلال 2015 نوضحها في الجداول التالية.

أ- الشركات الخمسة الأكثر نشاطا من حيث القيمة السوقية: الجدول التالي يوضح الشركات الأكثر نشاطا من حيث القيمة السوقية.

الجدول رقم(11.3):الشركات الخمسة الأكثر نشاطا من حيث القيمة السوقية لسنة 2015

النسبة من إجمالي السوق%	القيمة السوقية(دينار)	الشركة
23.63	1701033050	البنك الأهلي المتحد
10.25	737862720	بنك البحرين الوطني
7.39	532224000	اتصالات البحرين(BATELCO)
7.34	528240000	المنيوم البحرين(ALBH)
6.92	498299750	المؤسسة العربية المصرفية

المصدر: بورصة البحرين، نشرة التداول السنوية 2015، ص3

من خلال الجدول نلاحظ أن شركة البنك الأهلي المتحد تحتل الصدارة من حيث القيمة السوقية خلال سنة 2015 بحوالي 1701033050دينار بحريني، ثم يليها بنك البحرين الوطني واتصالات البحرين وألمنيوم البحرين بـ 737862720 و 532224000 و 528240000دينار بحريني على التوالي، في حين احتلت المؤسسة العربية المصرفيةالمرتبة الأخيرة بـ 498299750 دينار بحريني.

ب- الشركات الخمسة الأكثر نشاطا من حيث قيمة الأسهم المتداولة: الجدول التالي يوضح الشركات الأكثر نشاطا من حيث قيمة الأسهم المتداول.

الجدول رقم(12.3):الشركات الخمسة الأكثر نشاطا من حيث قيمة الأسهم المتداولة لسنة 2015

النسبة من إجمالي السوق%	قيمة الأسهم(دينار)	الشركة
37.77	41540660	البنك الأهلي المتحد
7.74	8513052	بنك البحرين والكويت
6.65	7311010	المصرف الخليجي التجاري
5.50	6048094	بنك الخليج المتحد
5.18	5699022	المنيوم البحرين

المصدر: بورصة البحرين، نشرة التداول السنوية 2015، ص3

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن البنك الأهلي المتحد تأتي في صدارة الشركات الأكثر نشاطا من حيث قيمة الأسهم المتداولة لسنة 2015، حيث بلغت قيمة أسهمها المتداولة 41540660 دينار بحريني، ثم

تأتى كل من بنك البحرين والكويت والمصرف الخليجى التجارى وبنك الخليج المتحد بـ 8513052 و7311010 و6048094 دينار على التوالي، وأخيراً شركة أمنيوم البحرين بقيمة 5699022 دينار بحرينى. ج- الشركات الخمسة الأكثر نشاطاً من حيث عدد الأسهم المتداولة: الجدول التالى يوضح الشركات الأكثر نشاطاً من حيث عدد الأسهم المتداولة.

الجدول رقم(13.3): الشركات الخمسة الأكثر نشاطاً من حيث عدد الأسهم المتداولة لسنة 2015

النسبة من إجمالي السوق %	عدد الأسهم	الشركة
29.52	152175637	البنك الأهلي المتحد
23.67	122034703	المصرف الخليجى العربى
9.64	49716263	بنك الإثمار
7.39	38089360	بنك السلام
5.06	26098559	تكافل

المصدر: بورصة البحرين، نشرة التداول السنوية 2015، ص3

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن البنك الأهلي المتحد تأتى في صدارة الشركات الأكثر نشاطاً من حيث قيمة الأسهم المتداولة لسنة 2015، حيث بلغت قيمة أسهمها المتداولة 152175637 سهم، ثم تأتى كل من المصرف الخليجى العربى وبنك الإثمار وبنك السلام بـ 122034703 و49716263 و38089360 سهم على التوالي، وأخيراً شركة تكافل بـ 26098559 سهم.

2- التطور الحاصل في حجم التداول لسوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة(2000-2015)

يمكن تبين حجم التداول بقيمة وعدد الأسهم المتداولة على النحو التالى:

الجدول رقم(14.3): عدد و قيمة الأسهم المتداولة في سوق البحرين للأوراق المالية

السنوات	عدد الأسهم المتداولة(ألف)	قيمة الأسهم المتداولة(ألف دينار)
2000	422073	92532
2001	335372	73624
2002	353132	80901
2003	405604	102261
2004	336514	174575

268085	458314	2005
522908	727635	2006
403086	851075	2007
787350	1675843	2008
178357	852249	2009
188411	612189	2010
104966	520224	2011
110244	627708	2012
225868	1867761	2013
269333	1727448	2014
109975	515581	2015

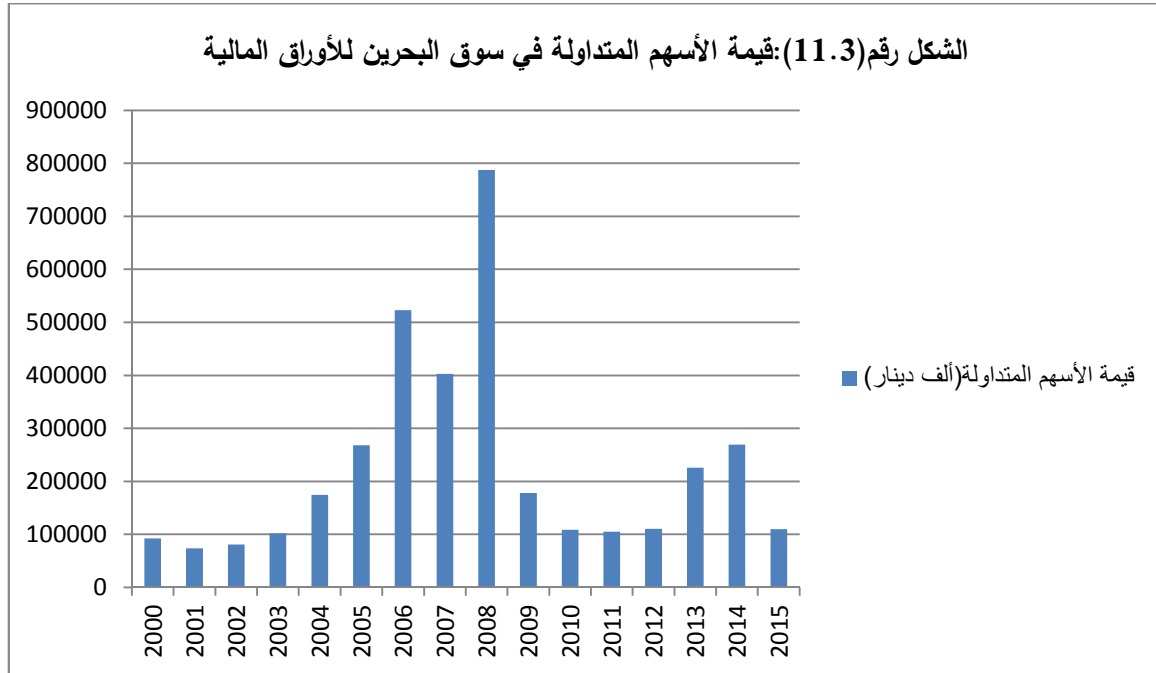
المصدر: مصرف البحرين المركزى:

- النشرة الإحصائية لشهر ديسمبر 2007، ص33

- النشرة الإحصائية لشهر جانفى 2016، ص38

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن السوق شهد تقلبات ما بين انخفاض وارتفاع خلال السنوات من 2000 إلى 2005، ثم ارتفعت عدد الأسهم المتداولة ليصل سنة 2008 إلى 1657843 ألف سهم، لكن بتأثير الأزمة المالية العالمية انخفض العدد خلال السنوات اللاحقة، أما فيما يخص سنتي 2013، 2014 فقد كان هناك تحسن في العدد حيث بلغ 1727448 ألف سهم في سنة 2014، ثم انخفض إلى 515581 سنة 2015.

أما فيما يتعلق بقيمة الأسهم المتداولة، فقد شهدت هي الأخرى تقلبات خلال السنوات الأولى للدراسة، لترتفع القيمة سنة 2008 عند 787350 ألف دينار بحرينى، ثم انخفضت خلال السنوات 2009-2012، كما شهد السوق تحسناً خلال سنتي 2013 و 2014 وصلت القيمة 225868، 269333 على التوالي، لتتخفض بعدها سنة 2015 إلى 109975 ألف دينار بحرينى.



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على معطيات الجدول رقم (14.3)

نلاحظ من الشكل أن هناك تذبذب في قيمة الأسهم المتداولة لتصل إلى أعلى قيمة لها سنة 2008، ثم تراجعت خلال 2009، 2011، 2015 بسبب تداعيات الأزمة المالية العالمية والأحداث الداخلية للبحرين.

3- التطور الحاصل في القيمة السوقية في سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة(2000-2015)

شهدت القيمة السوقية لسوق الأسهم البحريني عدة تغيرات، يمكن إبرازها في الجدول التالي:

الجدول رقم(15.3): تطور القيمة السوقية في سوق البحرين للأوراق المالية للفترة 2000-2015

(مليون دينار)

السنة	القيمة السوقية	السنة	القيمة السوقية
2000	2497.38	2008	7520.15
2001	2484.68	2009	6131.01
2002	2825.26	2010	7562.52
2003	3629.31	2011	6254.41
2004	5094.47	2012	5855.64
2005	6546.34	2013	6962.95

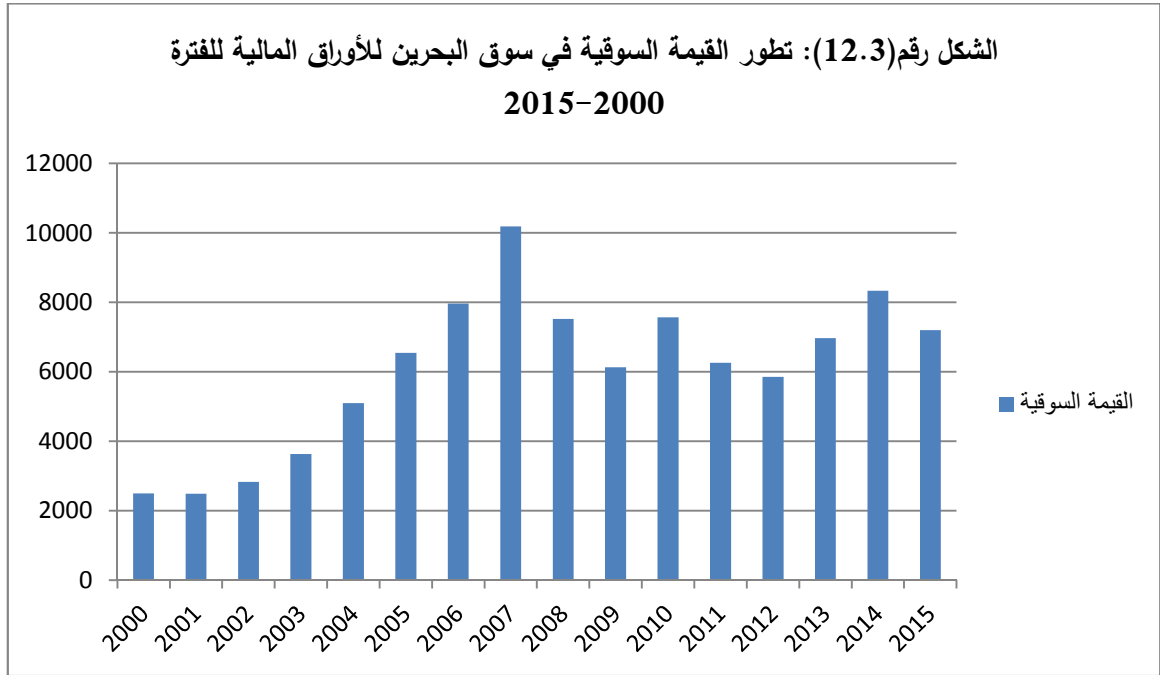
8327.07	2014	7963.14	2006
7199.91	2015	10185.22	2007

المصدر: مصرف البحرين المركزي:

- النشرة الإحصائية لشهر ديسمبر 2007، ص 33

- النشرة الإحصائية لشهر ديسمبر 2015، ص 38

نلاحظ من الجدول أعلاه أن القيمة السوقية لسوق البحرين للأوراق المالية شهدت انخفاضا خلال الثلاث سنوات الأولى، ثم بدأت في الارتفاع لتصل سنة 2007 إلى 10185.22 مليون دينار بحريني، ثم بدأت القيمة في الانخفاض تدريجيا لتشهد تحسنا سنة 2010 حيث وصلت إلى 7562.52 مليون دينار بحريني، أما باقي السنوات فاستمر الانخفاض حتى سنة 2014 التي شهدت تحسنا في الأداء لتعاود القيمة الانخفاض إلى 7199.91 مليون دينار بحريني سنة 2015.



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على معطيات الجدول رقم(15.3)

نستخلص من الشكل أعلاه أن القيمة السوقية قد بلغت ذروتها سنة 2007، لتتراجع بعدها نتيجة للأزمة المالية العالمية، الأحداث الداخلية للبحرين و أزمة الديون السيادية.

4- التطور الحاصل في المؤشر العام في سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة(2015-2000)

يوضح الجدول التالي التغيرات التي شهدتها المؤشر العام البحريني

الجدول رقم(16.3): تطور المؤشر العام في سوق البحرين للأوراق المالية

السنوات	مؤشر البحرين العام(نقطة)
2000	1805.76
2001	1761.46
2002	1821.49
2003	2346.29
2004	3054.20
2005	2755.27
2006	2217.58
2007	2755.27
2008	1804.07
2009	1458.24
2010	1432.26
2011	1143.69
2012	1065.61
2013	1248.86
2014	1426.57
2015	1215.89

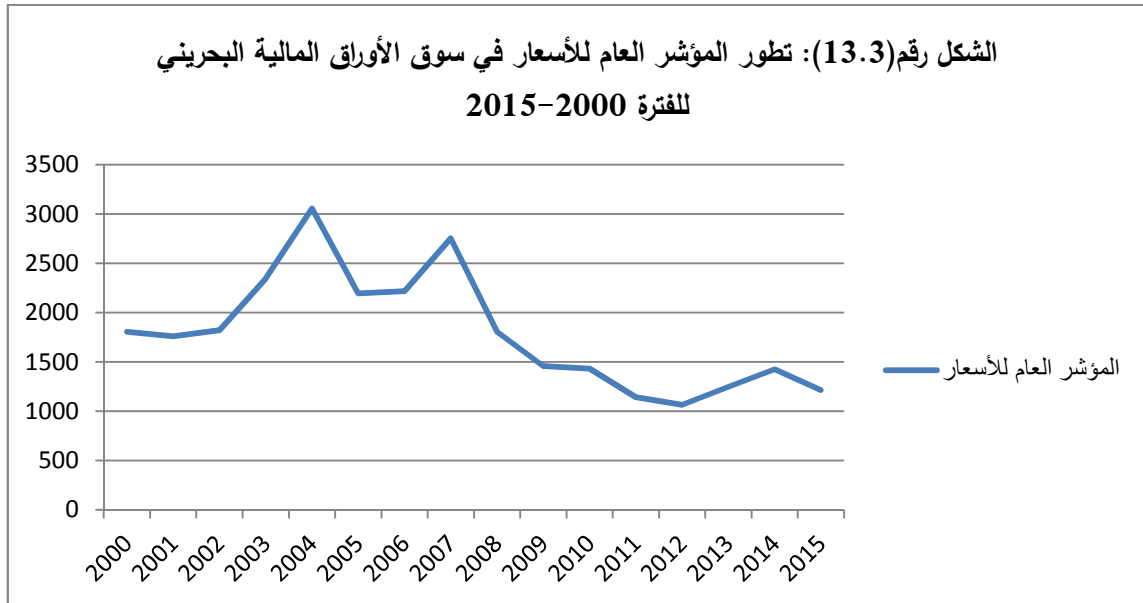
المصدر: مصرف البحرين المركزي:

- النشرة الإحصائية لشهر ديسمبر 2007، ص33

- النشرة الإحصائية لشهر جانفي 2016، ص38

من خلال الجدول نلاحظ أن المؤشر العام بدوره عرف انخفاضا خلال سنوات 2000-2002، ثم تقلبات كثيرة بباقي السنوات ليصل سنة 2007 إلى 2755.27 نقطة، وانخفض سنة 2008 إلى 1804.07 نقطة، حيث بقي هذا الانخفاض إلى غاية سنة 2012، أما بالنسبة لسنتي 2013، 2014 فقد عرفت

ارتفاعاً ليصل سنة 2014 إلى 1426.57 نقطة، أما فيما يخص سنة 2015 فانخفض المؤشر إلى 1215.89 نقطة، و الشكل التالي يوضح ذلك:



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتماداً على معطيات الجدول رقم(16.3)

نلاحظ من خلال الشكل أن المؤشر العام للبحرين بلغ ذروته سنة 2004، ثم شهد عدة تقلبات بعدها، و السبب يرجع إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية، وأزمة الديون السيادية.

المطلب الثاني: نشأة و تطور صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية

تزدهر البحرين بقطاع نشط للصناديق الاستثمارية، حيث تتبع بورصة البحرين متطلبات مبسطة لإدراج هذه الصناديق.

أولاً: نشأة صناديق الاستثمار في البحرين

تضم البحرين قطاع صناديق استثمار مزدهر، وقد بدأ تسويق صناديق الاستثمار المنشأة بالخارج في البحرين خلال ثمانينات القرن العشرين، بينما تم تسجيل أول صندوق استثماري منشأ محلياً في العام 1984، وقد تم إصدار أول إطار تنظيمي لصناديق الاستثمار الجماعية من قبل المصرف المركزي في عام 1992، وتم تنقيحه بعد ذلك في يونيو 2007، عندما صدر الفصل المتعلق بوحدات الصناديق الاستثمارية ضمن المجلد السادس من دليل التوجيهات الرقابية للمصرف، وقد تم لاحقاً مراجعته وتحديث النظم والقواعد المتعلقة بعمل الصناديق الاستثمارية وإصدارها في شكل مجلد منفصل (المجلد السابع) في أبريل 2012، والذي يشكل جزءاً من دليل التوجيهات الرقابية لمصرف البحرين المركزي، ويحتوي المجلد الجديد على قواعد

وأنظمة شاملة تتعلق بترخيص و تسجيل صناديق الاستثمار الجماعية المؤسسة محليا والصناديق الاستثمارية الأجنبية المرخصة أو المسجلة في المملكة والإشراف عليهما¹.

ثانيا: تطور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة(2000-2015)

شهدت صناديق الاستثمار البحرينية نموا معتبرا خلال هذه الفترة.

1- عدد الصناديق المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية للفترة 2000-2015

يوضح الجدول التالي تطور عدد الصناديق المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية

الجدول رقم(17.3): عدد الصناديق المدرجة في سوق الأوراق المالية البحريني لفترة 2000-2015

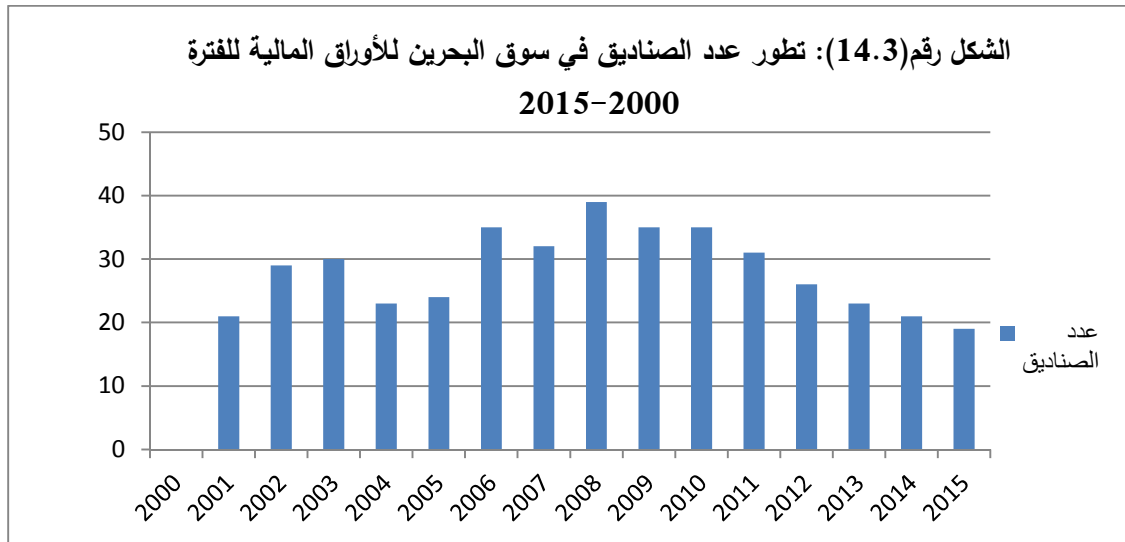
السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
العدد	21	21	29	30	23	24	35	32
السنة	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
العدد	39	35	35	31	26	23	21	19

المصدر: التقارير السنوية لسوق البحرين للأوراق المالية للسنوات 2002-2015، ص14

من خلال الجدول نلاحظ تطور في عدد الصناديق المدرجة حيث وصل إلى 39 صندوق سنة 2008

مقارنة بالسنوات السابقة، لكن بالنسبة لباقي السنوات فشهدت انخفاض مستمر ليصل سنة 2015 إلى 19

صندوق، و الشكل التالي يبين هذا التطور:



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على معطيات الجدول رقم(17.3)

¹www.cbb.gov.bh/ar/page_1.php?p=matural_funds11/05/2017/15:50

يتبين لنا من الشكل أعلاه أن عدد صناديق الاستثمار وصل إلى أعلى قيمة له خلال سنة 2008، لينخفض بعدها وذلك نتيجة لتداعيات الأزمات العالمية، و توقف بعض الصناديق عن العمل بسبب عدم الإفصاح و الشفافية.

2- تطور أصول صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة (2000-2015)

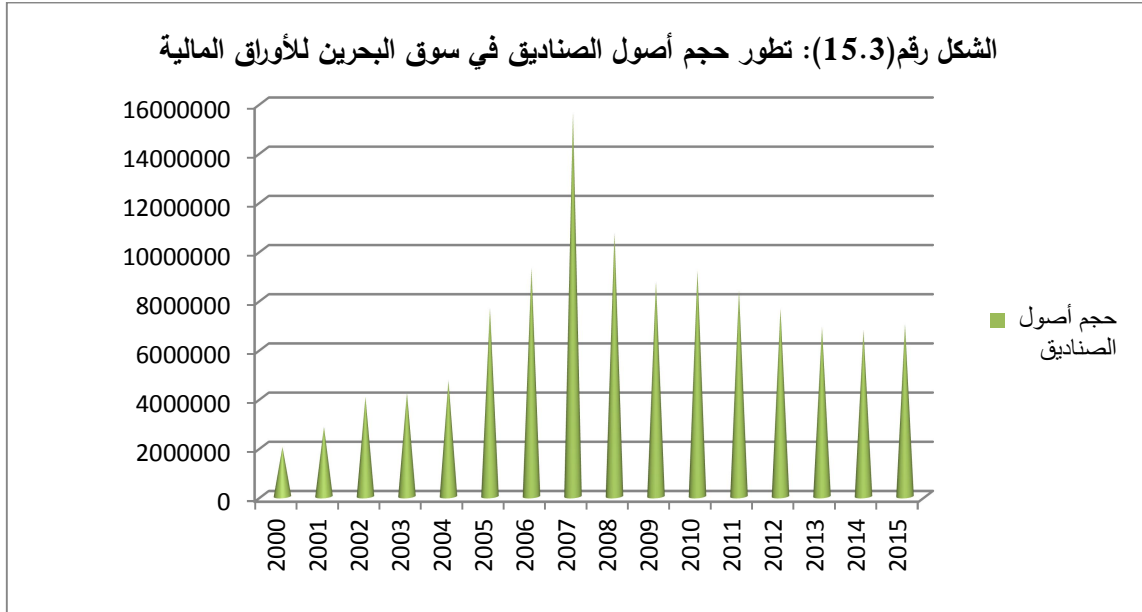
يمكن توضيح تطور أصول صناديق الاستثمار من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(18.3): تطور أصول صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية

السنوات	إجمالي الأصول(ألف دولار أمريكي)	سعر الصرف 1دولار/دينار	إجمالي الأصول(مليون دينار بحريني)
2000	2007610	0.376	754.86
2001	2830303	0.376	1064.19
2002	4038053	0.376	1518.31
2003	4216255	0.376	1585.31
2004	4717331	0.376	1773.72
2005	7658498	0.376	2879.59
2006	9033971	0.376	3396.77
2007	15605244	0.376	5867.57
2008	10726456	0.376	4033.15
2009	8733372	0.376	3283.75
2010	9172895	0.376	3449.09
2011	8378228	0.376	3150.21
2012	7632775	0.376	2869.92
2013	6886391	0.376	2589.28
2014	6767676	0.376	2544.65
2015	7004761	0.376	2633.79

المصدر: مصرف البحرين المركزي، النشرات الإحصائية لشهر ديسمبر للسنوات 2001-2016، ص37

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه تزايد مستمر في إجمالي أصول الصناديق حيث بلغ سنة 2007 حوالي 15605244 ألف دولار أمريكي، وهي أعلى قيمة حققتها الصناديق خلال سنوات الدراسة، لتتخفص عند 10726456 ألف دولار أمريكي سنة 2008، ثم شهدت السنوات اللاحقة انخفاضات مستمرة لتصل سنة 2015 إلى 7004761 ألف دولار أمريكي باستثناء سنة 2010 التي بلغت 9172895 ألف دولار أمريكي.



المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على معطيات الجدول رقم(18.3)

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن هناك تزايد مستمر في إجمالي أصول الصناديق إلى غاية 2007، ثم شهدت السنوات اللاحقة تراجعا بسبب الأزمات العالمية والأحداث الداخلية للبحرين.

المطلب الثالث: أثر نشاط صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية من 2000-2015

لمعرفة مدى مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية للبحرين، سنتطرق من خلال هذا المطلب إلى إيجاد الأثر بين صناديق الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة وذلك من خلال المعادلة:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \dots + \beta_n X_{nt} + \epsilon_t$$

حيث أن Y_t : هو المتغير التابع

$X_{1t}, X_{2t} \dots X_{nt}$: عبارة عن المتغيرات المستقلة، والتي يفترض أنها تفسر المتغير التابع

$\beta_0, \beta_1 \dots \beta_n$: عبارة عن معالم النموذج و المطلوب تقديرها

ϵ_t : الخطأ العشوائي و يتضمن أثر المتغيرات الأخرى التي لم تدرج في النموذج

وسيتيم الاعتماد على برنامج Eviews 9.0 من أجل تقدير هذا النموذج.

أولاً: دراسة الأثر بين عدد الصناديق و قيمة الأسهم المتداولة

وذلك من خلال:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \varepsilon_t$$

حيث أن: Y_t : قيمة الأسهم المتداولة

X_1 : عدد الصناديق الإجمالية في السوق

β_0 : ثابت النموذج

β_1 : تغير أثر X_{1t} في المتغير التابع

وبعد عملية تقدير هذا النموذج بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية (MCO)، تحصلنا على النتائج

التالية: (أنظر الملحق رقم 4)

$$Y_t = -267.8399 + 17.96828X_1$$

$$(-1.412474) \quad (2.692252)$$

$$[0.1797] \quad [0.0175]$$

$$R^2 = 0.341121 \quad F = 7.248220 \quad \text{Prob} = 0.017520 \quad DW = 1.310964$$

• اختبار معنوية معالم النموذج: ويكون ذلك من خلال:

- اختبار معنوية β_0 ، حيث نعتمد على الفرضية التالية:

$$H_0: \beta_0 = 0$$

$$H_1: \beta_0 \neq 0$$

ومن خلال النتائج أعلاه نلاحظ أن إحصائية ستودنت المحسوبة تساوي $T_{cal} = -1.41$ ، و هي أقل

بالقيمة المطلقة من القيمة الجدولية عند درجة حرية $D_f = 14$ ، والتي تساوي $T_{tab} = 2.145$ عند مستوى

معنوية 5%، وهذا يعني قبول الفرضية الصفرية H_0 ، التي مفادها أن $\beta_0 = 0$

- اختبار معنوية β_1 ، حيث أن فرضيات هذا الاختبار هي:

$$H_0: \beta_1 = 0$$

$$H_1: \beta_1 \neq 0$$

ومن خلال النتائج السابقة نجد أن القيمة المحسوبة لإحصائية ستيودنت تساوي $T_{cal} = 2.69$ ، وهي أكبر من القيمة الجدولية $T_{tab} = 2.145$ ، ومنه نرفض الفرضية الصفرية، أي أنه لا يوجد أثر لعدد صناديق الاستثمار على قيمة الأسهم المتداولة.

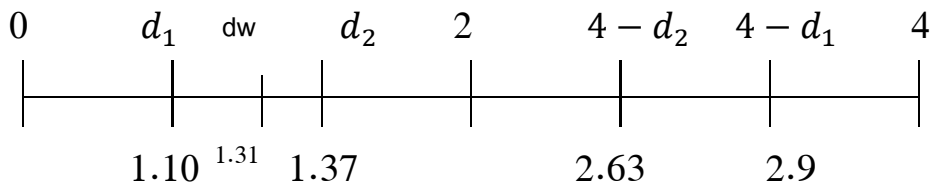
• دراسة صلاحية النموذج:

لدراسة صلاحية النموذج نقوم باستخدام إحصائية فيشر (F)، ومن خلال نتائج تقدير النموذج نلاحظ أن القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر تساوي $F_{cal} = 7.24$ وهي أكبر من القيمة الجدولية $F_{tab} = 3.74$ ، هذا يعني رفض الفرضية H_0 ، أي النموذج صالح.

كما نلاحظ من خلال النتائج أعلاه أن معامل التحديد $R^2 = 0.341121$ ، هذا يعني أن 34.1121% من التغير الحاصل في Y_t يفسر بواسطة المتغير X_2 ، أما النسبة المتبقية وهي 65.8879% فترجع إلى متغيرات أخرى لم تدرج في النموذج.

• اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى: DW:

الشكل رقم (16.3): اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى DW



حسب الشكل السابق نلاحظ أن قيمة DW واقعة في المجال $[1.10, 1.37]$ ، وهذا يدل على أنه يمكن أن يكون هناك ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى.

ثانياً: دراسة الأثر بين إجمالي أصول الصناديق وقيمة الأسهم المتداولة وذلك من خلال:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \varepsilon_t$$

حيث أن Y_t : قيمة الأسهم المتداولة

X_2 : إجمالي أصول الصناديق

β_0 : ثابت النموذج

β_1 : تغير أثر X_{1t} في المتغير التابع

وبعد عملية تقدير هذا النموذج بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية (MCO)، تحصلنا على النتائج التالية: (أنظر الملحق رقم 5)

$$Y_t = -30.47397 + 0.096328X_2$$

$$(-0.316324) \quad (2.969830)$$

$$[0.7564] \quad [0.0101]$$

$$R^2 = 0.386500 \quad F = 8.819890 \quad \text{Prob} = 0.010 \quad 140DW = 2.416403$$

• اختبار معنوية معالم النموذج: ويكون ذلك من خلال:

- اختبار معنوية β_0 ، حيث نعتمد في هذا الاختبار على الفرضية التالية:

$$H_0: \beta_0 = 0$$

$$H_1: \beta_0 \neq 0$$

ومن خلال النتائج أعلاه نلاحظ أن إحصائية ستودنت المحسوبة تساوي $T_{cal} = -0.31$ وهي أقل بالقيمة المطلقة من القيمة الجدولية عند درجة حرية $D_f = 14$ ، والتي تساوي $T_{tab} = 2.145$ عند مستوى معنوية 5%، وهذا يعني قبول الفرضية الصفرية H_0 ، التي مفادها أن $\beta_0 = 0$

- اختبار معنوية β_1 ، حيث أن فرضيات هذا الاختبار هي:

$$H_0: \beta_1 = 0$$

$$H_1: \beta_1 \neq 0$$

ومن خلال النتائج السابقة نجد أن القيمة المحسوبة لإحصائية ستودنت تساوي $T_{cal} = 2.96$ ، وهي أكبر من القيمة الجدولية $T_{tab} = 2.145$ ، ومنه نرفض الفرضية الصفرية، أي أنه يوجد أثر موجب لإجمالي أصول الصناديق على قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية البحرينى.

• دراسة صلاحية النموذج:

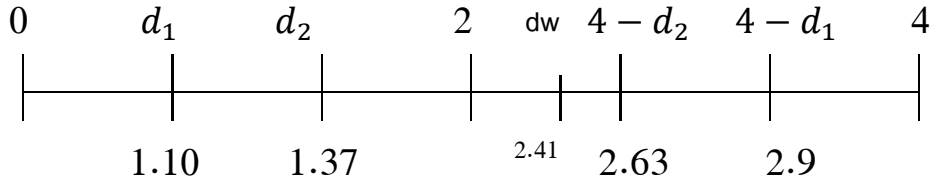
لدراسة صلاحية النموذج نقوم باستخدام إحصائية فيشر (F)، ومن خلال نتائج تقدير النموذج نلاحظ

أن القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر تساوي $F_{cal} = 8.81$ وهي أكبر من القيمة الجدولية $F_{tab} = 3.74$ ، هذا يعني رفض الفرضية H_0 ، أي النموذج صالح.

كما نلاحظ من خلال النتائج أعلاه أن معامل التحديد $R^2 = 0.386500$ ، هذا يعني أن 38% من التغير الحاصل في Y_t يفسر بواسطة المتغير X_2 ، أما النسبة المتبقية وهي 61.35% فترجع إلى متغيرات أخرى لم تدرج في النموذج.

• اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى DW:

الشكل رقم (17.3): اختبار وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى DW



حسب الشكل السابق نلاحظ أن قيمة DW واقعة في المجال $[1.37, 2.63]$ ، وهذا يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى.

المبحث الثالث: تقييم دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية لكل من السعودية و البحرين

نظرا للأهمية الكبيرة التي تتمتع بها صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، نعتمد على النتائج المتوصل إليها من خلال عملية تقدير النموذج بطريقة المربعات الصغرى العادية، وعلى البرنامج الإحصائي Eviews9.0، أيضا على تحليل الجداول الواردة في تقييم دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية للسعودية و البحرين.

المطلب الأول: تقييم دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية من 2000-2015

باعتبار السعودية تجربة رائدة عربيا في مجال صناعة صناديق الاستثمار، يمكن تقييمها من خلال الجدول التالي، والنتائج المتحصل عليها سابقا.

الجدول رقم(19.3): تطور إجمالي أصول صناديق الاستثمار في قيمة الأسهم المتداولة لسوق الأوراق المالية السعودية

مليار ريال

السنوات	إجمالي أصول الصناديق	قيمة الأسهم المتداولة
2000	38.56	65.293
2001	50.06	83.601
2002	48.82	133.787
2003	53.87	596.510
2004	60.32	1773.859
2005	136.97	4138.696
2006	84.10	5261.851
2007	105.10	2557.713
2008	74.81	1692.946
2009	89.55	1264.011
2010	94.74	759.184
2011	82.19	1098.836
2012	88.07	1929.318
2013	103.18	1369.666
2014	110.71	2146.512
2015	102.90	1660.623

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على الجدولين رقم(5،9)

نلاحظ من الجدول أعلاه أنه خلال الفترة (2000-2005)، ارتفاع إجمالي أصول صناديق الاستثمار من 38.56 إلى 136.97 مليار ريال، حيث رافقه ارتفاع أيضا في قيمة الأسهم المتداولة من 65.297 إلى 4138.686 مليار ريال، ونفس الشيء بالنسبة لسنتي 2012 و 2014، حيث ارتفع إجمالي الأصول إلى

88.07، 110.71 مليار ريال على التوالي، رافقه ارتفاع في قيمة الأسهم المتداولة إلى سنتي 1929.318، 2146.516 مليار ريال على التوالي، إلا أنه وفي سنتي 2006، 2011 نلاحظ أنه عن انخفاض إجمالي الأصول إلى ما يقدر ب 84.10، 82.19 مليار ريال رافقه ارتفاع في قيمة الأسهم المتداولة إلى 5261.851، 1098.836 مليار ريال على التوالي، وخلال السنوات 2007، 2009، 2010، 2013 نلاحظ أنه عند ارتفاع إجمالي أصول الصناديق حيث قدر ب 105.10، 89.55، 94.74، 103.18 مليار ريال على التوالي، انخفضت قيمة الأسهم المتداولة إلى 2557.713، 1264.011، 759.184، 1359.666 مليار ريال على التوالي، وفي السنتين 2008، 2015 وعند حدوث انخفاض في إجمالي أصول الصناديق إلى 74.81 و 102.90 مليار ريال على التوالي رافقه انخفاض أيضا في قيمة الأسهم المتداولة إلى 1692.946، 1660.623 مليار ريال على التوالي.

ومن خلال ما سبق يمكن الاستنتاج أن نسبة 60% من السنوات المدروسة تبين أن لأجمالي الأصول أثر على قيمة الأسهم المتداولة، حيث أن نسبة 77.78% منها له أثر ايجابي على قيمة الأسهم المتداولة، إذ أنه عند ارتفاع إجمالي الأصول ترتفع قيمة الأسهم المتداولة، ونسبة 22.22% تبين أنه هناك أثر سلبي على قيمة الأسهم، أي أنه عندما انخفاض إجمالي الأصول تنخفض معه قيمة الأسهم المتداولة. وهذا يؤكد ما توصلنا إليه من خلال عملية تقدير النموذج بواسطة المربعات الصغرى العادية، واعتمادنا على البرنامج الإحصائي Eviews9.0، أي أن لإجمالي أصول صناديق الاستثمار أثر ايجابي على قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية، ومنه نستنتج أن لإجمالي أصول الصناديق دور في تفعيل هذا السوق.

المطلب الثاني: تقييم دور صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية من 2000-2015

شهدت البحرين نموا في مجال صناديق الاستثمار، ومن خلال النتائج السابقة والجدول التالي يمكن تقييمها من خلال الجدول التالي والنتائج المتحصل عليها سابقا.

الجدول رقم(20.3): تطور إجمالي أصول صناديق الاستثمار في قيمة الأسهم المتداولة لسوق الأوراق المالية البحرين

مليون دينار

السنة	إجمالي عدد الصناديق	إجمالي الأصول	قيمة الأسهم المتداولة
2000	21	754.86	92.532
2001	21	1064.19	73.624
2002	29	1518.31	80.901
2003	30	1585.31	102.261
2004	23	1773.72	174.575
2005	24	2879.59	268.085
2006	35	3396.77	522.908
2007	32	5867.57	403.086
2008	39	4033.15	787.350
2009	35	3283.75	178.357
2010	35	3449.09	108.411
2011	31	3150.21	104.966
2012	26	2869.92	110.244
2013	23	2589.28	225.868
2014	21	2544.65	269.333
2015	19	2633.79	109.975

المصدر: من إعداد الطالبتين اعتمادا على الجداول رقم(14، 17، 18)

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أنه خلال السنوات 2002،2003، 2005، 2006، 2008 ارتفاع عدد صناديق الاستثمار إلى حوالي 29،30، 24، 35، 39 صندوق على التوالي، حيث رافقه ارتفاع أيضا في قيمة الأسهم المتداولة إلى ما يقدر ب 0.081،0.102، 0.268، 0.522، 0.787 مليار دينار على

التوالي، إلا أنه في 2007، 2009، 2011، 2015 انخفض عدد الصناديق إلى حوالي 32، 35، 31، 19 صندوق على التوالي، ورافقه انخفاض في قيمة الأسهم المتداولة إل ما يقدر بـ 0.403، 0.178، 0.105 0.110 مليار دينار على التوالي، لكن لم يحدث نفس الشيء خلال السنوات 2012، 2013، 2014 فعندما انخفض عدد الصناديق إلى 26، 23، 21 صندوق، حيث ارتفاع في قيمة الأسهم المتداولة إلى ما يقدر بـ 0.110، 0.226، 0.269 مليار دينار على التوالي، كما نلاحظ أنه عندما بقي عدد الصناديق على حاله مثلما حدث في سنتي 2001 كان هناك انخفاض لقيمة الأسهم المتداولة إلى ما يقدر بـ 0.073 مليار دينار، ولكن في 2010 بقي عدد الصناديق على حاله إلا أن قيمة الأسهم شهدت ارتفاعاً إلى حوالي 0.188 مليار دينار.

كما نلاحظ من خلال الجدول والشكل أيضاً أنه خلال الفترة من 2000-2006 ارتفع إجمالي الصناديق من 1.518 إلى 3.387 مليار دينار، حيث رافقه ارتفاع أيضاً في قيمة الأسهم المتداولة من 0.081 إلى 0.522 مليار دينار، إلا أنه في سنتي 2009، 2011 انخفض إجمالي أصول صناديق الاستثمار على ما يقدر بـ 3.283، 2.870 مليار دينار، وخلال السنوات 2008، 2012، 2013، 2014 نلاحظ أنه عند انخفاض إجمالي أصول صناديق الاستثمار إلى 4.033، 2.870، 2.589، 2.545 مليار دينار على التوالي، إلا أن هناك ارتفاع في قيمة الأسهم المتداولة إلى 0.787، 0.110، 0.226، 0.269 مليار دينار على التوالي، وفي السنوات 2001، 2007، 2015 عندما ارتفع إجمالي أصول الصناديق إلى حوالي 1.064، 5.867، 2.634 مليار دينار على التوالي رافقه انخفاض في قيمة الأسهم المتداولة إلى 0.073، 0.403، 0.110 مليار دينار.

ومن خلال ما سبق يمكن الاستنتاج أن نسبة 60% من السنوات المدروسة تبين أن لعدد صناديق الاستثمار أثر على قيمة الأسهم المتداولة، حيث أن نسبة 55.55% تبين أن هناك أثر إيجابي على قيمة الأسهم، في حين أن لـ 44.45% أثر سلبي، بينما لأثر إجمالي الأصول على صناديق الاستثمار فهو يقدر بحوالي 53.33% من السنوات المدروسة، حيث أن نسبة 75% تمثل الأثر الإيجابي ، ونسبة 25% تمثل الأثر السلبي على قيمة الأسهم المتداولة.

وهذا يؤكد ما توصلنا إليه من خلال عملية تقدير النموذج بواسطة المربعات الصغرى العادية، واعتمادنا على البرنامج الإحصائي Eviews9.0، أي أن لعدد وإجمالي أصول صناديق الاستثمار أثر

ايجابي على قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية البحرين، ومنه نستنتج أن لعدد وإجمالي أصول الصناديق دور في تفعيل هذا السوق.

المطلب الثالث: مقارنة بين دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي و البحرين من

2000 إلى 2015

من خلال عملية تقييم دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية لكل من السعودية و البحرين خلال الفترة 2000-2015، تبين لنا أن هناك أثر إيجابي لإجمالي أصول صناديق الاستثمار على قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية، وذلك بنسبة 77.78%، وأثر سلبي بنسبة 22.22% أما بالنسبة للبحرين كان هناك أيضا أثر إيجابي لإجمالي الأصول على قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 75% وسلبي بنسبة 25%.

أما فيما يخص عدد صناديق الاستثمار فإنه لا يوجد أثر لها على قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية، بينما تأثر ايجابيا على قيمة الأسهم المتداولة في سوق البحرين بنسبة 55.55% وسلبيا بـ 44.45%.

خلاصة

تعتبر سوق الأوراق المالية السعودي من أكبر أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، من حيث القيمة الرأسمالية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق، وتعد أيضا من الأسواق الأكثر تطورا في مجال صناديق الاستثمار من حيث العدد والأصول والتنوع والتنظيم، فقد عرفت الصناديق الاستثمارية نموا كبيرا خاصة في السنوات الأخيرة، مقارنة بسوق البحرين التي تعتبر أيضا من بين أسواق الأوراق المالية النشطة في الدول العربية لاحتوائها على مختلف الأدوات المالية المتداولة، حيث شهدت سوق الأوراق المالية تطورات في أدائها في الآونة الأخيرة، رغم تأثرها بالأزمة المالية العالمية و بعض الأحداث الداخلية، ومن خلال دراستنا لتجربة البلدين في صناديق الاستثمار للفترة الممتدة من 2000 إلى 2015 تبيّن لنا أن لإجمالي أصول صناديق الاستثمار أثر على قيمة الأسهم المتداولة في سوق السعودية لكن بالنسبة للبحرين فإن كل من عدد وإجمالي الأصول له تأثير على قيمة الأسهم المتداولة، أي أنه يمكن القول أن لصناديق الاستثمار دور في تنشيط سوق الأوراق المالية لكلا البلدين.

الخاتمة

الخاتمة

تعتبر سوق الأوراق المالية أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين مختلف الجهات المصدرة للأوراق المالية، إذ يتم فيه تداول العديد من الأدوات المالية منها التقليدية كالأسهم والسندات، ومنها الحديثة كالمشتقات المالية بمختلف أنواعها، كما أن سوق الأوراق المالية بدوره ينقسم إلى سوقين وهما، السوق الأولي الذي تصدر فيه الأوراق المالية لأول مرة، والسوق الثانوي الذي تتداول فيه هاته الأوراق.

وحتى يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم لا بد أن يكون هناك سوق كفاء، يتميز بوفرة المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة، بالإضافة إلى اعتماده على تحليل السوق مستعينا في ذلك على التحليل الفني و الأساسي، وعادة ما ينصح المستثمر الذي يمتلك مدخرات محدودة بألا يستثمرها بنفسه وألا يتعامل مع السوق مباشرة، نظرا لاحتمال عدم كفاية تلك المدخرات لبناء تشكيلة من الأوراق المالية، من شأنها تخفيض حجم المخاطر التي قد تتعرض لها مدخراته، كما أن تكلفة الاستفادة من خبرات المتخصصين في مجالات الاستثمار المختلفة قد تجعل من الاستثمار نفسه غير مريح نظرا لارتفاع التكاليف، بالتالي وجود قناة استثمارية تقلل من المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر منفردا وتدر عائدا معقولا بالنسبة له، وعليه فإن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية من خلال صناديق الاستثمار يعد من أفضل صيغ الاستثمار المتاحة لصغار المدخرين.

نتائج الدراسة:

من خلال معالجة موضوع الدراسة تم التوصل إلى النتائج التالية:

- يوجد أثر إجمالي أصول صناديق الاستثمار وقيمة على الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2000-2015)، حيث كلما ارتفع إجمالي أصول صناديق الاستثمار كلما ارتفعت معه قيمة الأسهم المتداولة، وكلما انخفض إجمالي الأصول تنخفض معه قيمة الأسهم المتداولة ؛
- لا يوجد أثر لعدد صناديق الاستثمار على قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة من (2000-2015)؛
- يوجد أثر إجمالي أصول صناديق الاستثمار على قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2000-2015)، حيث كلما ارتفع إجمالي أصول صناديق الاستثمار كلما ارتفعت معه قيمة الأسهم المتداولة، وكلما انخفض إجمالي الأصول تنخفض معه قيمة الأسهم المتداولة؛

- يوجد أثر لعدد صناديق الاستثمار على قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2000-2015)، حيث كلما ارتفع عدد صناديق الاستثمار ارتفعت معه قيمة الأسهم المتداولة، وكلما انخفض العدد تنخفض معه قيمة الأسهم المتداولة ؛
 - هناك دور لصناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية لكل من السعودية والبحرين خلال الفترة (2000-2015)
- اختبار الفرضيات:**

انطلاقاً من خلفية الدراسة، والنتائج المتوصل إليها فإننا سنحاول إثبات صحة الفرضيات من عدمها وذلك فيما يلي :

- تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية، صحيحة، وذلك من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تتناسب وظروف المستثمرين محدودي الموارد وقليالي الخبرة والمعرفة بخبايا السوق، وذلك بالإدارة الجيدة لمحافظهم واستخدام استراتيجيات معينة تحقق من خلالها مزايا عديدة يعجز المستثمر بمفرده عن تحقيقها و بأقل مخاطرة؛
- هناك أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 % لإجمالي أصول صناديق الاستثمار على قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة (2000-2015)، صحيحة، وهذا ما أثبتته الدراسة القياسية .
- هناك أثر إيجابي بين عدد صناديق الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة (2000-2015)، خطأ، وهذا مثبتته الدراسة القياسية؛
- هناك أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5 % لإجمالي أصول صناديق الاستثمار على قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2000-2015)، صحيحة، وهذا ما أثبتته الدراسة القياسية؛
- يوجد أثر إيجابي بين صناديق الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2000-2015)، صحيحة، وهذا مثبتته الدراسة القياسية والنتائج المتوصل من عملية التقييم ،حيث كلما ارتفع إجمالي صناديق الاستثمار كلما ارتفعت معه قيمة الأسهم المتداولة.

الاقتراحات:

من أجل إعطاء دور أكبر لسوق الأوراق المالية السعودية و البحرين يجب:

- فتح سوق الأوراق المالية السعودي والبحريني أمام المستثمرين الأجانب بشكل كامل، حيث يمكن لصناديق الاستثمار جذب المستثمرين الأجانب للاستثمار في السوق؛
- تحقق قدر كبير من الشفافية في التعاملات التي تتم في سوق الأوراق المالية، مع توفير المعلومات اللازمة للمدخر وبصورة دورية ومنظمة بدون مقابل؛
- رفع درجة الوعي الجماهيري لأهمية التعامل في سوق الأوراق المالية، وخاصة عن طريق صناديق الاستثمار، وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد، بتوفير الحوافز والدوافع لديهم من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في السوق، وحماية الأطراف المتبادلة؛
- حث البنوك العاملة على تأسيس المزيد من صناديق الاستثمار لجذب المزيد من المدخرين غير الفاعلين في الاقتصاد الوطني، وإعادة توظيفها وحماية صغار المستثمرين من تقلبات الأسواق و مخاطرها؛
- ضرورة وجود تقييم دائم لأداء الصناديق من أجل إعطاء صورة عن مكونات أصول الصندوق.

آفاق الدراسة:

إن موضوع صناديق الاستثمار واسع النطاق، وهذه الدراسة إلا جانب من جوانبه العديدة وكآفاق مستقبلية نقترح جملة من المواضيع:

- دور صناديق الاستثمار في تحقق التنمية الاقتصادية؛
- دراسة أثر تكاليف إدارة الصناديق الاستثمارية على عائد الصندوق؛
- أثر العولمة المالية على أداء صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية؛
- متطلبات إنشاء إدارة صناديق الاستثمار في الجزائر.

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

1. الكتب:

- 1- أحمد بن حسين بن أحمد الحسني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1999.
- 2- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، مصر، 1998.
- 3- أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها ضوابطها في الفقه الإسلامي، ط1، دار النفائس للنشر والتوزيع، 2007.
- 4- إلهام وحيد دحام، فاعلية أداء السوق المالي والقطاع المصرفي في النمو الاقتصادي، ط1، المركز القومي للإصدارات القانونية، مصر، 2013.
- 5- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، مصر، 1996.
- 6- جبار محفوظ، تنظيم إدارة البورصة، ج3، ط1، دار هومه، الجزائر، 2002.
- 7- جلال إبراهيم العبد، تحليل و تقييم الأوراق المالية، ط1، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 8- حسين عطا غنيم، دراسات في التمويل (التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل، أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية)، ط1، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005.
- 9- خلف فليح حسن، الأسواق المالية والنقدية، ط1، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 10- خليل كاظم مدلول العارضي وآخرون، إدارة المشتقات المالية (مدخل نظري وتطبيقي متكامل)، ط1، الدار المنهجية للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
- 11- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2012.
- 12- رسمية قرياقص، أسواق المال (أسواق - رأس المال - المؤسسات)، الدار الجامعية، 1999.
- 13- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، مصر، 2008.
- 14- سهيل مقابلة، كيف تستثمر في سوق الأسهم؟ (حالة سلطنة عمان)، ط1، دار الراية للنشر، الأردن، 2013.
- 15- السيد عليوه، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار المين للنشر والتوزيع، مصر، 2006.

- 16- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط1، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2010.
- 17- شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الاستثمار، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2012.
- 18- شقيري نوري موسى، المؤسسات المالية المحلية والدولية، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2009.
- 19- شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر)، الأطلس للنشر، الجزائر، 1999.
- 20- صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية، ط1، عالم الكتب للنشر والتوزيع، مصر، 2003.
- 21- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية (عملية، علمياً)، ط1، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000.
- 22- ضياء مجد الموسوي، البورصات (أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005.
- 23- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2006.
- 24- طارق عبد العال حماد، دليل الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- 25- طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 26- عبد الغفار حنفي، رسمية قريفاص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 27- عبد الغفار حنفي، رسمية قريفاص، الأسواق والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار)، الدار الجامعية، مصر، 2008.
- 28- عبد النافع عبد الله الزرري، غازي توفيق فرح، الأسواق المالية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
- 29- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، ط1، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 30- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 31- فريد النجار، أسواق المال والمؤسسات المالية محاور التمويل الاستراتيجي، الدار الجامعية، مصر، 2009.

- 32- فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية(الأسس النظرية والعملية)، ط1، دار وائل للنشر، 2008.
- 33- ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2011.
- 34- محب خلة توفيق، الهندسة المالية(الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار)، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.
- 35- محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر والتوزيع، مصر، 1996.
- 36- محمد البناء، أسواق النقد و المال(الأسس النظرية والعملية)، زهراء الشرق، مصر، 1996.
- 37- محمد الصيرفي، البورصة، ط1، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
- 38- محمد سويلم، إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، دار الهاني للطباعة، مصر، بدون سنة النشر.
- 39- محمد صالح الحناوى وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 40- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية ، مصر، 2004.
- 41- محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007.
- 42- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، مصر، 2005.
- 43- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- 44- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة(أسهم، سندات، أوراق مالية)، ط1، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- 45- محمد مطر، إدارة الاستثمارات(الإطار النظري والتطبيقات العملية)، ط2، مؤسسة الوارق للنشر والتوزيع، الأردن، 1999.
- 46- محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
- 47- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.

- 48- مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.
- 49- مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، ط1، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2009.
- 50- منى القاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، ط1، الدار المصرية اللبنانية، مصر، 2007.
- 51- منى القاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، ط1، الدار المصرية اللبنانية، مصر، 1995.
- 52- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف، مصر، 1999.
- 53- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر (الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات)، ج2، المكتب العربي الحديث، مصر، 2014.
- 54- منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، مصر 1999.
- 55- ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، ط1، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، 1999.
- 56- نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006.
- 57- هاشم فوزي دباس العادي، الهندسة وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، ط1، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 58- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.

II. المجلات و الدوريات

- 1- إبراهيم عبد الله القاضي، مخاطر استخدام المشتقات المالية على أداء الشركات المساهمة في سوق الكويت للأوراق المالية (دراسة تطبيقية)، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، الأردن، العدد الثالث، جوان 2015.
- 2- أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، جامعة واسط، العدد الخاص بمؤتمر الكلية، 2013.

- 3- إلياس خضير الحمدوني، تقييم أداء المحفظة المالية بالتطبيق في سوق عمان المالي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 4 العدد 2011/7.
- 4- حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطييف، العدد 2011/11.
- 5- رياض دهال، الأدوات المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 15، مارس 2003.
- 6- شوقي بورقبة، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطييف، العدد 2010/10.
- 7- صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة بسكرة، العدد 2010-2009/07.
- 8- صلاح الدين شريط، تقييم أداء صناديق الاستثمار وفقا للمؤشرات المركبة " ترينور " وتطبيقها على مصر للفترة 2005-2011، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، العدد 2013/10.
- 9- عبلة لمسلف، مبادلات العجز الائتماني وأثرها في الاستقرار المالي، مجلة دراسات اقتصادية، جامعة قسنطينة2، العدد 2015/2.
- 10- كمال بن موسى، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 2005/3.
- 11- لورا كودرس، مجلة التمويل والتنمية، 2008.
- 12- المشتقات المالية، معهد الدراسات المصرفية، إضاءات مالية مصرفية، الكويت، العدد2، ديسمبر 2009.
- 13- منير الحكيم، صناديق الاستثمار: عمليات، أسس إدارتها، مخاطرها، وقياس أدائها والعوامل المؤثرة على أدائها، الجزء الثاني، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، مج19، ع1، 2011.
- 14- هشام طلعت عبد الحكيم، أنور مصطفى، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم(نموذج جوردن) دراسة تطبيقية مختارة من الشركة الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق، العدد 81 / 2010.

III. الدراسات الجامعية

1- الأطروحات:

- 1- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2011-2012.
 - 2- عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار (دراسة تجارب دولية)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الشلف، 2015-2016.
 - 3- نادية العقون، العولمة الاقتصادية و الأزمات المالية: الوقاية و العلاج (دراسة لأزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية)، أطروحة دكتوراه ، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2012-2013.
- 2- مذكرات الماجستير**
- 1- بن عيسى عبد الرحمان، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية دراسة نظرية تطبيقية، مذكرة ماجستير، جامعة يحي فارس المدينة، 2008-2009.
 - 2- حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم (دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية الأردن، السعودية، فلسطين)، مذكرة ماجستير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014-2015.
 - 3- خالد إدريس، فعالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البورصة (دراسة استشرافية)، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2007-2008.
 - 4- خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنمية التعاملات المالية (دراسة مقارنة بلدان المغرب العربي)، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2006.
 - 5- خيرة الداوي، تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية (دراسة حالة سوق عمان للأوراق المالية ما بين الفترة 2005-2009)، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، 2011-2012.
 - 6- رباح أمين المانبع، الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر3، 2010-2011.
 - 7- سميرة بلجبلية، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006، مذكرة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة.
 - 8- سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية (دراسة حالة البنك BNP PARIBAS)، مذكرة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2005-2006.
 - 9- عبد الرحمن بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012.

IV. المؤتمرات والملتقيات

- 1- بشار المصري، تجربة الصناديق الاستثمارية في فلسطين "سوق فلسطين للأوراق المالية: عقد من الصمود والانجاز والتحدي"، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، غزة، يومي 8-9/9/2007.
- 2- شبليّة عائشة، صناديق الاستثمار الإسلامية وحاجة السوق إليها، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8 و9 ديسمبر 2013.
- 3- صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات.
- 4- عبد الحميد محمود البعلي، إدارة صناديق الاستثمار (الواقع التنظيمي والتخريج الشرعي وضوابطه الفقهية)، ورقة بحثية مقدمة ضمن المؤتمر الأول للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2007/06/05.
- 5- عبد الفتاح صقر، الصناديق الاستثمارية: قراءة في التجربة الأردنية، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الثاني لسوق رأس المال الفلسطيني، رام الله، فلسطين، 2008/10/27.
- 6- عدير أحمد خليل، تطور ابتكار صناديق استثمار متوافقة مع الشريعة الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، الأردن، أيام 6-7/8/2014.
- 7- غسان الطالب، صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، الأردن، أيام 6-7/8/2014.
- 8- محمد براق و آخرون، أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا و صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الأول بعنوان "الاقتصاد الإسلامي، الواقع .. ورهانات المستقبل"، المركز الجامعي غرداية، الجزائر، أيام 23-24 فيفري 2011.
- 9- محمد بوجلال، مريم زابدي، دور صناديق الاستثمار الإسلامي في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية (حالة سوق الأسهم السعودي)، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الثاني للصناعة المالية الإسلامية آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، أيام 8-9/12/2013.
- 10- محمد علي القري، صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة في ندوة التطبيقات الاقتصادية الإسلامية المصرفية، المغرب، أيام 5-8 ماي 1998.

11- محمود سحنون، سميرة محسن، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، ورقة مقدمة في الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس سطيف، يومي 20-21 أكتوبر، 2009.

V. التقارير:

- 1- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي 44، 48، 50، 51، 52.
- 2- هيئة السوق المالية السعودية، التقارير السنوية 2008، 2010، 2012.
- 3- السوق المالية السعودية، التقرير الإحصائي السنوي 2015.
- 4- مؤسسة النقد العربي السعودي، النشرة الإحصائية السنوية 2016.
- 5- بورصة البحرين، التقارير السنوية 2002-2015.
- 6- بورصة البحرين، نشرة التداول السنوية 2015.
- 7- مصرف البحرين، النشرة الإحصائية لشهر ديسمبر للسنوات 2001-2016.

VI. مواقع الانترنت

- | | |
|--|-------------------------------|
| www.egx.com.eg | - البورصة المصرية |
| www.cma.org.sa | - هيئة السوق المالية السعودية |
| www.tadawul.com.sa | - السوق المالية السعودية |
| ar.wikipedia.org/wiki | |
| www.bahrainbourse.com/ar | - بورصة البحرين |
| www.cbb.gov.bh/ar | - مصرف البحرين |

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- 1-Bob Morrissey, Financial derivatives module, Securities & Investment Institute, 2007.
- 2- Régis Bourbonnais, Econométrie, 9^{em} édition, Dunod, Paris, 2015

الملاحق

الملحق رقم (01): نتائج تقدير النموذج بواسطة طريقة المربعات الصغرى لأثر عدد صناديق الاستثمار
وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 05/24/17 Time: 10:11
Sample: 2000 2015
Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-792.0587	1674.839	-0.472916	0.6436
X1	11.48207	7.631592	1.504544	0.1547
R-squared	0.139185	Mean dependent var		1675.150
Adjusted R-squared	0.077698	S.D. dependent var		1418.670
S.E. of regression	1362.442	Akaike info criterion		17.38841
Sum squared resid	25987481	Schwarz criterion		17.48499
Log likelihood	-137.1073	Hannan-Quinn criter.		17.39336
F-statistic	2.263653	Durbin-Watson stat		0.760889
Prob(F-statistic)	0.154664			

المصدر: نتائج البرنامج الإحصائي Eviews9.0

الملحق رقم (02): نتائج تقدير النموذج بواسطة طريقة المربعات الصغرى بعد تصحيح مشكلة الارتباط

الذاتي للأخطاء لأثر عدد صناديق الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية

السعودي

Dependent Variable: Y

Method: ARMA Maximum Likelihood (OPG - BHHH)

Date: 06/04/17 Time: 12:26

Sample: 2000 2015

Included observations: 16

Convergence achieved after 37 iterations

Coefficient covariance computed using outer product of gradients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-438.3159	3113.417	-0.140783	0.8904
X1	9.581879	13.56785	0.706219	0.4935
MA(1)	0.645288	0.317065	2.035192	0.0645
SIGMASQ	958068.4	581686.1	1.647054	0.1255
R-squared	0.492236	Mean dependent var		1675.150
Adjusted R-squared	0.365294	S.D. dependent var		1418.670
S.E. of regression	1130.232	Akaike info criterion		17.14421
Sum squared resid	15329095	Schwarz criterion		17.33736
Log likelihood	-133.1537	Hannan-Quinn criter.		17.15410
F-statistic	3.877669	Durbin-Watson stat		1.446986
Prob(F-statistic)	0.037717			
Inverted MA Roots	-0.65			

المصدر: نتائج البرنامج الإحصائي Eviews9.0

الملحق رقم (03): نتائج تقدير النموذج بواسطة طريقة المربعات الصغرى لأثر إجمالي صناديق
الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي

Dependent Variable: YM
Method: Least Squares
Date: 05/24/17 Time: 10:24
Sample: 2000 2015
Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1033.768	959.7457	-1.077127	0.2996
X2	32.73741	11.06420	2.958859	0.0104

R-squared	0.384746	Mean dependent var	1675.150
Adjusted R-squared	0.340800	S.D. dependent var	1418.670
S.E. of regression	1151.835	Akaike info criterion	17.05257
Sum squared resid	18574125	Schwarz criterion	17.14914
Log likelihood	-134.4205	Hannan-Quinn criter.	17.05751
F-statistic	8.754847	Durbin-Watson stat	1.359551
Prob(F-statistic)	0.010363		

المصدر: نتائج البرنامج الإحصائي Eviews9.0

الملحق رقم (04): نتائج تقدير النموذج بواسطة طريقة المربعات الصغرى لأثر عدد صناديق الاستثمار
وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية البحريني

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 05/24/17 Time: 10:30
Sample: 2000 2015
Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-267.8399	189.6246	-1.412474	0.1797
X1	17.96828	6.674070	2.692252	0.0175

R-squared	0.341121	Mean dependent var	230.7798
Adjusted R-squared	0.294059	S.D. dependent var	193.7603
S.E. of regression	162.7981	Akaike info criterion	13.13937
Sum squared resid	371044.9	Schwarz criterion	13.23594
Log likelihood	-103.1149	Hannan-Quinn criter.	13.14431
F-statistic	7.248220	Durbin-Watson stat	1.310964
Prob(F-statistic)	0.017520		

المصدر: نتائج البرنامج الإحصائي Eviews9.0

الملحق رقم(05): نتائج تقدير النموذج بواسطة طريقة المربعات الصغرى لأثر إجمالي صناديق
الاستثمار وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية البحريني

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 05/24/17 Time: 10:32
Sample: 2000 2015
Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-30.47397	96.33771	-0.316324	0.7564
X2	0.096328	0.032435	2.969830	0.0101
R-squared	0.386500	Mean dependent var		230.7798
Adjusted R-squared	0.342679	S.D. dependent var		193.7603
S.E. of regression	157.0919	Akaike info criterion		13.06801
Sum squared resid	345490.0	Schwarz criterion		13.16458
Log likelihood	-102.5441	Hannan-Quinn criter.		13.07295
F-statistic	8.819890	Durbin-Watson stat		2.416403
Prob(F-statistic)	0.010140			

المصدر: نتائج البرنامج الإحصائي Eviews9.0

المخلص

ملخص:

كان هدفنا من خلال هذه الدراسة معالجة موضوع في غاية الأهمية، تتمحور اشكاليته في معرفة دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية، وذلك بغرض إبراز أثر كل من عدد و إجمالي أصول صناديق الاستثمار على قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي و البحريني خلال الفترة 2000-2015.

ومن خلال هذه الدراسة تم التوصل إلى النتائج التالية:

- يوجد أثر إجمالي أصول صناديق الاستثمار على قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي و البحريني.
 - يوجد أثر لعدد صناديق الاستثمار على قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي.
 - يوجد أثر لعدد صناديق الاستثمار على قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية البحريني.
- الكلمات المفتاحية:** سوق الأوراق المالية، صناديق الاستثمار، الأدوات المالية المتداولة، مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، سوق الأوراق المالية السعودي، سوق الأوراق المالية البحريني.

Résumé:

Notre objectif par cette étude c'est pour aborder un sujet très important, ce problématique axée de connaître le rôle des fonds d'investissement dans la relance du marché boursier, Afin de mettre en évidence l'impact à la fois du nombre et de l'actif total des fonds d'investissement sur la valeur des actions échangés dans le marché boursier saoudien et bahreïni pendant la période 2000-2015.

A travers cette étude atteint les résultats suivants:

- Il ya un impact de l'actif total des fonds d'investissement sur la valeur des titres échangés sur le marché boursier saoudien et bahreïni.
- Il ya un impact d'un certain nombre d'investissements sur la valeur des actions échangés sur les fonds du marché boursier saoudien
- Il ya un impact d'un certain nombre d'investissements sur la valeur des actions échangés sur les fonds du marché boursier Bahreïn.

Les Mots clefs: marchés boursier, fonds d'investissement, les instruments financiers échangés, indicateurs de performance du marché boursier, le marché boursier saoudien, le marché boursier Bahreïn.

Thank you for evaluating AnyBizSoft PDF Merger! To remove this page, please register your program!

[Go to Purchase Now>>](#)



AnyBizSoft

PDF Merger

- ✓ Merge multiple PDF files into one
- ✓ Select page range of PDF to merge
- ✓ Select specific page(s) to merge
- ✓ Extract page(s) from different PDF files and merge into one