



بسكرة

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة محمد خيضر - بسكرة -
كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم: العلوم الاقتصادية



بسكرة

الموضوع

دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية
- دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية - خلال
الفترة (2006-2016)

مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم الاقتصاد

تخصص: اقتصاد دولي

الأستاذ المشرف:

د/ رايس مبروك

إعداد
الطالبة:

فرحات سلمى

رقم التسجيل:/Master-GE/2017
تاريخ الإيداع

الموسم الجامعي 2016-2017

الأهداء

يقول الله تعالى: " يرفع الله الذين آمنوا منكم والذين أتوا العلم درجات" صدق الله العظيم

أحمد الله على اتمام هذا العمل المتواضع.

أقدم هذا العمل الى الوالدين الكريمين الذين سهرا في تربيته

ولولا عنايتها لما وصلت الى هذه المرحلة

كما أهدي هذا العمل الى زوجي العزيز بدر الدين مباركي

الى اختي وقره عيني هديل

الى أخواتي وزميلاتي في الدراسة

الى جميع اساتذة قسم العلوم الاقتصادية

الى كل من أعانني في اتمام هذا العمل

والى كل من يسعى الى طلب العلم

فريجات سلمى

شكر ومحرفان

الحمد لله الذي أنار لنا درب العلم والمعرفة وأعاننا على أداء هذا العمل
نتوجه بجزيل الشكر والامتنان في بحثنا الى:
أستاذي وقدوتي الذي قبل الاشراف على هذه مذكرة كان مثال الأستاذ المرشد والناصح،
فله مني أسمى عبارات الشكر: راييس مبروك،
كما أتقدم بالشكر للأستاذ الفاضل بوعبد الله علي على نصائحه القيمة والتي
كانت عوننا لي في اتمام هذا البحث جزاه الله الجزاء الأوفر
وفي الأخير أتقدم الى أعضاء لجنة المناقشة الأفاضل على قبولهم
مناقشة هذا العمل المتواضع.

فرحات سلمى

فهرس المحتويات

فهرس الأشكال والجداول

1 فهرس الجداول:

الصفحة	العنوان	رقم
21	أوجه الاختلاف بين السهم الممتاز والسهم العادي	01
24	خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية	02
25	أهم الفروقات وأوجه الاتفاق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة	03
28	تلخيص خيارات الشراء والبيع	04
61	يمثل الفرق بين صناديق الاستثمار المغلقة والمفتوحة	05
74	قائمة التوزيعات المقترحة للأرباح عن الفترة المالية المنتهية في //	06
82	عدد الصناديق حسب الدولة وحسب نوع الصندوق	07
88	الفرق بين المؤشرين شارب وترينو	08
98	يمثل الطلبات المتعلقة بالادراج في سوق الكويت للأوراق المالية	09
102	يمثل تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2016)	10
103	يمثل تطور مؤشر السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2006- 2016)	11
104	يمثل تطور رأس المال السوقي في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2016)	12
106	يمثل تطور عدد صناديق الاستثمار في الكويت خلال الفترة (2006-2016)	13
117	يوضح اجمالي قيمة الأصول خلال الفترة (2006-2016)	14

2 فهرس الأشكال:

الصفحة	العنوان	الرقم
07	التقسيم الأكثر شيوعاً للسوق المالية	01
14	مكونات السوق الثانوية والعلاقة بينها	02
70	يمثل العلاقة بين العائد والمخاطرة	03
110	مقارنة بين تطور عدد الصناديق وتطور عدد الشركات المدرجة في السوق الكويتي للأوراق المالية في الفترة (2006-2016)	04
111	يوضح مقارنة بين تطور عدد صناديق الاستثمار وقيمة التداول في الفترة (2006-2016)	05
113	يوضح مقارنة بين تطور عدد صناديق الاستثمار ومعدل دوران السهمفي الفترة (2006-2016)	06
114	يوضح مقارنة بين تطور عدد صناديق الاستثمار ومؤشر الرأس المال السوقي في الفترة (2006-2016)	07
118	يوضح تطور عدد الشركات المدرجة خلال الفترة (2006-2016)	08
120	يوضح تطور قيمة التداول خلال الفترة من (2006-2016)	09
221	يوضح تطور مؤشر الرأس مال السوقي خلال الفترة من (2006-2016)	10

قائمة الجداول والأشكال

ملخص البحث:

تهدف هذه الدراسة إلى معالجة موضوع دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية مع دراسة حالة سوق الأوراق المالية الكويتي، فبعد استعراض المفاهيم النظرية الخاصة بسوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار والعلاقة التي تربط بينهما، تأتي الدراسة التطبيقية حيث تمنا بدراسة أداء السوق المالي الكويتي خلال الفترة 2006-2016، من خلال دراسة عدم مؤشرات التباين بالإضافة إلى دراسة تطور أداء صناديق الاستثمار في الكويت محاولة إيجاد نسبة مساهمتها في تنشيط السوق المالية الكويتية.

ولقد خلصت الدراسة إلى نتائجها من أبرزها أن سوق الأوراق المالية الكويتية نجحت في استيعاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية عن طريق صناديق الاستثمار، إذ حققت هذا الأخير تموا في عدد هائل من المشاريع فيها، كما أوضحت نتائج الدراسة أن لصناديق الاستثمار أثر علمي مؤثر في أداء سوق الأوراق المالية الكويتي خصوصاً على القيمة السوقية، حجم القطاعات، حجم التداول ونوع الاستثمار وقد أصبحت صناديق الاستثمار هي الرافد الحديث لسوق المال، وهي التي يمكن من خلالها خلق الفجوة الكبيرة بين السوق النقدي وسوق رأس المال في الجزائر وذلك بتحريك بورصة الجزائر، فالتجربة الكويتية كانت ناجحة في مجال صناديق الاستثمار حيث ساهمت هذه الأخيرة في توفير مناخ مناسب للتنمية وزيادة تدفق الأموال إلى الاقتصاد الكويتي ويمكن الاستفادة من هذه التجربة لتفعيل صناديق الاستثمار في الجزائر ومنه تنشيط السوق المالية الجزائرية.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، صناديق الاستثمار، التنشيط، سوق الكويت للأوراق المالية.

Résumé: cette étude vise à examiner le rôle du Fonds d'investissement dans la revitalisation du marché boursier avec une étude de cas de la bourse koweïtienne, après avoir examiné une supposée des concepts théoriques pour le marché boursier et de fonds communs de placement et de la relation entre eux, appliqué l'étude où nous avons étudié la performance du marché financier koweïtien au cours de la période 2006-2016, par l'étude de plusieurs indicateurs à étudier l'évolution de la performance des fonds d'investissement au Koweït et tenter de trouver un taux de contribution à la revitalisation du marché financier. L'étude a des résultats importants, notamment la bourse koweïtienne a réussi à absorber les domestiques et les capitaux étrangers grâce à des fonds d'investissement, avec

une culture ce dernier nombre et le nombre de participants, que les résultats de l'étude ont indiqué que l'impact du Fonds d'investissement sur les indicateurs de performance boursière koweïtiens en particulier sur la valeur marchande, de la taille des secteurs, le volume et le type de fonds d'investissement est devenu un affluent du marché des capitaux, ce qui pourrait étouffer l'écart important entre l'instruments du marché monétaire et le marché du travail Capitale de l'Algérie en déplaçant la Bourse.

Mots clés : bourse, fonds d'investissement, activation, marché de la bourse de kwait.

مقدمة عامة

1- تمهيد

الحمد لله الذي شرع للحلق شريعة الحق وجعل الاسلام شريعته الخاتمة، وحجته الناطقة، واشهد أن محمداً عبده ورسوله صلى الله عليه وسلم وعلى آله وصحبه أجمعين..... وبعد:

يستقطب التمويل اهتمام العديد من الاقتصاديين لارتباطه الوثيق بالتنمية في شقيها الاقتصادي والاجتماعي. وبالرغم من تعدد أساليب التمويل المتاحة، إلا أن السبل الكفيلة بالاستخدام الأمثل لتلك الأساليب وجعلها مُكملة لبعضها البعض يشكل التحدي الأكبر لأي اقتصاد، ومن هذه الاساليب نجد الاسواق المالية حيث حظيت هذه الاسواق في العصر الحديث وخاصة بعد العولمة المعاصرة بمكانة عظيمة، وغدا اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاط سوقها المالي فهي مرآة حقيقية تعكس الصورة الحقيقية للاقتصاد. ويرجع تاريخ نشأة أسواق الأوراق المالية إلى عهد الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد، الا أنها لم تأخذ شكلها النهائي الذي نعرفه اليوم إلا بمرور الوقت حيث مرت بمراحل كثيرة ومتعددة حتى أصبحت اليوم تشكل عصب الحياة المالية في الدول المتقدمة وزاد الاهتمام بالاستثمار في الأوراق المالية وشهد تطورات كبيرة من نواحي متعددة، و ظهرت نظريات عديدة تتناول هذا الموضوع هدفت إلى تعظيم العائد المتوقع من الاستثمار وتخفيض المخاطر إلى مستويات مقبولة، حيث أن الاحتفاظ بالأموال على شكل نقد سائل فيه مخاطرة لذلك يسعى المستثمر الى استثمارها في شكل اوراق مالية هذا الامر الذي يحتاج الى تخصص دقيق وخبرة كافية بأحوال السوق وتكوين محفظة مالية متوازنة جعل شركات الاستثمار والمصارف التجارية وشركات التأمين الى انشاء صناديق الاستثمار Mutual Funds والتي تعتبر من الادوات المستحدثة في عالمنا والتي تساعد أصحاب رعوس الأموال على استثمار ما لديهم بشكل جيد، خاصة أولئك الذين لا يمتلكون القدرة على استثمار ما لديهم من مدخرات، وتكوين محفظة مالية متنوعة وكذلك تنمية الوعي الاستثماري لدى افراد المجتمع من خلال تعريف صناديق الاستثمار وأنواعها ومزاياها، وتلعب صناديق الاستثمار دورا كبيرا، وذلك عن طريق ربط الاستثمارات ورؤوس الأموال المحلية برؤوس الأموال العالمية وتوجيهها نحو تمويل المشروعات الاقتصادية فصناديق الاستثمار تكتسب ثقة المدخرين من خلال إدارة علمية لعملياتها من خلال الاستفادة من إمكانيات التنوع الواسعة في مكونات محفظتها المالية. وفي ظل العولمة اصبحت الخصخصة اساس سياسة الاصلاح الاقتصادي في بعض الدول التي تعاني من مشاكل اقتصادية ولا شك ان تنشيط سوق الاوراق المالية هو الوسيلة الفعالة القادرة على تحقيق عملية الخصخصة ويتم تنشيط هذه الاسواق عن طريق صناديق الاستثمار من خلال جذب مستثمرين جدد

فصناديق الاستثمار تكتسب ثقة المدخرين من خلال إدارة عملياتهم، وتساهم في التقليل من المخاطر من خلال التنويع والحصول على أكبر عوائد ممكنة. وتبرز أهمية هذا البحث بغرض تسليط الضوء على الدور الذي تؤديه صناديق الاستثمار في تنشيط عمليات التبادل في سوق الكويت للأوراق المالية وتحسين المناخ الاستثماري.

2- اشكالية الدراسة:

تعتبر مشكلة البحث في ايجاد وسائل حديثة وجديدة كصناديق الاستثمار تساعد في تنشيط أسواق الأوراق المالية، ومعرفة الجدوى الاقتصادية لهذه الصناديق في السوق الكويتية للأوراق المالية، من خلال ما سبق وبناءً على المعطيات السابقة يمكن صياغة الاشكالية التي تعالجها الدراسة على النحو التالي:

كيف تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الكويت للأوراق المالية ؟

3- الأسئلة الفرعية:

وكمحاولة لمعرفة الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار في تنشيط السوق المالي وضعنا الاسئلة الفرعية التالية:

- 1- ما المقصود بسوق الأوراق المالية؟
- 2- كيف يمكن تحقيق الكفاءة الكاملة وماهي متطلبات السوق الكفء؟
- 3- هل يمكن اعتبار صناديق الاستثمار كمؤسسات للادخار والاستثمار معاً؟
- 4- ما هي أهمية صناديق الاستثمار كأداة لتعبئة الادخار ؟
- 5- هل سيؤدي وجود صناديق الاستثمار إلى زيادة حجم التداول في سوق الأوراق المالية وعدد الشركات المدرجة فيها؟
- 6- ما مدى فعالية صناديق الاستثمار في تنشيط السوق الكويتي للأوراق المالية ؟
- 7- كيف يمكن وضع آليات جديدة تمكن من تحسين عملية سير صناديق الاستثمار في الجزائر وتغيير هذه الوضعية إلى الحالة المرغوبة بالاعتماد على التجربة الكويتية؟

4- الفرضيات:

على ضوء الإشكالية المطروحة و ما احتوتها من أسئلة مختلفة، فإنني اعتمدت صياغة الفرضيات التالية للإجابة عليها وهي كالتالي:

- 1- أسواق الأوراق المالية هي وسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية وبين فئات العجز المالي.
- 2- تتحقق الكفاءة الكاملة بوجود نظم قوية وفعالة للمعلومات تتيح للمتعاملين معلومات تتعلق بالسوق والأوراق المالية.
- 3- صناديق الاستثمار تعتبر من بين المؤسسات المالية التي تقوم بتجميع المدخرات من الأفراد وتوجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة بهدف تعظيم الأرباح.
- 4- تعمل صناديق الاستثمار على جذب عدد كبير من المستثمرين عن طريق إيداع مدخراتهم في شكل ودائع
- 5- تسعى صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية من خلال تقليل مخاطر الاستثمار وبالتالي زيادة عدد الشركات في البورصة.
- 6- يحتوي سوق الكويت للأوراق المالية على عدد كبير من صناديق الاستثمار والتي ساهمت في تنشيطه من خلال زياد عدد المستثمرين وتوفير ضمانات لهم.
- 7- السعي لتطوير صناديق الاستثمار في الجزائر وتشريع القوانين التي تنظم عملية سيرها من أجل تطوير وتنشيط سوقها المالي.

5- أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذه الدراسة في إعطاء رؤية علمية في إطار متكامل من التطورات النظرية والتطبيقية التي تبين الفعالية الاقتصادية لصناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وذلك بتسليط الضوء على صناديق الاستثمار باعتبارها وعاء استثماري جيد له تأثيره في جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار عن طريق جذب المدخرات في سوق الأوراق المالية، وإمكانية الاستفادة من تجربة صناديق الاستثمار في الكويت وإمكانية تطبيقها في الجزائر.

6- أهداف الدراسة:

تسليط الضوء على الجوانب التالية:

- توضيح مفهوم صناديق الاستثمار.
- التعرف على أهمية صناديق الاستثمار في الاقتصاد.
- تسليط الضوء على الوفرة الاقتصادية التي تحققها الصناديق للمستثمر.
- تحديد الدور الذي يمكن أن تقوم به صناديق الاستثمار كأداة لجذب شريحة جديدة من المستثمرين.
- تبيان الدور الذي تؤديه صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية الكويتية.
- محاولة الاستفادة من التجربة الكويتية وتطبيقها في الجزائر للنهوض بالسوق المالي الجزائري.

7- حدود الدراسة:

من أجل معالجة الاشكالية تم تحديد إطارين زمني ومكاني:

الإطار الزمني: تتجلى في فترة الدراسة التي حددت ما بين (2006-2016)

الإطار المكاني: فالدراسة تخص واقع صناديق الاستثمار في البحرين لأنها تعتبر من أكثر الاسواق العربية نشاطاً، كما أن الكويت تحتوي على عدد معتبر من صناديق الاستثمار لذلك سعينا من أجل التعرف على أهمية هذه الصناديق في تنشيط اسواقها المالية.

8- أسباب اختيار الموضوع:

- تسليط الضوء على صناديق الاستثمار كإحدى أهم المؤسسات المالية التي تهدف إلى تجميع المدخرات واستثمار أموال المدخرين في الاوراق المالية، كما تساعد البنوك في تطوير محافظها المالية إذ يمكن الاستعانة بها للبيع في البورصة وبالتالي فهي تساهم في تطوير الجهاز المصرفي.
- جاءت هذه الدراسة من أجل توضيح كيفية عمل صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية والاستفادة من الاستراتيجيات المتبعة في هذه الصناديق لتطبيقها على الجزائر من أجل تنشيط سوقها المالي نظرا لحاجتها الكبيرة إلى موارد تمويلية لتحريك العجلة الاقتصادية بها و تطوير نشاطاتها من اجل اللحاق بركب الدول الأكثر نموا.
- كون الموضوع ضمن مجال التخصص: اقتصاد دولي.
- الشعور بقيمة وأهمية الموضوع .

9- منهج الدراسة:

المنهج الوصفي التحليلي: حيث اعتمدنا المنهج الوصفي في الفصل النظري من اجل دراسة صناديق الاستثمار وأسواق الاوراق المالية، أما المنهج التحليلي فاعتمدنا عليه في تحديد العلاقة بين صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية، وتحليل البيانات المتاحة الخاصة بأداء سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار في الكويت.

المنهج التاريخي: تم الاستعانة بو في تتبع مراحل نشأة سوق الاوراق المالية، ومراحل نشأة صناديق الاستثمار وتطورها في الكويت.

منهج دراسة حالة: والمتمثل في دراسة صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط سوق الكويت للأوراق المالية.

10_ وسائل جمع البيانات:

اعتمدنا في هذه الدراسة على مجموعة من المراجع والمتمثلة في الكتب والرسائل الجامعية والاطروحات والملتقيات والمجلات.... أما فيما يخص الإحصائيات فقد اعتمدنا على مواقع الكترونية وتقارير.

11_ الدراسات السابقة:

سنستعرض بعض البحوث و الدراسات التي تم الطلاع عليها بصدد اعداد هذا الموضوع:

1- دراسة شريط صلاح الدين بعنوان: " دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة

جمهورية مصر العربية:"

تهدف الدراسة إلى التعرف على مدى أهمية صناديق الاستثمار في النهوض بسوق الأوراق المالية والتأثير على الاستثمارات في سوق الأوراق المالية وتنوعها، كذلك دراسة صناديق الاستثمار في جمهورية مصر العربية لتقييم أداءها وتأثيرها على توجيه الاستثمارات بسوق الأوراق المالية في مصر، عرض أنواع صناديق الاستثمار وأهدافها وربطها مع تقاريرها المالية وكيفية تعامل المستثمر معها، أيضاً معرفة الوظائف الاقتصادية والمالية لصناديق الاستثمار عامة وصناديق الاستثمار المتخصصة خاصة.

المنهج المستخدم: تتبع الدراسة المنهج الاستقرائي، والمنهج التحليلي في تحليل البيانات المتاحة الخاصة بأداء سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار في جمهورية مصر العربية.

وخلصت الدراسة إلى:

أنه وفي ظل بيئة المناخ الاستثماري والاستقرار الظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية فإن الاقتصاد المصري قادر على تخطي العديد من المشكلات والعقبات التي تواجهه، ويؤكد ذلك ما تحقق من بعض النتائج الايجابية في ظل الاصلاح الاقتصادي وبرامج

الخصوصية وإصدار القوانين والتشريعات المنظمة لسوق رأس المال المصري، وخاصة قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم (95) لسنة 1992، الذي خلق أدوات جديدة تعمل على تنشيط سوق المال في مصر ومنها صناديق الاستثمار الذي كان لها الدور الرئيسي في تنشيط سوق رأس المال وفتح قنوات استثمار كبيرة بين السوق النقدي وسوق رأس المال الذي جعل البورصة المصرية تواكب تطور أسواق المال العالمية خلال الثلاثين عاما الماضية.

2- مداخلة بوجلال محمد وزايد مريم بعنوان: " دور صناديق الإستثمار الإسلامية في تفعيل سوق

الأوراق المالية الإسلامية-حالة سوق الأسهم السعودي":

تهدف هذه المداخلة إلى تبيان الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار الإسلامية كوسيلة هامة و فعالة لتجميع المدخرات والتمويل، ولهذا تشكل الصناديق الإسلامية مع أسواق الأوراق المالية أهم دعائم النظام المالي، وهو ما برز بشكل واضح في توجه العديد من دول العالم لإقامة مثل هذه الركائز.

وخلصت الدراسة إلى:

أن كل من صناديق الاستثمار الإسلامية وأسواق الاوراق المالية الإسلامية يشكلان رافدان أساسيان في الصناعة المالية الإسلامية، فالأولى أنشأت لتؤدي دورا محوريا في أسواق المال وفي تمويل اقتصاد أي دولة في حين أن الثانية تمثل محطة هامة لإعادة هيكلة وضخ الأموال لتمويل المشروعات الاستثمارية وتوجيهها الوجهة الإسلامية الصحيحة، كما يظهر بتطبيق معامل بيرسون كأسلوب لمعرفة العلاقة التي تحكم نشاط صناديق الإستثمار الإسلامية بمؤشرات أداء سوق الأسهم السعودي لوحظ أن هناك إرتباط موجب في الغالب بين حجم أصول هذه الصناديق وكل من مؤشر الرسملة السوقية ومؤشر سيولة السوق والمؤشر العام للأسعار.

3- دراسة عبد الرحمان مرعي بعنوان: " دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الاوراق المالية في

سوريا":

تهدف الدراسة إلى تقييم الدور الذي يمكن أن تؤديه صناديق الاستثمار المشتركة في تفعيل سوق دمشق للأوراق المالية ومن ثم تنشيط الاقتصاد. واتبعت هذه الدراسة المنهج الوصفي والتحليلي.

وخلصت الدراسة إلى:

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

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

4- مداخلة أحمد الهدواج بعنوان: "صناديق الاستثمار حماية وتطوير للادخار":

وتهدف الدراسة إلى تسليط الضوء على أساسيات صناديق الاستثمار، أهمية صناديق الاستثمار في تعبئة الادخار، وتبيان كيفية عمل الصندوق.

وخلصت الدراسة إلى:

بفضل صناديق الاستثمار أصبحت سوق الإصدارات أكثر تنظيماً بحيث مكنت من تخطيط تلك الإصدارات عبر وضع أجندة Agenda مكنت الصناديق من رفع الأموال مسبقاً ومكنت المدخرين من تخطيط استثماراتهم على المدى القصير و المتوسط وهذا من شأنه تدعيم الادخار والحد من التقلبات الاعباطية التي مردها احياناً نقص أو زيادة غير مرتقبة للسيولة.

5- دراسة حسين حسين شحاتة بعنوان: "الطبيعة المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها

وضوابطها الشرعية":

وتهدف الدراسة إلى إيضاح مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية، وبيان الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية، بيان الضوابط الشرعية التي تحكم معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية، بيان أهمية وكيفية الرقابة الشرعية على معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية.

وخلصت الدراسة إلى:

- تعتبر صناديق الاستثمار من المؤسسات المالية الإسلامية، ويسري عليها ما يسري على تلك

المؤسسات من ضوابط شرعية واستثمارية، وأسس ومعايير ونحو ذلك.

- من الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامي : المشروعية , والعمل في مجال

الطبيات ، وفقه الأولويات الإسلامية ، وتطبيق قاعدة المشاركة في الربح والخسارة ، وقاعدة الشخصية المعنوية المستقلة ، والخضوع للرقابة الشرعية .

- هناك تعدد لنظم الرقابة على أعمال صناديق الاستثمار الإسلامية من أهمها: الرقابة الشرعية والرقابة المالية الداخلية، والرقابة المالية الخارجية، والرقابة النقدية والاستثمارية من قبل البنك المركزي والرقابة الشعبية، والرقابة الذاتية.

6-دراسة عمر عبو بعنوان: "الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار دراسة تجارب دولية":

وتهدف الدراسة الى التطرق إلى أساسيات الاستثمار المالي من خلال إبراز خطواته وأسس، ومعرفة حيثيات الأسواق المالية مبرزاً في ذلك مفهوم السوق المالي، بالإضافة إلى كفاءتها، التعرف على طبيعة صناديق الاستثمار وأنواعها وتبيان الدور الذي يلعبه الصندوق الاستثماري في السوق. والمنهج المستخدم في هذه الدراسة هو: الاستنباطي من خلال أدوات الوصف وذلك في الجانب النظري، أما أداة التحليل فقد استخدمت في الجانب التطبيقي.

وخلصت الدراسة الى:

- تؤدي السوق المالية دوراً أساسياً في النشاط الاقتصادي، حيث أنها تقوم بتعبئة المدخرات المالية وتوجيهها الى المجالات الاقتصادية.
- تعمل صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية على تنشيط وتفعيل السوق المالية، حيث تقوم بتوجيه المدخرات الفائضة نحو السوق؛ بالإضافة إلى أنها تسمح للبنوك استثمار فائض السيولة لديها.
- تسمح صناديق الاستثمار لفئات مختلفة من المستثمرين اللوج إلى السوق، لأنها توفر لهم إمكانية التنوع استثماراتهم من أجل الحصول على العائد مع إمكانية تقليل المخاطرة بفضل تواجد إدارة متخصصة تقوم بتسييرها.

أهم ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

معظم الدراسات السابقة تناولت الصناديق الإسلامية باعتبارها نوع من أنواع صناديق الاستثمار، والبعض الآخر تناول دور الأسواق في تعزيز أداء صناديق الاستثمار أما دراستنا والتي هي تحت عنوان "دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -تجربة الكويت- فهي تختلف عن الدراسات السابقة

كونها تعد محاولة للتعرف وتقييم صناديق الاستثمار من خلال التجربة الكويتية ومحاولة الاستفادة منها وتطبيقها على الجزائر.

12- هيكل الدراسة (خطة البحث):

من أجل الإحاطة بكل جوانب دراستنا هذه و الموسومة بعنوان دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الاوراق المالية قسمنا البحث إلى 3 فصول، الفصل الأول يتضمن الملامح الأساسية لسوق الأوراق المالية وقمنا بتقسيمه الى أربعة مباحث حيث يتناول المبحث الأول ماهية سوق الأوراق المالية من خلال تقسيمه إلى أربعة مطالب حيث تطرقنا في المطلب الأول إلى موقع اسواق الاوراق المالية ضمن أسواق التمويل مبرزين فيه مفهوم سوق الاوراق المالية ومكوناتها، اما المطلب الثاني فتضمن سوق الأوراق المالية أهميتها، وظائفها وأهم خصائصها ، اما المطلب الثالث فيتضمن الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية ، والمطلب الرابع يبين طبيعة المعاملات في أسواق الأوراق المالية . وتناولنا في المبحث الثاني : فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية تعريفها ومتطلباتها، نظام المعلومة وواقع اسواق الاوراق المالية العربية ومعوقاتنا وسبل رفع كفاءتها، أما في المبحث الثالث فتناولنا فيه مؤشرات اسواق الاوراق المالية حيث تضمن مفهومها والمؤشرات المستخدمة في تحليل سوق الاوراق المالية، وسنستعرض في المبحث الرابع المحفظة المالية تعريفها وسياسات تكوينها.

ويحمل الفصل الثاني عنوان الاطار النظري لصناديق الاستثمار والذي ينقسم بدوره إلى خمسة مباحث فالأول يستعرض عموميات حول صناديق الاستثمار أما المبحث الثاني فتضمن نظرة على النظام الاساسي للصندوق، أما المبحث الثالث فقد خصص لأسس ادارة الصندوق، والمبحث الرابع فتطرقنا فيه على اعتبارات اختيار المستثمر لصندوق الاستثمار المناسب وأهم مخاطر وعوامل نجاح الصندوق.

أما المبحث الأخير فجاء بعنوان أثر صناديق الاستثمار على سوق الأوراق المالية والذي ينقسم الى المطلب الأول: دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية والمطلب الثاني قياس أداء صناديق الاستثمار.

أما الفصل الثالث بعنوان الاطار التطبيقي للدراسة، حيث قمنا بتقسيمه الى ثلاثة مباحث، فالمبحث الأول جاء بعنوان نبذة عن سوق الاوراق المالية الكويتي وتضمن ثلاث مطالب المطلب الأول: نشأة وتطور

سوق الكويتي للأوراق المالية، المطلب الثاني: شروط الإدراج في بورصة الكويت، المطلب الثالث: أداء سوق الكويت للأوراق المالية

أما المبحث الثاني فجاء بعنوان **صناديق الاستثمار في الكويت** وتضمن المطالب التالية: المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار في الكويت، المطلب الثاني: تطور صناديق الاستثمار في الكويت.

بينما المبحث الثالث والذي جاء بعنوان **تقييم أداء صناديق الاستثمار وإثبات فعاليتها في تنشيط سوق الكويت للأوراق المالية** فتضمن المطالب التالية: المطلب الأول:.

وأخيرا المطلب الرابع والمتمثل في واقع صناديق الاستثمار في الجزائر.

ثم الخاتمة العامة.

الفصل الأول:

**الملاح الأساسية لسوق الأوراق
المالية**

تمهيد:

تعد أسواق الأوراق المالية أداة هامة في تقويم اقتصاد أي دولة وعنصراً أساسياً في تقويم الشركات والمشروعات، وقد برزت في العصر الحديث أهمية هذه الأسواق كواحدة من أهم الأدوات المالية، خاصة في ظل العولمة ويعتبرها الاقتصاديون مرآة حقيقية تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية للدولة، كما تلعب دوراً حيوياً في تعبئة الموارد والمدخرات وتهيتها للدخار. ويجرى التعامل في هذه الأسواق على الأوراق المالية التقليدية كالأسهم والسندات ووثائق الاستثمار وما في حكم ذلك، كما يجري التعامل في هذه الأسواق أيضاً على العديد من الأدوات والمشتقات المالية كعقود الاختيارات والعقود الآجلة والعقود المستقبلية بالإضافة إلى عقود المبادلات، وغيرها من الأدوات والعقود التي أفرزتها- ولا تزال- الهندسة المالية.

ولمعالجة هذا الموضوع قمنا بتقسيم هذا الفصل الى أربعة مباحث رئيسية كما يلي:

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية.

المبحث الثالث: مؤشرات اسواق الاوراق المالية.

المبحث الرابع: المحفظة المالية تعريفها وسياسات تكوينها.

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

يُعتبر سوق الأوراق المالية أحد أهم أسواق النشاط الاقتصادي التي تتدفق فيها الأموال من الجهات التي لديها فائض في الموارد المالية إلى الجهات التي تعاني من عجز في هذه الموارد مقابل توفير عائد معقول. ومن هنا قمنا بتقسيم المبحث إلى المطالبات التالية وهي كالآتي:

المطلب الأول: موقع أسواق الأوراق المالية ضمن أسواق التمويل.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية أهميتها، وظائفها وأهم خصائصها.

المطلب الثالث: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

المطلب الرابع: طبيعة المعاملات في أسواق الأوراق المالية.

المطلب الأول: موقع أسواق الأوراق المالية ضمن أسواق التمويل:

تعددت التعريفات التي تناولت سوق الأوراق المالية وخصوصاً بعد اتساع مفهومه

فالسوق وسيلة يلتقي فيها المشترين والبائعين في الوسطاء والمتعاملون منذ ذبوا لاهتمامات المادية والمهنية بالأدوات والأساليب النقدية. وسنتطرق أولاً إلى مفهوم السوق عامة ومفهوم السوق المالي.

الفرع الأول: تعريف السوق Market: هي الآلية (الأسلوب والجراءات) التي يتم بواسطتها بيع وشراء ومبادلة السلع أو الخدمات أو الأصول المالية (الأسهم والسندات وما شابهها)¹.

الفرع الثاني: تعريف السوق المالية ومكوناتها:

1 **تعريف السوق المالية:** تعرف الأسواق المالية بأنها الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة والتي

ترغب في الاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة للأموال لغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق شرط توافر قنوات اتصال فعالة. ويرى فريدريك مشكن بأنها عبارة عن المجال التنظيمي والفني والذي يتم من خلاله تحويل الأموال من الوحدات التي لديها فائض في الأموال إلى الوحدات التي تعاني من عجز في هذه الأموال².

¹ زياد مضان ومر وانشموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2014، 6.
² عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص ص 118-119.

ويمكن تعريف السوق المالي : على أنه الاطار الذي يجمع بائعي الاوراق المالية بمشتري تلك الاوراق وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع او المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الاثمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة¹.

2 مكونات السوق المالية:

أ) **سوق النقد (Mmoneymarket):** هي أسواق مفتوحة تنافسية يتم فيها تداول المال المالية قصيرة الأجل لتتجاوز السنة

وتتم بسرعة تحولها السيولة، كما تتميز عن غيرها من الأسواق بأنها أسواق جملة فهي تتم بأحجام كبيرة وقد تبلغ قيمتها مليوناً أو أكثر مع وجود عدد كبير من المتعاملين لهذا يطلق عليها اسماً الأسواق العميقة، وهذا ما يقلل ويخفف بشكل كبير المخاطر المتعلقة بتدور الاسعار وتخفيض تكاليف انجاز المعاملات أي عمليات البيع والشراء².

مزياه³:

- مرونته العالية.
- السيولة المرتفعة.
- انخفاض درجة المخاطرة .

ادوات سوق النقد:

- ❖ **اذونات الخزينة:** الاذن أداة تباع بخصم عن القيمة الاسمية وبطريقة المزايدة العلنية الحق لحاملها الحصول على القيمة الاسمية المثبتة بشهادة الاذن عند الحق وتصدر من قبل الحكومة ويقوم البنك المركزي بتسويقها الى المستثمرين (افراد وشركات)، فهي تشكل جزء من الدين العام للدولة.
- ❖ **اتفاقية اعادة الشراء:** هي عبارة عن عقد بيع أوراق مالية، يتعهد البائع بإعادة شرائها في تاريخ محدد وسعر محدد يذكر في عقد الاتفاقية مسبقاً⁴.

¹ احمد ابو موسى، الاسواق المالية والنقدية، دار المعنز للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 11.

² بنعمر بنحاسين، فعالية الاسواق المالية الدولية في الدول النامية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالي ونقد، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013، ص 12.

³ زياد رمضان ومران شموط، مرجع سابق، ص 45

⁴ ارشد قواد التميمي، الاسواق المالية اطار فيالتنظيم وتقييم الادوات، اليازور للنشر والتوزيع، الاردن، 2010، ص ص 62-74.

- ❖ شهادات الايداع القابلة للتداول: هي شهادة تثبت ايداع مبلغ معين بسعر فائدة معين ولمدة محددة، وتتسأ صفة القابلية للتداول من أن معظم هذه الشهادات تصدر لحاملها، وبالتالي يتم التداول بمجرد انتقال الشهادة من شخص لآخر.
- ❖ الاوراق التجارية: هي كمبيالات لحاملها تصدرها الشركات المعروفة بمتانة مركزها المالي و سمعتها الطيبة في السوق. وتتراوح فترة استحقاقها بين 3 أيام و9 أشهر والهدف من اصدار هذه الكمبيالات هو الحصول على تمويل قصير الاجل كدفع الاجور...¹.
- ❖ القبولات المصرفية: عبارة عن أمر دفع قصير الأجل منخفض المخاطر تصدره مؤسسة اقتصادية او صاحب مؤسسة تجارة للبنك الذي يتعامل معه لتسديد مبلغ معين خلال مدة زمنية وتتأرجح في حدود (30-180) يوم ويقوم البنك بقبولها والالتزام بدفع قيمتها لحاملها عند تقديمها الى البنك.²
- ❖ ودائع العملات الاجنبية (سوق اليورو دولار): اكتسب سوق اليورو دولار تسميته الاصلية عندما أخذت بعض البنوك الاوروبية تفتح لعملائها حسابات ودائع لأجل بالدولار، وتلتزم بدفعها لهم بحلول أجلها بالدولار أيضا وذلك بخلاف العرف السائد لدى البنوك التجارية والقاضي بدفع الودائع بالعملات المحلية.³

ب) سوق رأس المال: (capital market): "هو سوق تمويل للاستثمارات آجال

متوسطة وطويلة حيث أن طبيعة استخدام هذا التمويل يتطلب ان يكون لفترة طويلة الاجل وهي

فترة انشاء المشروع وحتي يبدأ الانتاج وتندفق الموارد النقدية اللازمة لسد القرض.⁴

مزاياه:⁵

- المتعاملون في هذه الأسواق هم الذين يتمتعون بالثقة الائتمانية من الدرجة الأولى مثل: الشركات الكبرى الخاصة والعامه، المؤسسات الدولية، حكومات الدول النامية المستقرة.
- إن هذه الأسواق غير خاضعة لأي قيود أو مراقبة تفرضها السلطات النقدية المحلية أو الدولية، ولهذا فإنها الأسواق الوحيدة التي تتحقق فيها شروط المنافسة الحرة بدرجة كبيرة نسبيا.

¹ محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمار المالية، بدون اذار النشر، مصر، بدون سنة النشر، ص ص 29-32.

² كاظم الدعي، مرجع سابق، ص 157.

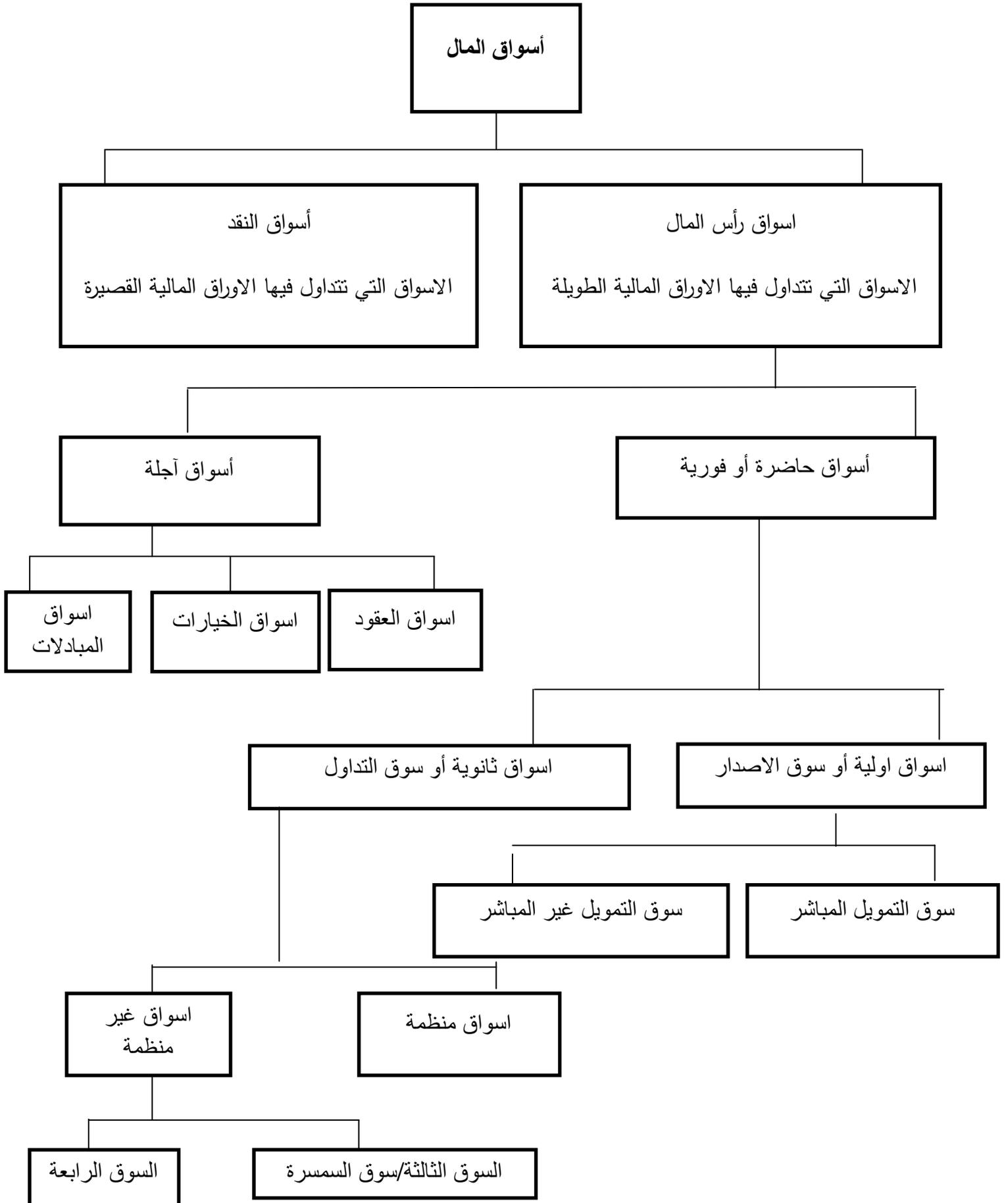
³ زياد رمضان مروان شموط، مرجع سابق، ص 58.

⁴ بن عمر بنحاسين، مرجع سابق، ص 17.

⁵ عرفات نقية الحسيني، التمويل الدولي، مجدلاوي، الأردن، عمان، 1999، ص ص 332-333.

- قيمة القروض المطلوبة في هذه الأسواق قد تصل إلى 500 مليون دولار وفترات القروض تتراوح ما بين 5 إلى 15 سنة أما أسعار الفائدة فإنها تتحدد حسب درجة الثقة الائتمانية التي يوليها الدائن (المقرض) للمقترض.

الشكل (01)التقسيم الأكثر شيوعاً للسوق المالية



الفرع الثالث: سوق الأوراق المالية ومكوناتها

1 التتطور التاريخي لسوق الاوراق المالية: لا بد في البداية من الرجوع إلى فكرة تعددية النقد التي أدت الى

ولادة مهنة جديدة وهي الصرافة فلقد كلف حكام اليونان القديمة الصرافين في عام 527 قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين للمدن التي يوجدون فيها، وانتشرت هذه المهنة وتطورت بشكل سريع طوال الفترة في اليونان وبعد ذلك في الامبراطورية الرومانية.

وفي السنوات الاولى بعد الميلاد دخلت تلك المهنة مرحلة سكون، حيث عادت وظهرت في شمال ايطاليا ولقب الاشخاص العاملون في تلك المهنة ما يعني بالاطيالية (المصرفيون) بعد ذلك احتلت مدينة (بروج) البلجيكية في بداية القرن الرابع عشر المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية، فلقد جرت العادة في تلك الفترة أن تجتمع العائلات الست الأكبر العاملة في مجال (الصرافة) في منزل الرئيس من أجل دراسة عمليات بيع وشراء السلع . أما الرئيس الذي كان يستقبل تلك العائلات في منزله، فكان يدعى (فاندر بورز) ومنه أتى اسم المكان الذي يتم فيه تبادل البضائع والخدمات بالاضافة لعمليات بيع وشراء العملة.. اسم (بورز) بالفرنسية أي سوق الاوراق المالية وفي اللغة العربية (البورصة)¹.

ويعتبر المؤرخون عام 1339م بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة نسبة إلى اسم عائلة الشخص السابق الذكر الذي كان يستقبل رجال الاعمال وخاصة ممثلي رجال المصارف الايطالية الذين كانت تتحصر وظيفتهم في تلك الفترة بقبول الايداعات ومنح القروض.

إن أول بناء انشئ للبورصة وعرف بهذا الاسم هو بناء مدينة Anvers في بلجيكا عام 1460 وفي لندن عام 1773.²

وفي عام 1595م ظهرت بورصة (ليون) الفرنسية الأقدم والاكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا.³

وتعود البدايات الاولى لظهور وتشكل أسواق الاوراق المالية الى القرن 16 وعرفت باسم البورصات والتي تحولت في النصف الثاني من القرن 17 الى اسواق منظمة لحركة وتداول رؤوس الاموال.⁴

¹ عصام حسين، أسواق الاوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الاردن، 2008، ص ص 8، 9.

² عبدالرزاق مقوري، البورصة- بورصة الجزائر- دار هومة، الجزائر، 2005، ص 8.

³ نسر بن عبد الحميد بن بيه، البورصة (ماهيته- تاريخها- ومدتها- والتداول بها- لثورات الدول للعربية)، المكتب الجامعي الحديث، بدون بلد النشر، 2012، ص ص 17، 18.

⁴ عصام حسين، مرجع سابق، ص 10.

وساهم في دفع هذه الأسواق الى الظهور :

- **الانقلاب الصناعي:** حدوثا لانقلابالصناعيأوروباً،وتحولاً لإنتاجنا لإنتاجالصغيرإلى الإنتاجالكبير،ظهرت الحاجة الماسة إلى الكميات الضخمة من المواد الخام التي تحتاج إليها الصناعات.
- **زيادة السكان:** انتشار المدن واثرت الثورة الصناعية توازن دحامها بالسكان واحتاج إلى نموها بالمواد الغذائية،فاقتضى ذلك الوجود سوقا للميللاتجار فيالحاصلاتالزراعية،فنشأ فريقتنا لتجاريلقبونبالمضاربين، وفريقاً آخرمنتجارالجملة،فنشأتالبورصاتلتكونالملتقونالمنظمينللكامعاملاتبينالفريقين.
- **اقتراضالحكومات:** لجوءالحكوماتإلى الاقتراضمنالمواطنيينلصرفعلناالحروربالتأسيسلأشأنها من أجل الحصول علىالموادالصناعية،والبحتعناأسواقلصرفمنتجاتهم،فكانتالحكوماتتقدمالمستنداتللهؤلاء المقرضين.
- **اقتراضالشركات:** لجوءالشركاتإلى الاقتراض،وتقديمالمستنداتللهؤلاء الدائنينعلماً بأنسأهانها نئيمكنأنتباع فيأيوقت،رغبةمنهذهالشركاتفيإزديادأرأسمالها.
- **ضخامةالمشروعات:**

صاحبالتقدمالصناعي كبر حجمالمشروعاتوضخامةأرأسمالها،مما استلزمالحاجة لتمويلرأس

المال،ولهذا نشأتالشركاتالمساهمةتجزأرأسمالها إلىأسهملمنيريدالتمويلوالمشاركة فيهذه الشركات.¹

2 - مراحل نشوء سوق الأوراق المالية: يمكن التعرض إليها كما يلي:²

مرحلة إنشاء أسواق البضائع: إن التطور الذي مس أوروبا بالانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية، وازدياد المحاصيل والطلب عليها، حتم وجود سوق الاتجار بالمحاصيل الزراعية وظهر ما يسمى بالمضاربين ليحتملوا خطر تقلبات الأسعار، وإنشاء تجارة الجملة لتحمل خطر الاتجار فنشأت الأسواق في أماكن متعددة للاتجار في هذه المحاصيل وسميت بورصة البضائع. فقد أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304م.

مرحلة التعامل بالأوراق التجارية: بدأت فرنسا في القرن الثالث عشر بتداول الكمبيالات والسحوبات

الأجنبية حيث أوجد الملك فيليب مهنة سماسرة المصرف من أجل تنظيم هذا التداول.

¹ صلاح الدين شربط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية
 "معاملات تطبيقها على الجزائر"، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالي، نقود، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر
 ر(3)، الجزائر، 2011-2012، ص ص 75، 76.
² بنالضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2013، ص ص 110، 111.

مرحلة التعامل بالأوراق التجارية في المقاهي وعلى قارعة الطريق: ذكرت سابقاً بأن التعامل في الأوراق المالية كان يجري في بوسة البضائع، ولكن بعد أن خرج المتعاملون في الأوراق المالية من بورصة البضائع بدؤوا يبحثون عن مكان لهم، فكان مكانهم على قارعة الطريق والمقاهي.

مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها: صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، فنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخل من ناحية ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى، أملى ضرورة قيام اسواق الأوراق المالية المستقلة بأنظمتها وإدارتها ومبانيها، ومن بين الاسواق المالية التي استطاعت ان تستقل بمبنى خاص هي بورصة لندن 1773م ثم باريس 1808م ونيويورك 1821م ثم طوكيو.....

3 مفاهيم اسواق الأوراق المالية: هناك العديد من التعاريف التي تناولت مفهوم اسواق الأوراق المالية نذكر أبرزها كما يلي:

التعريف الاول: تعرف بأنها "سوق تتداول فيها الأوراق المالية بأشكالها المختلفة التقليدية وغير التقليدية، مع توفير المكان والأدوات والوسائل والطرق التي تمكن وتسهل على المستثمرين -شركات كانوا أو أفراد أو سماسرة- القيام بمعاملاتهم بيعاً وشراءً.¹

التعريف الثاني: تعرف أسواق الأوراق المالية بأنها آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعاً وشراءً، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية الى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي.²

التعريف الثالث: يعرف سوق الأوراق المالية بأنه عبارة عن نظام يتم بوجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.³

التعريف الرابع: المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية من خلال اجراءات قانونية وادارية، ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي.¹

¹ محمد أحمد سلام، الشفافية والافصاح في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2013، 19.

² عاطف وليماندر اوس، أسواق الأوراق المالية - بين ضرورتها والتحول للاقتصاديو التحرير الماليو متطلبات تطويرها -، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008، 21.

³ عصام حسين، مرجع سابق، ص 17.

التعريف الخامس: سوق الأوراق المالية سوق يتعامل بالأوراق المالية أسهما وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة .

ففي الأسواق المنظمة تتم صفقات تبعية وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين

يسمى بالبورصة، أما السوق غير المنظم، فإنه يتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشرون كل منهم

نشاطه في مقره، ويتصلون ببعضهم بواسطة أجهزة الاتصال المختلفة.²

التعريف السادس: هو الإطار الذي يتم وفقه إصدار أدوات مالية طويلة الأجل من طرف أصحاب العجز ثم

اقتناؤها وتداولها عبر قنوات اتصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة.³

بعد عرض التعريفات السابقة يمكن الخروج بالاستنتاج التالي، حيث أن أسواق الأوراق المالية هي سوق الذي يتم

من خلاله تداول جميع الأوراق المالية من أسهم وسندات ومشتقات و يجتمع فيها أصحاب رؤوس الاموال

والسماسرة وفقاً لنظم ثابتة ولوائح محددة حيث تكون الأوراق المالية مسجلة ومستوفاة لشروط التداول (البورصة)

وقد تكون غير منظمة حيث يتم التعامل بالأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية.

4 **مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية:** إن سوق الأوراق المالية لا تنشأ لمجرد الرغبة ولا لصدور قرار

من السلطات المختصة وإنما تنشأ نتيجة لتوافر عدة مقومات أساسية منها:⁴

1 **وجود الإطار التشريعي والتنظيمي** المرن القادر على التطور باستمرار للتكيف مع المتغيرات والذي يطمأن

المستثمرين والمدخرين ويوفر الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين مما يؤدي إلى خلق جو من الثقة

في الأسواق.

2 **وضوح الخطة الاقتصادية** المتبعة في الدولة والتي تحدد لرأس المال الخاص دوره.

3 **اتباع السياسات** التي تشجع الادخار والاستثمار.

4 **توفر مشاريع ذات الجدوى الاقتصادية** والربحية المجزئة والتي تسمح باستيعاب رأس المال المعروض.

¹ محمد بن اقواخرون، بورصة القيمة المتداولة ودور هافيتطوير أنشطة المصارف الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني، الازمات المالية للراهنو البدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم والاقتصادية في علوم التنسيير، الجزائر، 5-6 ماي 2009، ص 3.

² بوكسانير شيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التنسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005-2006، ص 44.

³ محمد عدنان بنالضيف، مرجع سابق، ص 109.

⁴ ميسون علي حسين، الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى السوق العراقية للأوراق المالية تأطير نظري، مجلة جامعة بابل/العلوم الانسانية، العدد 1، العراق، 2013، ص 4.

5 وجود مؤسسات مالية ومصرفية ومن كافة التخصصات مما يشكل بيئة متكاملة من المؤسسات المالية تسمح بتعبئة المدخرات وتولد قروض الاستثمار.

6 توفير شبكة جيدة من المتعاملين والوسطاء في السوق.

7 - إضفاء الشفافية على الشركات المصدرة للأوراق المالية وإخراجها من الإطار العائلي.

5 مكونات سوق الأوراق المالية: وتشمل:

1. السوق الأولي (سوق الاصدار): وهي التي يتم التعامل فيها على الأوراق المالية

عند اصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة، أو التوسع في رأس مال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية.¹

وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج الى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية، وطرحها للاكتتاب سواء في اكتتاب عام أو خاص وهذا يعطي فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال. وقد يتم اصدار وتصريف هذه الأوراق إما بطريقة مباشرة حيث تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين سواء أفراد أو مؤسسات مالية لكي تبيع لها الأسهم والسندات التي اصدرتها وإما أن يتم ذلك بطريقة غير مباشرة وهو قيام مؤسسة متخصصة، عادة ما تكون مؤسسة مالية بإصدار هذه الأوراق وهو الاسلوب الأكثر شيوعا. وتوجد مؤسسات متخصصة في عرض الاوراق المالية للجمهور التي تصدر لأول مرة وهذه المؤسسات يطلق عليها بنك الاستثمار، ويعد بنك الاستثمار وسيطاً بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة والجهة التي قررت إصدارها فهو يقدم المساعدة للجهة المعنية لكي يتم إصدار الورقة كما قد يشتري الإصدار كله منها ليقوم بعد ذلك ببيعه للجمهور.²

2. السوق الثانوي (سوق التداول): وهي عبارة عن الأسواق التي يتم فيها التعامل

بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها، وهذه السوق إما أن تكون منظمة وتدعى حينئذ (بالبورصة)، أو غير منظمة وفي هذه الحالة يتم تداول الأوراق المالية خارج البورصة، وذلك عن طريق وسطاء كالبانوك والسيارفة و سماسرة الأوراق المالية. ويشمل تداول هذه الأوراق المالية بالسوق الثانوية البيع والشراء بين حاملها وأي مستثمر آخر، لذا فالملاحظ في هذه السوق أن متحصلات بيع الأوراق المالية لا

¹ صلاح الدين حسن السيسى، البورصات والأسواق المالية - دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2014، ص129.
² عصر انجال عصر ان، تقييم اداء صناديق الاستثمار في ظل متغير اتسوق الأوراق المالية - مدخل مقارن -، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2010، ص253.

تذهب إلى الجهة التي أصدرتها بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق الذين يحصلون على ناتج عملية البيع، فهم يتحملون الخسائر (في حالة نقص سعر بيع الورقة عن شرائهم لها)، كما أنهم يجنون الأرباح (في حالة زيادة سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها).¹

السوق المنظمة (البورصة): لها مكان محدد يلتقي المتعاملون فيه بالأوراق المالية المسجلة في تلك السوق بقصد البيع والشراء وتدار هذه السوق من قبل هيئة منتخبة أو مجلس من أعضاء السوق تدعى بهيئة السوق.

السوق الغير منظمة : وتتعامل بالأوراق المالية خارج السوق النظامية (البورصات) بإشراف بيوتات السمسرة ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات اليومية بل يتم من خلال شبكات الانترنت المنتشرة أو شبكات الاتصال المختلفة.²

ويتواجد داخل هذا السوق نوعان من الأسواق هما:

***السوق الثالث:** تمثل السوق الثالثة جزء من السوق غير المنظمة والتي تتكون من بيوت السمسرة غير أعضاء في الأسواق المنظمة وتمثل هذه البيوت في واقع الأمر أسواق مستمرة ودائمة لشراء الأوراق المالية أو بيعها وبأية كمية مهما كبر حجمها أو صغر، أما الأفراد المتعاملون في هذه السوق فمنهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة من حيث رؤوس الأموال، إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلون في السوق المنظمة.³

***السوق الرابعة:** حالها من حال السوق الثالثة إذ تعتبر شكلاً من أشكال السوق غير المنظمة، وتعرف بأنها سوق للتعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى السماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل فيها بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وتليفونية. وتوفر هذه السوق إمكانية إجراء المعاملات بسرعة بسبب الاتصال المباشر، والذي يتم من خلاله تحديد الأسعار التي تكون مناسبة للمتعاملين، وبالشكل الذي يتضمن في الغالب انخفاضاً في تكاليف المعاملات، وذلك لبعدها عن رسوم التسجيل والتعامل بالعمولات المرتفعة وما إلى ذلك.⁴

الشكل (02)

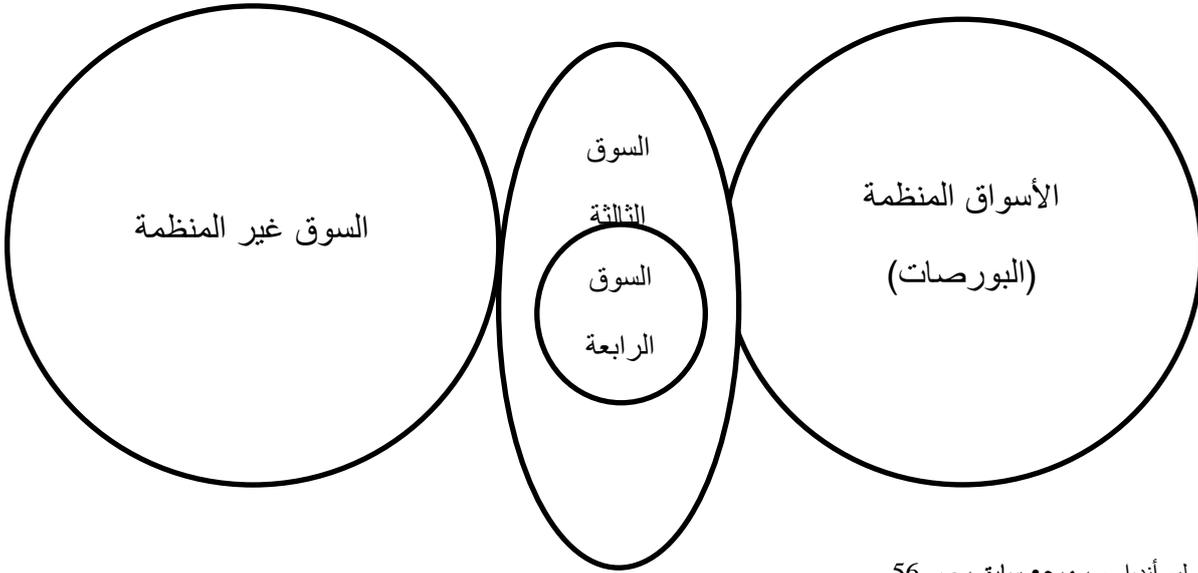
¹ عصام حسين، مرجع سابق، ص 19.

² نسرين عبد الحميد نبيه، مرجع سابق، صص 279 - 280.

³ كاظم الدعي، مرجع سابق، صص 149 - 150.

⁴ محمد عدنان بنالضيف، مرجع سابق، ص 118.

مكونات السوق الثانوية والعلاقة بينها



المصدر: عاطفوليم أندراوس، مرجع سابق، ص 56.

3. السوق الموازية: هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تصدرها الشركات غير

المدرجة أسماؤها في السوق المالية وكذلك يتم فيها تداول الأسهم وسندات الشركات المدرجة أسماؤها في البورصة لكن بحجم أقل من نسبة التعامل المحددة المطلوبة في السوق النظامية.

4. أسواق العقود المستقبلية: ظهرت هذه الأسواق حديثاً وأصبحت الأكثر انتشاراً

وهي سوق التعامل أيضاً بالأوراق المالية ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تواريخ لاحقة ومن أهم هذه الأسواق سوق الخيارات.¹

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية أهميتها، وظائفها وأهم خصائصها

الفرع الأول: أهمية سوق الأوراق المالية: يمكن إبراز أهمية سوق الأوراق المالية من خلال ما يلي:²

➤ تنمية المدخرات الوطنية عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيهها نحو القطاعات الاقتصادية المختلفة علماً بأننا فسيحة كفاءة.

¹نسر بنعبد الحميد بنبييه، مرجع سابق، ص 280.

²نيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق " دراسة حالة سوق قرأس المال الإسلامي في ماليزيا"، قدمته هالر رسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007، ص 30.

- جذب الاستثمارات الأجنبية لتسهم في تسريع العملية التنموية الاقتصادية وتقليل الاعتماد على الاقتراض الخارجي.
- الإسهام في تحقيق التوزيع الأمثل للموارد المالية المتاحة وبالتالي التقليل من تكاليف ومخاطر التمويل.
- المساهمة في رفع مستوى الوعي الادخاري والاستثماري للأفراد والمؤسسات وزيادة شفافية وموثوقية المعلومات ذات الصلة بأداء الشركات المدرجة والاقتصاد الكلي على حدٍ سواء.
- تسريع وتسهيل عملية التخصيص وتوسيع قاعدة الملكية في الاقتصاد.
- تمويل خطط التنمية الاقتصادية وذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور لتمويل مشروعات التنمية، والإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي لديها.
- توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.
- القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات ذات الأجل المختلفة.
- المساعدة في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل أو التوظيف والذي يؤدي بدوره إلى تحقيق مستويات أفضل للدخول سواء على المستوى الفردي أو المستوى القومي.

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية: يمكن إبراز وظائف سوق الأوراق المالية في:

***إيجاد سوق دائمة ومستمرة وحرّة:** تعتبر سوق الأوراق المالية سوقاً مستمرة، يتم العمل من خلالها على الأوراق المالية في أوقات العمل الرسمية، بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء وبيع الأوراق المالية، طلباً للربح أو تغيير للاستثمار، حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسهيل أصوله المادية ومن جهة المستثمر وجود سوق لطلب الأموال.

***ضخاً لأموال في عجلة الاقتصاد:** ان قيام أصحاب الفائض بالاكتتاب في أسهم شركة حديثة أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض الشركات يعني هذا، أنهم قد أضفوا مصادر تمويل جديدة للسوق، حيث لا يستطيع المستثمر سحب أمواله من السوق إلا إذا حل محله مستثمر آخر وقام بشراء هذه الأدوات، وهذا يدل على أن الأموال تبقى في السوق ولا تخرج منه الا إذا تم تصفيته هذه الشركة أو تم استحقاق دين الورقة، كما أن

بيع الورقة وتحويلها الى أموال يفتح أبواب مجالات استثمار جديدة وذلك بضخ تلك الأموال في مجالات استثمار أخرى.¹

* أداة مؤشر للحالة الاقتصادية: تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه جميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي، وتسجيلها، وحجم المعاملات تمقيدها لأموال السائلة المتداولة، والأسعار.

* أداة مساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي: حيث أن معاملات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية تدعم مظهر المنظمة الائتمانية الداخلي، فإذا ما ازداد تمظهر الائتمانية لشملا لأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبحنا الممكثقبول لها لأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.

* أداة لخلق الشركات والمشروعات: حيث تنسأ همأ أسواقاً لأوراق المالية في زيادة دعوى المستثمرين وتبصيرهم بمواقف الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو بالفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات كدليل على عدم نجاحها، أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها، أو في سياساتها أملا في تحسين مركزها.

* أداة للحد من معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني:

حيث تنسأ دعسوقاً لأوراق المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص الفائض السيولة النقدية واتجاه هذها المدخرات نحو والاستثمار بدلاً من الاستهلاك.

* أداة لجذب الاستثمارات الأجنبية، وتوظيف التكنولوجيا عن طريق الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تنسأ دعسوقاً لأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية الدولية.²

الفرع الثالث: خصائص سوق الأوراق المالية:

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:³

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظر الكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقواعد قانونية لتداول الأوراق المالية في هذا السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات اتصال حيادي لتنظيم العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفير للمتعاملين المعلومات الضرورية.

¹ محمد عدنان بنالضيف، مرجع سابق، ص 120.

² بوكساني رشيد، مرجع سابق، صص 47-48.

³ جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص 56.

- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيه تداول الأوراق التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.
- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات، تعطي للأسواق المالية خاصية، بأنها أسواق واسعة عن غيرها من أسواق السلع تتم فيها صفقات كبيرة ممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.
- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، تكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال التسدد على مدى طويل.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة أو أقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظراً لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل تختمل مخاطرة سوقية، سعرية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أنها مخاطرها كبيرة أيضاً.

المطلب الثالث: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تصنف الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية الى:

- 1 أدوات الملكية
- 2 أدوات المديونية (السندات).
- 3 الأوراق المشتقة (أو المهجنة)

الفرع الأول: أدوات الملكية

1 تعريف الأسهم (أدوات الملكية): السهم هو حق المساهم في شركة أموال وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري ويمثل حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت فيها وحق الانتخاب وحق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال، كما أنه يعطي حق الحصول على جزء من أرباح الشركة السنوية وعلى جزء من أموال الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء¹.

ويتمتع السهم بمجموعة من الخصائص تميزه عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:²

¹ عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2010، ص 17.

² محمد عدنان بن الصيف، مرجع سابق، صص 187-188.

- الأسهم صكوك متساوية القيمة وذلك من أجل الحصول على الحق نفسه.
- عدم قابلية السهم للتجزئة ومن ثم لا يجوز تعدد مالكي السهم الواحد فإذا آلت ملكيته لأكثر من شخص نتيجة لإرث أو هبة أو غير ذلك فهذه التجزئة وإن كانت صحيحة بين هؤلاء إلا أنها لا تسري في مواجهة الشركة لذا ينبغي لهم تحديد أحدهم لتمثيلهم أمام الشركة.
- قابلية السهم للتداول بالطرائق التجارية، متى كانت الأسهم اسمية وبالتنازل متى كانت لحاملها وبالتظهير متى كانت لأمر.
- ليس لها تاريخ استحقاق محدد، طالما أن الشركة ما زالت تزاوّل نشاطها.
- عدم ثبات العائد وتذبذبه ما بين ربح وخسارة، وذلك تبعاً للظروف المحيطة بالشركة.

2 أنواع الأسهم: تقسم الأسهم إلى ثلاث فئات:

أ) من حيث الشكل الذي يظهر به إلى:

- **السهم الاسمي:** هو الذي يحمل اسم صاحبه وتدون فيه البيانات المقيدة في سجل التنازل وتقيّد الاسهم في هذا السجل ويودع في مركز الشرطة.
- **السهم لحامله:** هو الذي لا يذكر فيه اسم المساهم ويعتبر حامله مالاً له بسبب الحيازة المادية، وتعتبر الحيازة قرينة على وجود السبب الصحيح وحسن النية في مستند الملكية.
- **أسهم للأمر:** للشركة أن تصدر أسهماً للأمر ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة التي لم تدفع من قيمة السهم.

ب) من حيث نوع الحصة التي يدفعها إلى:

- **اسهم عينية:** و هي ما يدفعه الشريك من اصول غير النقد.
- **اسهم نقدية:** و هي الاموال التي تدفع كحصة للشريك في الشركة.

ت) من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها إلى:

- **أسهم عادية:** يمثل هذا النوع من الأسهم مقدار الاشتراك في رأسمال شركة المساهمة، أي هو المقدار المملوك من رأسمال الشركة. بذلك يقسم رأس المال إلى أجزاء متساوية يسمى كل جزء "سهم". الأسهم عبارة عن أوراق مرقمة ليس لها تاريخ استحقاق تحمل قيمة تعرف بالقيمة الاسمية للسهم. في حالة

¹ عبد القادر الحمزة، مرجع سابق، صص 20-22.

² بلال عماد أبو السعيد، المعاملات المالية في الشريعة الإسلامية، دار اسامة للنشر والتوزيع، عمان، بدون ذكر سنة النشر، ص 168.

تصفية الشركة بعد افلاسها، فإن هؤلاء المساهمين يأتون في الدرجة الثالثة بعد الدائنين والمساهمين الممتازين من حيث استرجاع أموالهم المستثمرة.

حقوق المساهمين العاديين: من أهم هذه الحقوق مايلي:

- الحق في الأرباح الموزعة
- حق التصويت
- حق الأولوية في الاكتتاب
- حق حضور الجمعيات العامة
- حق بيع الأسهم
- حق الاطلاع على وثائق الشركة.
- حق المساهمة في موجودات الشركة بعد التصفية.¹
- **الأسهم الممتازة:** يمثل السهم الممتاز مستند ملكية (وأن كانت تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي) له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية. شأنه في ذلك شأن السهم العادي. غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الاسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الاسهم المصدرة. ولحامل السهم الممتاز أولوية على حملة الاسهم العادية في أموال التصفية كما له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم. كما له الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم.

حقوق المساهمين المميزين: أهمها:

- حق تراكم العوائد وذلك بتجميعها لفترات متتالية ثم استلامها بعد عدة سنوات ضمن الفترة المحددة لهذه الأسهم .
- حق تحويل الأسهم الممتازة الى اسهم عادية، وذلك عندما يجد أصحاب الاسهم الممتازة ان حصص الاسهم العادية من الارباح الموزعة عالية نسبياً. مقارنة بعوائد الاسهم التي يمتلكونها.
- إن هناك التزاماً هاماً تجاه الشركة والذي هو قابلية الاستدعاء وقد يكون ذلك وفق للشروط معينة مثلاً بعد فترة محددة من تاريخ الاصدار.²

أنواع الأسهم الممتازة: يجري ذكرها فيما يلي:

¹ جبار محفوظ (أ)، سلسلة التعريف بالبورصة: الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزء الثاني، دار هومه، الجزائر، 2002، ص ص 22، 7.

² محمد عوض عبد الجواد وآخرون، الاستثمار في البورصة أسهم - سندات - أوراق مالية، دار الحامد، الأردن، 2006، ص ص 99-101.

أسهم ممتازة مجمعة للأرباح: إذا تخلفت المنشأة عن دفع الأرباح الموزعة في سنة ما لعدم وجود أرباح كافية لدفع النسبة المحددة للأسهم الممتازة فإن الأرباح الموزعة لتلك السنة تنتقل للسنة القادمة

أسهم ممتازة مشاركة: والتي تسمح لحملتها بعد استيفاء نسبة الأرباح المحددة لهم في عقد الشركة مشاركة حملة الأسهم العاديين في الأرباح المتبقية.

أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء: هي الأسهم التي يحق للشركة ردها، بالرغم من وجود تاريخ استحقاق للأسهم الممتازة كالسندات. وتقوم الشركة بدفع علاوة اضافية على القيمة الاسمية للأسهم تسمى بعلاوة الاستدعاء¹.

- **أسهم التمتع:** وهي التي يحصل عليها المساهم عوضاً عن أسهمه التي ردت إليه قيمتها الاسمية اثناء قيام الشركة، وبعبارة أخرى هي الأسهم التي استهلكت قيمتها، ويكون الاستهلاك من الأرباح وليس من رأس المال ويحق لصاحبها أخذ جزء من الأرباح وذلك بعد تقديم مقدار محدد من الأرباح لأصحاب أسهم رأس المال والباقي يوزع بينهما (اسهم رأس المال وأسهم التمتع) وليس لهم أي حق بعد التصفية الشركة².

جدول(01):

أوجه الاختلاف بين السهم الممتاز والسهم العادي

معيار المقارنة	الاسهم الممتازة	الاسهم العادية

¹نسر بينز واي، اعادة الهندسة المالية لسوق الأوراق المالية في ظل تدا عيات الأزمات، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية / قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 12، أمالو اقي، 2014، ص66.

² محمد عدنان بنالضيف، مرجع سابق، ص163.

طبيعة الاداة	اداة هجينة تجمع بين الدين والملكية	اداة ملكية صرفة
مستوى الدخل	مقسوم ارباح ثابت بنسبة من القيمة الاسمية المثبتة بشهادة السهم	يتحدد وفق قرار وسياسة الشركة في توزيع الارباح على المساهمين
الاستحقاق	قد يكون قابل للاطفاء او الاستدعاء او التحويل الى سهم عادي	يكون السهم قائما طالما الشركة قائمة أي ليس له تاريخ استحقاق ولا يمكن تحويل خصائصه
تراكم الأرباح	يمكن ان تتراكم ارباح السهم	لا يمكن ان تتراكم ارباح السهم
المشاركة بالادارة	لا يحق لحامله المشاركة بالإدارة الا اذا نص على خلاف ذلك	حق المشاركة والانتخاب والتصويت في مجلس الادارة
طبيعة الأسواق	أسواق محدودة وغير نشطة	أسواق تتصف بالعمق والاتساع ونشطة
القيمة الاسمية	يصدر بقيم اسمية مختلفة الفئات	يصدر بقيمة واحدة وفقاً لقانون الشركات

المصدر: أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 180.

الفرع الثاني: أدوات المديونية 1- تعريف (السندات): السند هو ورقة متداولة تمثل ديناً طويل الأجل على الشركة المصدرة أو أية هيئة أخرى، وهو جزء من الدين الكلي لها. وعليه فإن السندات هي تلك الأوراق المالية التي تمثل وسيلة تستعملها الشركات (أو الحكومة) للحصول على رؤوس الأموال في شكل ديون طويلة الأجل، عندما لا تكفي الأموال الخاصة التي يقدمها المساهمون لتمويل المشاريع، وخاصة المتعلقة منها بتوسع تلك

الشركات. وبذلك فإن حملة السندات ما هم في حقيقة الأمر إلا دائنين بالنسبة للشركات على عكس المساهمين الذين يمثلون ملاكا لتلك الشركات كما سبق وأن ذكرنا¹.

2-أنواع السندات:تصنف السندات إلى:

حسب جهة الاصدار الى:²

- 1 سندات الحكومة (أو سندات الخزينة المركزية): والتي هي وثائق الدين العام طويل الأجل، تصدر عادة عن البنوك المركزية ولفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالة العجز السائد في الميزانية العامة.
- 2 السندات الحكومية الصادرة مقابل ضمانات مادية: والتي غالباً ما تكون عقارات وأحياناً رواتب، وذلك على القروض التي تدفع الى الاسر أو المنشآت لبناء او لشراء المساكن او الاراضي.
- 3 سندات الهيئات المحلية: والتي تصدر عادة لأغراض استثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية وبالتالي تكون هذه السندات كالسندات الحكومية السابقة.
- 4 سندات الشركات المساهمة: والتي تصدر عن القطاع الخاص بغرض الاقتراض من الجمهور مقابل فوائد محددة وبضمان أموال الشركة المعنية وبالتالي فإن هذه السندات لا تحظى بضمانات حكومية. وبالتالي تكون أكثر خطورة.

حسب طريقة السداد:³

- سندات تسدد عند تاريخ الاستحقاق
- سندات تسدد قبل تاريخ الاستحقاق: وذلك باستدائها من طرف الجهة المصدرة سواءً عن طريق الاختيار العشوائي لبعض السندات وسدادها مع تقديم مكافآت لحملتها أو عن طريق دخول الشركة الى سوق رأس المال مشترية لسنداتها.

حسب العملة التي تحرر بها السندات:

- سندات تحرر بالعملة الوطنية للجهة المصدرة
- سندات تحرر بالعملات الأجنبية، ومثالها السندات التي تتداول في أسواق العملات الاجنبية .

¹ جبار محفوظ (أ)، مرجع سابق، ص 44.

² محمد عوض عبد الجواد، مرجع سابق، صص 112- 113.

³ بلجبلية سمية، أثر التضخم على اندالأسهمدراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-

2006، مذكر تدرج ضمن متطلبات التنبيل شهادة الماجستير في علموالتسيير، فر عتسيير المؤسسات، قسم علموالتسيير، كلية العلوم للاقتصاديو علموالتسيير، جامعة منتوري، قسنط ينة، 2009-2010، ص 20.

أنواع أخرى من السندات:¹

1 -السندات التقليدية: تمثل ديناً على المصدر الذي يلتزم ب: دفع مبلغ سنوي لحامل السند(الفائدة) وتسديد

مبلغ أصلي للدائن، وبذلك فإن السندات التقليدية هي الشكل البسيط لهذا النوع من الأوراق المالية.

2 -السندات الأخرى:

- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: يمكن لحامل هذا النوع من السندات إلى استبدالها حسب رغبته، بأوراق مالية خاصة الأسهم العادية لنفس الشركة المصدرة وبذلك يصبح من ملاكها.
- السندات بكوبونات الاكتتاب في السندات: يسمح لحامله بالاكتتاب في سندات مماثلة في مدة زمنية محددة وبسعر محدد مسبقاً. إذ يرفق بكل سند قديم كويون يمكن استبداله بسند جديد عندما تمر فترة يتم تحديدها في عقد الإصدار.
- السندات بمعدل فائدة متغير: جاء هذا النوع من السندات أساساً انطلاقاً من نقائص السندات ذات المعدل الثابت خاصة وأن السندات تعتبر - كما ذكرنا سابقاً- ديناً طويل الأجل وأن أسعار الفائدة تتغير ارتفاعاً وانخفاضاً على مدى فترة الدين.
- السندات المرتبطة بالمؤشرات: هو ذلك السند الذي يربط سعر الفائدة الخاص به، أو المبلغ الأصلي أو الاثنين معاً بتغيرات مؤشر معين.

حسب نوع الضمان:

- السندات المضمونة بأصول الشركة: قد تصر الشركات سندات مضمونة أو مرهونة ببعض ممتلكاتها كالأراضي أو الآلات أو أوراق مالية في محفظتها.
- السندات غير المضمونة: على عكس السندات السابقة فإن السندات غير المضمونة تمثل ديناً عادياً غير مرتبط بأي أصل من أصول الشركة.

الجدول(02):

خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية

			الورقة المالية
الأسهم العادية	الأسهم الممتازة	السندات	عامل المقارنة

¹جبار محفوظ (أ)، مرجع سابق، صص 50، 59.

أولاً: الحق في الحصول على دخل	الدرجة الأولى في السداد	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة
1. من حيث الأسبقية	ثابت ومحدد	ثابت ومحدد	المتبقي وغير محدد
2. من حيث مبلغ الدخل أو العائد			
ثانياً: الحق في الأصول عند التصفية	المرتبة الأولى	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة
1. درجة الأسبقية	محدد	محدد	المتبقي وغير محدد
2. المبلغ			
ثالثاً: الحق في استرداد القيمة	إجباري	(القيمة الاسمية) غير ملزم	المتبقي غير ملزم
تاريخ الاستحقاق	محدد مسبقاً وله تاريخ سداد.	ليس له تاريخ استحقاق	ليس له تاريخ استحقاق

المصدر: محمد عوض عبدالجواد وآخرون، مرجع سابق، ص 60.

الفرع الثالث: الأوراق المالية المشتقة: دفع الاقبال على سوق الأوراق المالية بالشركات والمستثمرين لإيجاد أدوات مالية جديدة تسمى بالمشتقات المالية وتعرف بأنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول محل التعاقد مثل الأسهم والسندات.

(أ) **العقود المستقبلية:** العقود المستقبلية هي عقود يتم الاتفاق فيها على الشيء المبيع، وسعره وكميته عند إبرام العقد، على أن يتم تسليم المبيع ودفع الثمن في المستقبل ولذا وصف العقد بأنه (مستقبل). والتعبير بأن العقود المستقبلية تعطي لحاملها الحق في البيع أو الشراء غير دقيق لما يوحي به هذا التعبير من أن العقد المستقبلي عقد مستقل عن عقد البيع والشراء كما هو الحال في عقود الاختيار وليس الأمر كذلك بل العقد المستقبلي في حقيقته عقد بيع أو شراء مستقبل يتم إبرامه وقت الاتفاق وليس لأحد المتعاقدين خيار عدم تنفيذه.¹

¹مبار كبتسليمان بن محمد السليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، 2005، ص 993.

جدول(03):

أهم الفروقات وأوجه الاتفاق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

أوجه الاتفاق	أوجه الاختلاف	
	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
-يتم ابرام العقد حالا بينما يتم التسليم في تاريخ لاحق، يتم تحديده وقت ابرام العقد -عقد البيع لازم لكلا الطرفين - تبرم العقود في الغالب بهدف المضاربة على فروق الأسعار. -يمكن لكل متعاقد اغلاق مركزه والخروج من السوق بإجراء صفقة عكسية.	-تداول في أسواق غير منظمة	- تتداول في أسواق منظمة
	لا توجد هيئات ضامنة	توجد هيئة ضامنة وهي بيت التسوية
	التسوية وفقا للسعر المتفق عليه في العقد.	التسوية وفقا لأسعار السوق
	لا يوجد هذا المصطلح في هذا السوق	أداة مالية مشتقة
	غير نمطية	نمطية من حيث حجم العقد وتاريخ التسليم ونوعية الأصل

المصدر: من اعداد الطالبة. باستناد على محمد عوض عبد الجواد، مرجع سابق.

*أغراض المتعاملين بالعقود المستقبلية: وتتمثل في:

- الاحتياط (التغطية): ابرام عقود بيع أو شراء مستقبلية بأسعار محددة، للوقاية من الاثار غير المرغوبة لأي تغير قد يحدث في الأسعار في المستقبل.
- المضاربة في العقود المستقبلية: وتعني دخول المضارب في سوق العقود المستقبلية مشترياً، عند توقعه اتجاه الأسعار للارتفاع، أو بائعاً عند توقعه اتجاهها للانخفاض، بهدف تحقيق الربح من فروق الأسعار عند تحقق توقعاته بحيث يقوم بعد ذلك بإغلاق مركزه بإبرام عقد معاكس للعقد السابق.

*أنواع العقود المستقبلية:

1 -العقود المستقبلية على السلع.

2 -العقود المستقبلية المالية: يراد بها العقود التي ترد على الاوراق المالية الأصلية(اسهم، سندات...)

3 -العقود المستقبلية على العملات الأجنبية.¹

(ب) عقود الخيارات: هو عبارة عن اتفاق بين طرفين:

1.الطرف الأول المشتري: له حق شراء أو بيع:

- كمية محددة من شيء ما يحدد ذلك حجم العقد

- بسعر محدد يسمى سعر الممارسة.

- حتى تاريخ محدد- تاريخ التنفيذ النهائي أو نهاية فترة تنفيذ الخيار .

فخيارات الشراء تعطي حق الشراء وخيارات البيع تعطي حق البيع.

2. الطرف الثاني البائع: فهو ملزم ببيع أو شراء الشيء موضوع التعاقد وبسعر الممارسة المتفق عليه فإذا

مارس المشتري هذا الحق داخل النطاق الزمني للعقد فإن المشتري عله أن يدفع للبائع لهذا الحق ثمن أي مبلغ مقابل الحق يلاحظ أنه بالنسبة للفرص والمخاطر الخاصة بكل من المشتري والبائع فهي متضادة كما يلي:

- بالنسبة لمشتري حق الشراء أو البيع فإن احتمالية تحديد مكاسب أو أرباح غير محددة وفي مقابل هذا فإن الخسائر محددة.

- بالنسبة لبائع حق الشراء او البيع فإن خسائره غير بينما ارباحه محددة.²

*أنواع عقود الخيار:³

تتنوع عقود الاختيار بالنظر إلى النوع والاختيار محل العقد إلى ثلاثة أنواع:

1 عقود اختيار الشراء.

2 عقود اختيار البيع

3 عقود الاختيار المركبة

¹ ميار كبتسليمان بن محمد السليمان، مرجع سابق، صص 926، 940.

² عبدالغفار حنفي (أ)، الإستثمار في البورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003-2004، صص 560.

³ ميار كبتسليمان الفوز، الأسواق المالية من منظور اسلامي، مركز النشر العلمي، المملكة العربية السعودية، 2010، ص ص 99-100.

كما تتنوع بانظر النوع الأصل محل الاختيار الأربعة أنواع:

1 عقود الاختيار علنا لأوراق المالية.

2 عقود الاختيار علنا لسلع.

3 عقود الاختيار علنا لعملات.

4 عقود الاختيار علنا لشراتا لأسهم.

وتتنوع بانظر الملكية الأصل محل الاختيار أو عدمها النوعين:

1 +الاختيار المغطى: ويقصد بها أن يكون المحرر في اختيار الشراء مال كالأوراق المالية، أو

السلع، أو العملات التالتا التزم بمبيعتها بمقتضى بيعها لحق الشراء، بحيث يثيقو م بتسليمها

عندما يقرر مشتريا لاختيار ممارسة حقها في الشراء.

2 +الاختيار غير المغطى (المكشوف): ويقصد بها أن المحرر حين حرر اختيار الشراء لم يكن يملك الأوراق

المالية، أو السلع، أو العملات التالتا التزم بمبيعتها، وإنما يحرر عليها الاختيار بنية أن

يقوم بشرائها من السوق، وتسليمها للمشتري، عندما يقرر مشتريا لاختيار ممارسة حقها في الشراء.

وسنقوم بالتركيز على خيارات الشراء والبيع وذلك بإبراز خصائصها في الجدول التالي:

الجدول (04):

تلخيص خيارات الشراء والبيع

خيار بيع	خيار شراء	نوع الخيار العقد
----------	-----------	---------------------

<p>1. حق بيع أسهم في تاريخ التنفيذ 2. ملزم بدفع مكافأة أو مقابل للحصول على الخيار. 3. تتحقق الأرباح من انخفاض أسعار السهم. 4. الربح: غير محدد النطاق. 5. الخسارة: محددة النطاق.</p>	<p>1. حق شراء أسهم في تاريخ التنفيذ. 2. ملزم بدفع مكافأة أو مقابل للحصول على الخيار. 3. تتحقق الأرباح من ارتفاع أسعار الأسهم. 4. الربح: غير محدد النطاق 5. الخسارة محددة النطاق.</p>	<p>*المشتري أو المالك</p>
<p>1. ملزم بشراء أسهم في تاريخ التنفيذ. 2. له الحق في الحصول على المكافأة. 3. تتحقق الأرباح من ثبات أو ارتفاع أسعار الأسهم. 4. الربح: محدد النطاق. 5. الخسارة: غير محددة.</p>	<p>1. ملزم ببيع أسهم في تاريخ التنفيذ 2. له الحق في الحصول على المكافأة. 3. تتحقق الأرباح من ثبات أو انخفاض أسعار السهم. 4. الربح: محدد النطاق. 5. الخسارة: غير محددة.</p>	<p>*البائع</p>

المصدر: عبد الغفار حنفي (أ)، مرجع سابق، ص 587.

ث) عقود المبادلات: عقد المبادلة عبارة عن اتفاق بين طرفين لتبادل تدفقات نقدية في المستقبل وفقاً لنظام

متفق عليه. وقد ينظر إلى هذه العقود على أنها تشكيلة من العقود المستقبلية. أي تعتبر دراسة عقود

المبادلات امتداداً للعقود الآجلة والمستقبلية.¹

كما تعرف بأنها:

اتفاق تعاقدي، يتم بواسطة وسيط ينظر فيناً وأكثر لتبادل الالتزامات والحقوق، ويتعهد انبموجبها ما علم مقايضة الدفعات التي تب

رتب على الالتزامات كما قد تقطعها كل منهما الطرف الآخر، وذلك دون إخلاص للالتزام أي

¹ محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 281.

منهما الأصلية تجاها الطرف الثالث غير المشمول بالعقد، أو بمقايضة المقبوضات التي تبتز تبكلمنهما علناً أصوليملكها، وذلك دون إخلال بحقكلمنهما تلك الأصول.¹
*أنواع عقود المبادلات: تتنوع عقود المبادلات إلى عدة أنواع، أبرزها:

1. عقود مبادلة أسعار الفائدة: هو عبارة عن اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد على فترات منتظمة، حيث يعتمد مقدار هذه المدفوعات على قيمة العقد. المدفوعات التي يدفعها كل طرف دورياً عبارة عن معدل الفائدة المتفق عليه مضروباً في قيمة العقد.
 2. عقود المبادلة على العملات: يتم في هذه المبادلات تبادل معدل الفائدة وقيمة العقد وليس فقط مبادلة سعر الفائدة فقط. وتستخدم لمساواة عملة الأصول مع عملة الخصوم، أو لإصدار الديون في الأسواق الأجنبية.²
 3. عقود مبادلة عوائد الأسهم: الاتفاق بين طرفين على المقايضة في تاريخ لاحق لمعدل العائد على سهم معين، أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم، أو أصلاً بالآخر.
 4. مبادلة السلع: أنيقوم (أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد، ويتم تسديد الثمن فوراً، وبيعها الهدفين فالوقت تبعاً لجلاب سعر منقعلعليهم سبقاً، وبحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضاً).³
- المطلب الرابع: طبيعة المعاملات في أسواق الأوراق المالية:**

الفرع الأول: المتعاملون: ويتم التعامل داخل بورصة الأوراق المالية من خلال أعضاء البورصة وهم:

- **الجمهور:** يتمثل في الأفراد الذين يستثمرون في البورصة بصورة مباشرة أو غير مباشرة، أي باستعمال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار.

- **المستثمرون والتاسيسيون:** وهم عبارة عن هيئات عمومية وخاصة تسهر على عملية جمع الادخارات من عدد كبير من الأفراد والمؤسسات وتوظيفها في شكل أوراق مالية، فهم بذلك أداة مساعداً لصغار المستثمرين على تنويع توظيفاتهم من خلال محافظ مالية ضخمة ومنوعة تنويعاً واسعاً.¹

¹ مبار كبتسليمات الفوز، مرجع سابق، ص 113.

² محمد الحناوي وآخرون، مرجع سابق، صص 281-297.

³ مبار كبتسليمات الفوز، مرجع سابق، صص 118-119.

- **المؤسسات التصنيعية والتجارية والدولة:** تعتبر هذه المؤسسات أيضاً من المتدخلين الرئيسيين في البورصة والأسواق المالية بصفة عامة، فهيتلجأ إليها لأسواق الحصول رؤوساً لأموالها بغرض تدعيم أموالها، خاصة بإصدار الأسهم، وبتداولها فيما بعد، أو بإصدار السندات والحصول على ديون متوسطة وطويلة الأجل وذلك تحصل للمؤسسة على أموال دائمة لتمويل استثماراتها.
 - **الدولة:** تعتبر الحكومات من المتدخلين الرئيسيين في البورصة، خاصة في أسواق السندات. والمعروف أن إصدارات الحكومات هي أفضل الإصدارات من حيث المخاطر. إذ عادة ما تلجأ لمثل هذه الإصدارات لتغطية العجز في الميزانية العمومية أو لتمويل المشاريع التنموية المختلفة.
 - **الوسطاء:** على العموم تكون هذه الفئة العمود الفقري لأية بورصة، إذ يقومون بتنشيطها بملاقاة البائعين والمشتريين للأوراق المالية وتنفيذ أوامرهم.²
- الفرع الثاني: الأوامر:** يقصد به التوكيل الذي يعطيه عميل ما إلى أحد السماسرة أو الوسطاء كي يبيع أو يشتري في البورصة بعض الأوراق المالية التي يعينها له وفي جميع الحالات يجب تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقاً للقواعد المقررة في البورصة.³

أنواع الأوامر: تختلف أوامر البيع والشراء باختلاف سعر ووقت التنفيذ أو كليهما معاً، ويمكن تقسيمها إلى:⁴

أنواع الأوامر غير المحددة لسعر التنفيذ: وتنقسم إلى:

1 أوامر التنفيذ بالسعر الأفضل: لا يحمل هذا النوع من الأوامر أي اقتراح فيما يتعلق بالسعر الذي تتم به عملية البيع والشراء وإنما يترك ذلك للوكيل أو لشركة البورصة المعنية. وعليه يتم تنفيذ هذا النوع بأول سعر يحدد في البورصة.

2 أوامر التنفيذ بسعر السوق: لا يحدد المستثمر في هذا النوع من الأوامر سعر تنفيذ معين، أي هي شبيهة بالنوع الأول. وعليه فإن تنفيذها يتوقف على سعر السوق ويتم بمجرد إيجاد الطرف الآخر، البائع أو المشتري للمنتوج المالي المعين.

¹ حنفية عبدالغفار، ر. سمير، كير، ياقص (أ)، أسواق الأوراق المالية وشركات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 385.

² جبار محفوظ (ب)، سلسلة التعرف على البورصة: تنظيم وإدارة البورصة، الجزء الثالث، دار هومة، الجزائر، 2002، ص 5-26.

³ عبد القادر الحمزة، مرجع سابق، ص 79.

⁴ جبار محفوظ (ب)، مرجع سابق، ص 79-84.

أنواع الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: وتنقسم الى:

1 +الأوامر المحدودة: تمتاز هذه الأوامر بتحديد سعر التنفيذ من قبل الأمر أو المستثمر. ويمكن التمييز بين نوعين من الأوامر المحدودة:

- الأوامر المحدودة الخاصة ببيع المنتجات المالية المختلفة
- الأوامر المحدودة المتعلقة بعمليات الشراء.

2 أوامر الايقاف: يحدد المصدر لهذا النوع من الأوامر الأسعار التي يجب على الوسيط تنفيذ الصفقات عندها. إذ يمكن لهذا الأخير تنفيذ عمليات الشراء بذلك السعر أو بسعر أعلى منه وتنفيذ عمليات البيع بذلك السعر أو بسعر أقل منه. وعليه فإنه يصبح أمر الايقاف الخاص بالشراء، أمراً قابلاً للتنفيذ بالسعر الأفضل بمجرد تداول الورقة المالية في البورصة بسعر يساوي أو أعلى من السعر الذي حدده المستثمر.

3 أوامر الايقاف المحدودة: يعتبر هذا النوع من الأوامر امتداداً لأوامر الايقاف التي سبق أن تعرضنا لها. ففي حالة أوامر الايقاف المحدودة يقوم المستثمر الأمر بتحديد السعر الأدنى للأوامر المتعلقة ببيع المنتجات المالية التي بحوزته ويطلب من الوسيط تنفيذ الصفقة بذلك السعر أو بسعر أحسن منه.

أنواع الأوامر حسب توقيت الأمر: وتنقسم الى نوعان:¹

1 +الأمر المؤقت: (أو المحدد بمدة زمنية معينة يوم، أسبوع....): فمثلا الأمر المحدد بيوم هو الأمر الذي يلغى إذا وصل ذلك اليوم إلى نهايته وهذا يعني إذ لم يتمكن السمسار من تنفيذه في الساعات المتبقية قبل أن تغلق البورصة أبوابها فإنه يبطل.

2 +الأمر المفتوح المدة: وهو ذلك الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه، أو يقرر المتعامل تنفيذه.

تكلفة تنفيذ الأوامر: يترتب على تنفيذ الأوامر واتمام المعاملات في البورصة نوعان من التكاليف:²

- التكاليف المباشرة: وتتضمن كل من تكاليف المعاملات وتكاليف أخرى:

1 حمولة السمسرة، وغالباً ما تتحدد بالتفاوض مع السمسار

¹ محمد عدنان بنالضيف، مرجع سابق، ص 101.

² عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، صص 48-49.

2 - هامش الربح الذي أن يحققه صانع السوق للورقة المعنية محل التعامل والذي يتمثل في الفرق بين سعر شرائه للورقة وسعر بيعه لها.

3 - الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع.

4 - الضرائب والرسوم.

5 - تكاليف الحصول على المعلومات اللازمة لانجاز المعاملات بصورة جيدة.

- **التكاليف المباشرة الأخرى: أهمها:**

1 - التكاليف الناتجة عن الزيادة السعرية في قيمة الورقة المالية.

2 - الفوائد على الأموال المقترضة.

3 - الفوائد التي يدفعها المستثمر على عمليات الشراء.

4 - الضريبة على الدخل الشخصي المقررة على الارباح الرأسمالية التي يحققها المستثمرين من التعامل في الأوراق المالية.

- **التكاليف غير المباشرة: وتتمثل في:**

1 - تكلفة الفرصة البديلة وتتمثل في أقصى عائد مفقود أو مضحى به.

2 - تكلفة الوقت والجهد المبذول من قبل المستثمر.

3 - تكلفة القلق الذي ينطوي عليه الاستثمار واحتمال تدهور قيمته.

الفرع الثالث: شروط الدخول للبورصة: يمكن تلخيصها فيما يلي:¹

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.

- أن يفتح رأس المال للاجتماع على جمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20 % إلى 25 % ، حيث طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.

- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاثة سنوات.

- أن تكون قد حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.

- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة، مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على

القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وأفاقها المستقبلية، مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.

¹ بوكسانير شيد، مرجع سابق، ص 53.

- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات.

الفرع الرابع: عمليات أسواق الأوراق المالية: تقسم عمليات البورصة سواءً في البيع أو الشراء الى عمليات عاجلة وعمليات آجلة:

1. العمليات العاجلة: هي عمليات يتبعو شراء الأوراق المالية وبعد إتمامها يسلم البائع فيها الأوراق المالية ويسلم المشتري ثمنها حالاً أو خلال مدة وجيزة 24 ساعة غالباً أسواق الأوراق المالية، حيث يحتفظ المشتري بتلك الأوراق ويستفيد من أرباحها ويتحمل خسائرها ويرجع للجوء المتعاملين في سوق الأوراق المالية للعمليات العاجلة للسبب التاليين:

الإحتفاظ بالأوراق المالية من أجل تحصيل توزيعات لأرباح عليها، المضاربة على ارتفاع أسعارها من تحقق توقعات المستثمر¹.

أنواع العمليات العاجلة: ويمكن تصنيفها في:

1- الشراء بكامل الثمن: ويسمى كذلك بالشراء النقدي، وطبقاً لهذا الأسلوب يقوم العميل بسداد مشترياته من الأوراق المالية نقداً.²

2- الشراء بجزء من الثمن: (الشراء بالهامش): في ظل عمليات الشراء الهامشي يقوم المستثمر بدفع جزء من قيمة الصفقة ويسمى هذا الجزء بالهامش المبدئي ويقترض باقي قيمة الصفقة سواء كان اقتراضه بنفسه أو من خلال وكيله أو سمسار الصفقة، وطالما أخطر المستثمر سمساره بأنه قد اقترض لاتمام

الصفقة حتى لو كان اقتراضه بنفسه، فإن هذه العملية تعتبر عملية شراء هامشي، ويتبع ذلك احتفاظ السمسار بالأوراق المالية ويقوم بمتابعة قيمة الأوراق المالية بالسوق للحفاظ على حقوق المقرضين وكذلك المستثمر من خلال اجراءات متعارف عليها وملزمة للمستثمر.³

3- البيع على المكشوف: الأصل في المعاملات أن تشتري الورقة المالية أولاً ثم تباع فيما بعد، وهو السلوك المنطقي للمستثمر الذي يتوقع ارتفاع قيمتها السوقية. غير أن هناك نمط آخر من المعاملات يقو بها المستثمر، إذا ما توقع هبوط سعر ورقة مالية ما، حيث يقوم ببيع الورقة أولاً ثم يشتريها فيما

¹ قطليليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية -

دراسة مقارنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسك رة، 2015-2016، ص38.

² محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص161.

³ محمد صالح الحناو و يونا لفر يد مصطفو آخرون (أ)، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها (مدخل تحليلي لأساسيو الفني)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004-

2005، ص62.

بعد، عندما تتخفص قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها. وأهم ما يميز هذا النوع من المعاملات، أن عملية البيع قد تتم في الوقت الذي لا يملك فيه البائع الورقة محل الصفقة، وأن كان يمكن اقتراضها، لذا يمكن أن نطلق عليه جزئاً البيع على المكشوف.¹

2. العمليات الآجلة: هي العمليات التي تعقد صفقاتها ويؤجل دفع الثمن والمثلن إلى أجل معلوم يسمى بـ (يوم التصفية)، أو يوم التسوية، يلزم العاقدان فيه على التسليم والتسلم، وقد يتفقان على تأجيل خاص، وشروطه، وكيفية التعويض.

أغراض المتعاملين بالمعاملات الآجلة: هناك ثلاثة أغراض للمتعاملين بالمعاملات الآجلة، وهي المضاربة، والاحتياط، والموازنة:

- المضاربة: الغرض الأساسي للمتعاملين بالمعاملات الآجلة هو تحقيق ما يسمى بالأرباح الرأسمالية التي تتمثل في الفرق بين سعر الورقة الذي عقدت به الصفقة، وبين سعرها الذي يحدد في يوم التصفية، ويسمى صنيعهم ذلك بالمضاربة.
- الاحتياط (التغطية): حماية المستثمر نفسه من مخاطر انخفاض أسعار أوراق مالية يملكها.
- الموازنة: وهي محاولة الاستفادة من فروق الأسعار في البورصات المختلفة وذلك بالشراء في البورصات ذات السعر المنخفض، والبيع في البورصة ذات السعر المرتفع.²

أنواع العمليات الآجلة: وتنقسم إلى: العمليات الباتة القطعية، والعمليات الشرطية أو "الخيارية":

1 العمليات الباتة القطعية: هي عمليات يلتزم بموجبها كل من البائع والمشتري علناً أن يقوم بتصفيتهما بتاريخ معين وهي تجري على

نوعينهما إما موعد التصفية نهاية الشهر الجاري، أو موعد التصفية نهاية الشهر المقبل ويمكن أن يتضمن البيع القطعي شرط الخيار أو التنازل لنا لأجل الصالح المشتري، حيث يلجأ لإيقاف حركة هبوط الأسعار والمشتري في هذه الحالة ليس ملزماً علناً انتظار تاريخ التصفية بل يمكنها أن يظل بمنا الوسيط أو السمسار فيسوق الأوراق المالية أنيقوم مبيعاً لأوراق المسجلة بحسابه.³

2 العمليات الآجلة الشرطية: وهي العمليات التي تتضمن في طياتها شروطاً وهي على أنواع:

¹ منير ابراهيم مندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2008، ص 79.
² محمد شكر بالجميلا لعدويو آخرون، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2012، ص ص 70-75.
³ قطسليم، مرجع سابق، ص 39.

- 2-1: العمليات الآجلة الشريطية البسيطة:** وهي التي يكون فيها الخيار للمضارب بين فسخ العقد في ميعاد التصفية أو قبله، أو تنفيذ العملية إذا رأى تقلب الأسعار لصالحه على أن يدفع تعويضاً متفقاً عليه سلفاً.
- 2-2: العمليات الآجلة الشريطية المركبة:** وهي التي يكون فيها الخيار للمضارب بين أن يكون مشترياً أو بائعاً، وأن يفسخ العقد إذا رأى مصلحة له في ذلك عند التصفية أو قبلها، مقابل تعويض أكبر مما يدفع في العمليات البسيطة يدفعه لصاحبه.
- 2-3: العمليات الآجلة الشريطية المضاعفة:** وهي التي يكون فيها الحق للمضارب في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها بسعر التعاقد، إذا رأى مصلحة في التصفية، على أن يدفع تعويضاً مناسباً متفقاً عليه عند اتضاح الأسعار، ولا يرد إليه، وتختلف قيمة التعويض بحسب كمية الزيادة وموضوع التخزين.¹
- 2-4: العمليات الآجلة بشرط التعويض:** وهي عملية بيع أوراق مالية مؤجلة بثمن مؤجل مع شرط الخيار لأحد المتعاقدين في إمضاء العقد أو فسخه، مقابل عوض عند ارادة الفسخ.
- 2-5: العمليات الآجلة بشرط الانتقاء:** وهي عملية بيع أوراق مالية مؤجلة بثمن مؤجل ويكون الخيار هنا لأحدهما في موعد آجل محدد على أن يبيع للطرف الآخر أوراقاً مالية معينة بسعر محدد، أو أن يشتري منه تلك الأوراق بسعر أعلى منه.²

المبحث الثاني: فرضية كفاءة سوق الأوراق المالية:

حاولنا في هذا المبحث استعراض بعض المفاهيم حول فرضية كفاءة اسواق الأوراق المالية من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: مفهوم وأهمية السوق المالية الكفوء.

المطلب الثاني: الخصائص وأنواع السوق الكفوء.

المطلب الثالث: متطلبات السوق الكفوء والصيغ المختلفة لها.

¹ محمد أحمد حلمي الطواي، البورصات وسوق الأوراق المالية فيميزها الفقهاء الاسلامي، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2011، ص ص 18-19.

² بنالضي محمد عدنان، مرجع سابق، ص 174.

المطلب الرابع: نظام المعلومة وأثرها في سوق الأوراق المالية.

المطلب الخامس: واقع أسواق الأوراق المالية العربية ومعوقاتهما وسبل رفع كفاءتها.

المطلب الأول: مفهوم وأهمية السوق المالي الكفوء:

الفرع الأول: مفهوم السوق المالي الكفوء:¹

تعني كفاءة السوق الانعكاس الكامل للمعلومات في أسعار الورقة المالية وبشكل دائم وسريع وغير متحيز. ويقصد بالانعكاس الكامل أن المشاركين في السوق يستجيب بسرعة للمعلومات الجديدة ويقوموا بتحليلها وعكسها في توقعاتهم وبذلك يتعذر على أي واحد منهم تحقيق عوائد غير عادية تفوق توقعاتهم بشأن الأسعار السوقية. وعليه يكون السعر المعلن هو حصيلة تصرفات وسلوكيات المشاركين في السوق بناءً على المعلومات المستلمة، ويكون هذا السعر دال لحالة التوازن في السوق، كون أن عموم المشاركين لا يحتاجون إلى فقدان وقت كبير للبحث على المعلومات والوصول إليها.

الفرع الثاني: أهمية السوق المالية الكفوء: ويمكن إيجازها في:

- السوق الكفوء دالة على أن الأسعار المطروحة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة.
- يقوم جميع المتعاملين في السوق بالانتفاع من جميع المعلومات وبالتالي ليس هناك هدر للمعلومات الواصلة للسوق كونها تنعكس بالكامل بالسعر.
- في ظل السوق الكفوء يعتقد كل من البائع والمشتري للورقة المالية أن سعر الصفقة سعر عادل ومقبول من قبل الطرفين، فليس هناك غبن أو تظليل.
- ان السوق الكفوء دال لحالته وتوازنه، لان جميع المتعاملين يحصلون على المعلومات وتكون توقعاتهم متماثلة لمستقبل الاستثمارات.
- في ظل السوق الكفوء تتدفق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن وبتجاه الاستثمارات المنتجة.

المطلب الثاني: الخصائص وأنواع السوق الكفوء:

¹ ارشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، صص 38-50.

الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية الكفوءة:

وفقاً لمفهوم مكفاء سوقاً لأوراقاً المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء:¹

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم الى السعي نحو تعظيم ثروتهم.
- المعلومات متاحة للجميع من المقرضين، المستثمرين، الادارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات، دون أي تكلفة مما يؤدي الى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة.
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية، بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.
- وجود عدد كبير من المتعاملون مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.
- مثل هذا السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائداً مرتفعاً فوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفى لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الأسهم محل الصفة فقط.

الفرع الثاني: أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية: يوجد نوعين من الكفاءة وهما:²

- 1 - الكفاءة الكاملة: بمعنى عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة الى السوق وبين الوصول نتائج محددة بشأن سعر السهم حيث يؤدي الى تغيير فوري في السعر، ومن ثم لا يتاح لأي مستثمر فرصة تتاح لغيره. وتتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر شروط هي:
 - توافر المعلومات للكافة وبدون تكلفة بحيث تكوم توقعات المستثمرون واحدة.
 - لا يوجد أي قيود على التعامل مثل الضرائب وتكاليف التعاملات الأخرى.
 - وجود عدد كبير من المستثمرين وبذلك لا تؤثر تصرفات البعض تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم أي أن الأسعار المعلنة هي قضية مسلمة.
 - يتصف المستثمرون بالرشد أي أنهم يسعون الى تعظيم المنفعة.

¹ مفتاح الحو معار فيفريدة، متطلب الكفاءة سوقاً لأوراقاً المالية (دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل فعكفاءتها)، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009-2010، 182.

² عبدالغفار حنفي (ب)، بورصة الأوراق المالية - أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2003، ص ص 181، 182.

2 - الكفاءة الاقتصادية: يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، ويعني هذا أن القيم السوقية قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت غير أنه يعتقد بسبب وجود تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها أن يكون فارق كبير بين سعر السهم وقيمه الحقيقية.

المطلب الثالث: متطلبات السوق الكفوء والصيغ المختلفة لها:

الفرع الأول: متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية:

ولتحقيق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ينبغي تحقيق سمات أساسية تتعدان بمثابة متطلبات أساسية لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل:

- **كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):** يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق ونفاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تنعكس كفاءة المعلومات المتاحة، والفرصة المتاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات ونفس مستوا الأرباح، إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفوء لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على ذلك وعلى تلك المعلومات ويحققوا بها أرباحاً غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.¹
- **كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية):** ويقصد به قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسهمس قدودون أرباحاً للتجار والمتخصصين فرصة لتحقيقها مش ربحاً مغالياً، وبذلك فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.²

الفرع الثاني: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق: وتقسّم إلى ثلاث مستويات وهي:

- 1 - **المستوى الضعيف:** أي أن أسعار الأسهم المتداولة تعكس المعلومات التاريخية السابقة للأسهم وبمعنى آخر أن أسعار الأسهم تسير بصورة عشوائية وبلا وجود علاقة بين بعضها البعض، وهذا بالتالي يؤدي للاستنتاج بأنه غير ممكن تحقيق أرباح غير عادية في ظل وجود سوق كفوء وهذا يعني أن حركة أسعار الأسهم في الماضي لا تشكل مرشداً لحركة الأسعار في المستقبل، وبالتالي

¹ مفتاح صالحو معارف في فريدة، مرجع سابق، ص 186.

² نشرة التوعية، كفاءة سوق الأوراق المالية، إضاءات، معهد الدراسات المصرفية، السلسلة السابعة، العدد 09، الكويت، أبريل 2015، ص 4.

فإن المستثمرين غير القادرين على الحصول على أرباح غير عادية من خلال استخدام بيانات الأسعار التاريخية.

2 - **المستوى شبه القوي:** أي أن أسعار الأسهم تعكس المعلومات التاريخية والحالية، وأن المستثمر لا

يتمكن من تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة والمعلومات المتاحة للجميع، والسبب الأساسي في عدم تحقيقه لأرباح غير عادية هو أن المعلومات المتاحة الحالية والتاريخية قد عكست أولاً بأول في أسعار الأسهم.¹

3 - **المستوى القوي:**

تعني الصيغة القوية لكفاءة السوق أن أسعار الأسهم لا تعكس كافة المعلومات المعروفة بل بالعامّة فحسب، وإنما تعكس أيضاً المعلومات التي لم تنشر بعد أو غير المعروفة بعد، ذلك أن عملية الحصول على المعلومات غير المعروفة تتم ضمن منافسة قوية بين المحللين والمستثمرين المتعددين، وعليه تقوم السوق بتسعير الأسهم المعنية بصفة فعالة، أي تأخذ تلك المعلومات في الحسبان مما يعنى أن المتعاملين في السوق لن يكونوا قادرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة، لان هذا المعلومات منعكسة على أسعار الأسهم المتداولة.²

المطلب الرابع: نظام المعلومة وأثرها في سوق الأوراق المالية

الفرع الأول: تعريف نظام المعلومة: يمكن تعريف نظام المعلومة بأنه "مجموعة النظام الفرعية للأفراد والبيانات والإجراءات والمعدات والبرامج، كما يمكن تعريفه على أنه مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل تسياب المعلومات المناسبة إلى الشخص المناسب لاتخاذ كفاً القرار أو التصرفاً لأحسن في وقت معين".³

الفرع الثاني: ردة فعل السوق الكف للمعلومات الجديدة: إن فرضية السوق الكف

(EMH) هي التطبيق العملي لنظرية التوقعات العقلانية في سوق الأوراق المالية، طالما أنها لا يمكن أن تكون أسعار

الأسهم أو الأموال الأخرى متوقعة تماماً علماً وأقل من سعرها الحقيقي، ففي ظل هذه الفرضية يقوم السوق بتقدير عوائد الأسهم المستقبلية بكفاءة عالية.

كما أن معظم ما يجري في أسواق المال من قرارات استثمارية للوحدات الاقتصادية المختلفة قائم على

¹ حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهر النلتشر، الأردن، 2013، ص 157.

² زبدحيا، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، وفلسطين)، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات تليشهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص:

الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم والاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015، ص 41.

³ بوكسانير شيد، مرجع سابق، ص 100.

التوقعات واحتمالات تحققها، لذلك تكاد تكون السوق الكفاءة سبباً للإسقاطات المستقبلية إذ أن التوقعات العقلانية منهجاً أساسياً في التحليل والتنبؤ بالأحداث. سواء بتحديد قيمة للورقة المالية بناءً على توقعات العائد المستحيلة خلال العمر الورقة، ومعدلاً لخصم القوائم لمعدلاً للعائد المرغوب للمستثمر، أو من خلال سلوك التحوط وحتماً اختياراً لسلوك بتسوية المعاملات بواسطة الحساب الهامشي، إذ أنها جميعاً مداخل للتوقعات العقلانية، تستهدف تعظيماً لإنتفا على القرار الإستثماري.¹

المطلب الخامس: واقع أسواق الأوراق المالية العربية ومعوقاتها وسبل رفع كفاءتها

بالرغم من الإصلاحات التي عرفتها الأسواق المالية العربية تماشياً مع التطورات التي عرفها النظام المالي العالمي، إلا أنه لا يخرج عن نطاقه وأنه أسواقاً نامية مازالت تنفتح على المخزونات والتقليد الاستثمارية الرشيدة.

الفرع الأول: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية:²

- معوقات تنظيمية وتشريعية وهيكلية: المتمثلة في:
- عدم قدرتها على بعض القوانين ولوائح أسواق الأوراق المالية في بعض الدول العربية والتي تميزها عداها في مراحل سابقة دوناً عادة النظر فيها ووفراً نظرية فقط علموا كبة التطورات المستمرة في أسواق الأوراق المالية الدولية.
- كثرة إصدار القرارات، وتعدد القوانين ذات العلاقة دون انسجامها، واختلاف الجهات القائمة على تنفيذها أدباً لنا اعتراض عملها لها لآسواقياً الكثير منها.
- غياب التشريعات التي تحدد إنشاء مؤسسات المقاصة والتسوية، والحفظ والإيداع المركزي، وصناديق ضمان المعاملات وغيرها من الأجهزة المساندة.
- قصوراً ليات العمل بالأسواق المالية العربية: والمتمثلة في:
- عدم توفر شركات تصنيع الأوراق مما يؤدي إلى التقلب الشديد في الأسعار وبالتالي التقلب بحجم التداول.
- عدم كفاءة السماسرة في التعامل بالأسواق المالية، وعجزهم في إعطاء المشورة لعملائهم.
- محدودية شركات الوساطة المالية التي تقوم ببيع وشراء الأوراق الجديدة.
- مشكلة هجرة الأموال العربية إلى الخارج:

تعاين الدول العربية من فجوة تمويلية تتمثل في عدم قدرتها المالية على تمويل الاستثمارات التنموية بالضرورة، حيث وصلت هذه

الفجوة إلى 70 %

¹ قطسليم، مرجع سابق، ص 63.

² مفتاح الحومغار في فريدة، مرجع سابق، صص 189، 192.

يتمتعطينها منخالا للتمويلا لإقتراضيو لإعانات، مما تترتب عنها زيادة وحدة المشاكالالاقتصادية كالبطالة، وارتفاع الأسعار، ووضع الإنتاج، وإنما يقارب 800 - 2400 مليار هي حجم الأموال العربية المستثمره في المحافظ الاستثمارية الأجنبية خاصة الأمريكية منها.

الفرع الثاني: سبل رفع كفاءتها: ¹

- الطاقة الاستيعابية: مجموع الفرص الاستثمارية التي يمكن استغلالها بنجاح خلال فترة معينة.
- المناخ الاستثماري: وتتطلب الأشكال المتعددة المطلوب تشجيعها للتدفقات الاستثمارية داخل الدول النامية وخاصة الاستثمارات المباشرة بطبيعتها، يجاد قدر كافي وواضح من المزايا والتسهيلات والإعفاءات سواء بالنسبة لدخول رأس المال أو خروجها وتمويل عوائد أو إعطاء المستثمر ربحاً لإقامة الأعمال والتنقل وتعبئة العناصر البشرية واستيراد المعدات والآلات اللازمة.
- الأجهزة والمؤسسات المالية
- حرية انتقال رؤوس الأموال: تعتبر حرية انتقال رؤوس الأموال إحدى المقومات الضرورية لإيجاد قنوات اتصال بين الأسواق المالية للنامية.
- تعزيز الشفافية والإصلاح ²
- تعزيز الدور الرقابي للسوق.
- تعديل الأنظمة الضريبية.
- التوسع في مجال الخصوصية.

¹ بنعمر بنحاسين، مرجع سابق، صص 163، 167.

² مفتاح صالح معارف فيريدة، مرجع سابق، صص 192، 193.

المبحث الثالث: مؤشرات أسواق الأوراق المالية:

تضمن هذا المبحث ابراز مفاهيم اساسية حول مؤشرات سوق الأوراق المالية وذلك من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: تعريف المؤشرات واستخداماتها.

المطلب الثاني: أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية والعوامل المؤثرة فيها.

المطلب الثالث: بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية.

المطلب الأول: تعريف المؤشرات واستخداماتها:

الفرع الأول: تعريف مؤشر سوق الأوراق المالية: هو رقم أو نسبة مئوية يتم استخراجها عن طريق تقسيم رقم معين (سعر سلعة معينة أو تكاليف معيشة، أو سعر سهم معين، في الفترة الحالية) وتسمى فترة المقارنة، على سعر نفس السلعة أو تكاليف المعيشة أو سعر نفس السهم في فترة سابقة تسمى فترة الأساس.¹

الفرع الثاني: استخدامات المؤشر: لمؤشر سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف، وهذه الاستخدامات متمثلة في:²

- **اعطاء فكرة سريعة على أداء المحفظة:** حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجاباً أو سلباً) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون الحاجة إلى أداء كل ورقة على حدة، وإذا كانت استثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.
- **الحكم على أداء المديرين المحترفين:** وفقاً لفكرة التنوع الساذج يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائداً يعادل تقريباً عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني بأن المدير المحترف، الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق
- **التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق:** إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات ما يعرف بالتحليل الآسي فإنه يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما ان اجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل الى معرفة هذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.
- **تقدير مخاطر المحفظة:** يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية وهي العلاقة بين معدل العائد للأصول الخطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خترة.

المطلب الثاني: أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية والعوامل المؤثرة فيها:

الفرع الأول: أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية:

¹ زيادرمضانومروانشموط، مرجع سابق، ص162.

² عصام حسين، مرجع سابق، صص 39، 40.

طالما أن نشاط المنشآت التي يتم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وفي حال اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم، فضلاً عن ذلك أن تتنبأ بالخالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغيير قبل فترة زمنية.

وهناك سمات تطلق على أسواق الأوراق المالية، فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، فإنه حينئذ يطلق على سوق الأوراق المالية السوق الصعودي أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط أو التراجع، فإنه عند ذلك يطلق عليه السوق النزولي.

ويطلق على السوق بأنه صعودي عندما يزيد معدل العائد الذي يحققه - وفقاً للمؤشر - على العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

أما السوق النزولي فهو حين يكون معدل العائد الذي يحققه السوق وفقاً للمؤشر أقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، وعادة ما يوصف المضاربون في السوق على هذا الأساس، أي عندما يعتقد المضارب بأن السوق سوق تأخذ منحني الصعود فإنه يوصف بالمضارب على الصعود أما إذا اعتقد بأن الأسعار متجهة إلى الهبوط حينئذ يطلق عليه المضارب على الهبوط.¹

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في مؤشرات السوق:

هناك عوامل عديدة مؤثرة علمياً في مؤشرات سوق الأوراق المالية من خلال تأثيرها على عمليات البيع والشراء وعلى أسعار الأسهم التي تنبئ عن أسعارها حركة هذا المؤشر تؤثر هذه العوامل لتتمثل فيما يلي:²

- مبدقة وشفافية الأخبار في السوق المالي
- قدرة المتعاملين على استخدام الإشاعات لتأثير على حركة الأسعار وحجم التداول.
- التوقيت والزمن وطبيعة المتغيرات الاقتصادية.
- طبيعة المنافسة والمضاربة في السوق المالي خاصة وأما الشركات الكبيرة فتؤثر على الشركات الصغيرة.

¹ عصام حسين، مرجع سابق، صص 37، 38.

² قطسليم، مرجع سابق، ص 43.

المطلب الثالث: بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية

سنعرض بعض أهم المؤشرات الدولية :

الولايات المتحدة الأمريكية:

- مؤشر داو جونز (Dow-Jones) : وهو بدون أدنى شك المؤشر الأكثر استعمالاً في أسواق رأس المال في الو م أ والعالم. وهو على الرغم من شهرته إلا أنه محدود جداً حيث انه يعكس حركات أسعار أكبر (30) شركة صناعية مدرجة في بورصة نيويورك.¹
- ستاندرد أندبور : (S&P 500 * 500) يحتوي على خمسمائة ورقة مالية تمثل 80 % من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك 400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، شركة فيمجال المال والبنوك والتأمين (40 .)
- وهناك S&P100 ، S&P400 .

انجلترا:

- FT-30 : يجمع هذا المؤشر ثلاثين من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.
- FTSE-100 : المؤشر الأكثر شهرة، ويحتوي على 100 ورقة مالية تمثل 70 % من إجمالي رسملة البورصة.

فرنسا:

- CAC 40 : يتكون من 40 ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس.

ألمانيا:

- DAX : يحتوي على 30 ورقة مالية تمثل 70% من رسملة البورصة.

اليابان:

- NIKKei : يحتوي على 225 ورقة مالية تمثل حوالي 70% من رسملة بورصة طوكيو.

بعض المؤشرات الناشئة:

¹ زياد رمضان وروانشموط، مرجع سابق، ص 172.

سنغافورة OCBC Index

كوريا الجنوبية KCS Index

تايلاند SET Index

تايوان TSE Index

هونغ كونغ HANA SANG Index

اندونيسيا JSE Index

ماليزيا KLSE Index

مؤشرات الأسواق العربية¹

البحرين BSE

مصر CMA

الأردن ASE

الكويت KSE

لبنان BSI

لمغرب MASI

عمان MSM

فلسطين AL-QUDS

قطر CBQ

السعودية NCFE

¹ نفس المرجع السابق، ص 177.

تونس BVMT

الإمارات NBAD

المبحث الرابع: المحفظة الاستثمارية وآداء سوق الأوراق المالية

تطرقنا في هذا المبحث الى المحفظة الاستثمارية مبرزين في ذلك دورها في اداء سوق الأوراق المالية من خلال
المطلبين التاليين:

المطلب الأول: تعريف المحفظة الاستثمارية.

المطلب الثاني: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى.

المطلب الثالث: أشكال ادارة المحافظ الاستثمارية.

المطلب الأول: تعريف المحفظة الاستثمارية: تعرف المحفظة الاستثمارية من المفهوم الضيق على أنها :

"مصطلح يحيطه علم مجموع ما يملكها الفرد من أسهم وسندات أو الهدى من ممتلكاتها المحفظة هو تنمية القيمة السوقية لها وتحقيقاً لتوظيفها لأتمتة تمثلها الأصول من أموال .

أما تعريف المحفظة الاستثمارية من المفهوم الواسع على أنها " :

توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تضاماً ذات مالية، كالأسهم والسندات، المشتقات، الودائع، القبولات، الأذونات، حسابات الصرف الأجنبي، وأدوات تحقيقية كالعقارات، المعادن النفيسة، وكلما لا يوجه لانتفا عالتريهياً وللاستهلاك .

بليكر سلاً غراضاً استثمارية وتحقيقاً لأرباح¹.

المطلب الثاني: بناء المحفظة الاستثمارية المثلى:

تقوم عملية بناء المحفظة المثلى للمستثمر الرشيد على ثلاثة مبادئ أساسية هي: (حطاب، 2007، ص 14)²

1 إذا ما خير هذا المستثمر بين محفظتين استثماريتين تحققان له نفس العائد ولكن مع اختلاف درجة

المخاطرة المصاحبة لكل منهما، فإنه سيختار حينئذ المحفظة ذات المخاطر أقل.

2 إذا ما خير بين محفظتين بنفس درجة المخاطرة ولكن مع اختلاف العائد المتوقع لكل منهما، فإنه

سيختار حينئذ المحفظة ذات العائد الأعلى.

3 أما إذا خير بين محفظتين استثماريتين وكانت الأولى منهما مثلاً أعلى عائد وفي الوقت نفسه أقل

مخاطرة من الثانية، فإنه بالتأكيد سيختار المحفظة الأولى.

المطلب الثالث: أشكال ادارة المحافظ الاستثمارية:

وتتمثل اشكال الادارة في:

الفرع الأول: الإدارة السلبية:

وتعتمد على استراتيجية طويلة الأجل، وتعتمد مبدأ الشراء والانتظار مستفيدين من تحقيق مؤشرات معين، أو العوائد على الأسهم وبعضها لا

تالاندماجاً جيداً، ويعتمد هذا النوع على الاستثمار على أن يسبقاً للاستثمار أداً ومؤشراً. أما أتعاباً لإدارة السلبية فتكون في حدود 1-

2% من مجموع قيمة الأصول المتضمنة في المحفظة، وتعتمد الإدارة السلبية على مؤشرات مثل S&P500 التي تحقق عوائد جيدة في الماضي

ضعيفاً فتعوائد بعض الصناديق الاستثمارية وحققته كذلك شعبية جذبت معها الكثيرين من المستثمرين .

¹ فتية كحلي، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة تجار ببعض الدول العربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم والتسيير، تخصص : محاسبة ومالية، كلية العلوم والاقتصادية والتجارية علوم والتسيير، جامعة حسيبة بنو علي، الشلف، 2010-2011، ص 33.

² سامي حطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم صناديق الاستثمار، ورقة بحث مقدمة بدعو من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، آذار 2007، ص 14.

الفرع الثاني:

الإدارة النشيطة: ونقصدبا لإدارة النشيطة تلكا لإداراتالتيترغبوتضعهدفألها أنتتجاوز معدلالعائدالذيتمأملالإدارةالسلبيةالمرتبطة بأداءمؤشرمعينا أنتحققه، وهذايتعلقبالحدكبيربطبيعةالعلاقةبينمديرالمحفظةوالعميلمنحيثاتخاذقراراتاستثماريةتوفقمطالباتالم ستثمر وعليهيكونقياسالأداءمقارنةمعمتطلباتهذاالعميلدونأخر. فيهذاالنوعمنالإدارةالنشيطةأخذالمديرعينا لاعتبارأهدافورغ باتالمستثمر ومقدرتهعلتحملا للضغووالخطر والذيفيأثيرمنالآحيانيتطلببنا عمرجعمناسبلهذاالغاية.¹

خلاصة الفصل:

مما سبق يظهر أن اسواق الأوراق

المالية، أنشأت لتؤدي دورا محوريا في أسواق المال وفي تمويل اقتصاد أيدولة وذلك كونها أداة مناسبة وفعالة لتجميع المدخرات واستثمارها، و قد تم استخلاص مجموعة من النتائج نلخصها في النقاط التالية:

- ازدادت أهمية الأسواق المالية اثرحدوثتطوراتهمهمة علالمستويينالعالميوالوطني، وبعداً أصبحت مصادر التمويل للاستثمارية غير مقتصرة علالمصادر المحلية والعالمية والتقليدية، إذتطورتواستحدثتأدواتأليات وشبكة منالمعلوماتوالاتصالات التالاستثمارية فيالأسواقالعالمية أتاحفرصاومزايا استثماريةلمتكنمتاحة فيالسابق.
- منأهمخصائصسوقالأوراقالمالية أنها أكثرتنظيما عنالأسواقالأخرى، أيضايتطلبالتعاملفيها توفرالمعلوماتالسوقيةوم نأهموظائفها أنها حلقة تمويلالاقتصاد الوطني وأيضا تنظمالسيولة المدخرة واستثماراته الأجلطويل.
- ان وجود سوق الأوراق المالية ليس الهدف منه زيادة حجم التداول وتحقيق مستويات نشاط قياسية في سوق تداول الأوراق المالية وإنما الهدف من ذلك إعطاء المستثمر صورة عن وجود سوق ثانوية تقوم بتسييل الورقة المالية وتوفير النقد لحملتها.

¹ محمد شاكر، ندوة في المحافظو الصناديقالاستثمارية تكوينها وإدارتها، هيئةالأوراقالماليةوالسلع، دولةالاماراتالعربيةالمتحدة-أبوظبي، بون ذكر سنة النشر، ص ص 21-22.

- سوق الأوراق المالية تكون كفاءة عندما تكون فيها المعلومات متوفرة للجميع وذلك بوجود عالية بأقل التكاليف مما يجعل لفاصل الزماني بين تحليلها وقراءة الاستثمار قليل جدا .
- ادارة المحفظة الاستثمارية تقوم على ثلاث أشكال وهي : الإدارة السلبية: وتعتمد على استراتيجية طويلة الأجل، وتعتمد مبدأ الشراء والانتظار مستفيدين من تحقيق مؤشرمعين، و الإدارة النشيطة: ونقصدبا لإدارة النشيطة تلكا لإداراتالتي ترغبو تضع هدفألها أنتتجاوز معدلالعائد الذي تأمل لإدارة السلبية المرتبطة بأداء مؤشر معيناً نتحققه .
- تعرفمؤشرا للبورصة علأنها تقنية تسمحبا عطاء قيمة باستعمالعلاقة تبرر تطور مقدار ينعبير الزمن (كميات وأسعار) وتست خدمهذه لأخيرة لتعرفعلناً أداء أسواق الأوراق المالية وأيضا في التنبؤ بالحالة الاقتصادية ووضعية السوق مستقبلا، وفي الفصلا لموا ليسنقوم بدراسة الاستثمار الأجل نبيغير المباشر وأهم محدداته.

الفصل الثاني:

الاطار النظري لصناديق الاستثمار

تمهيد الفصل:

تعد صناديق الاستثمار إحداهم صيغ تعبئة المدخرات الحاضرة، وما نقرأه في كل يوم معنا نقال رؤوس الأموال لضخمة لغرض الاستثمار بين أسواق العالم، شاهداً بأهمية هذه الصناديق، فالمستثمرون إما يعيشون في حالة ترقب ويبحثون الفرص التي تنمي هذه الأموال في بيئة مستقرة بحثاً عن عوائد كبيرة بمخاطر أقل هذا ما أدى إلى استحداث هذه الأدوات والتي تتيح فرصة تجميعاً لأموال المدخرين الراغبين في الاستثمار غير القادرين عليه، لعدم وجود الخبرة اللازمة والذي يخشون من مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وببساطة فإن فكرة صناديق الاستثمار تتمثل في قيام عدد كبير من المستثمرين بتجميع مواردهم وإدارتها بواسطة مؤسسات مالية متخصصة لتحقيق المزايا التي لا يمكنهم تحقيقها بصورة منفردة فهناك الخبرة التي يمتلكها مديرو الاستثمار، والتي تضمن تحقيق عوائد أعلى مما قد يحققه المستثمر لو قام بتشغيل أمواله بمفرده وفي أسواق لا يعرف عنها إلا القدر القليل. وقد أثارت صناديق الاستثمار جدلاً واسعاً حول مدافعها فإلى الأسواق المالية الدولية والذي يعتبر محور بحثنا هذا.

ومن هنا قمنا بتقسيم الفصل إلى المباحث التالية وهي كالآتي:

المبحث الأول: أساسيات حول صناديق الإستثمار.

المبحث الثاني: نظرة على النظام الأساسي للصندوق.

المبحث الثالث: أسس ادارة الصندوق.

المبحث الرابع: المبادئ التي يجب مراعاتها للاستثمار وأهم مخاطر وعوامل نجاح الصندوق.

المبحث الخامس: أثر صناديق الاستثمار على سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: عموميات حول صناديق الاستثمار

تعتبر صناديق الاستثمار أداة مالية مهمة للاستثمار في الأوراق المالية وتقوم فكرتها على تجميع الأموال المدخرين الصغار والكبار منخ
 لالصكوكا ووثائق الاستثمار، فهيتعتبر أسلوبا للاستثمار الجماعيا على الأموال وتعتبر
 أيضا من الأدوات الاستثمارية الحديثة في الأسواق المالية الدولية، وسنحاول في هذا المبحث
 إعطاء فكرة عامة عن نشأة صناديق الاستثمار من خلال تقسيمه الى المطالب التالية:

المطلب الأول: سياق ظهور صناديق الاستثمار وأسباب نموها دولياً.

المطلب الثاني: تعريف أهمية صناديق الاستثمار.

المطلب الثالث: خصائص صناديق الاستثمار وأهم تصنيفاتها.

المطلب الرابع: الدور المتوقع لصناديق الاستثمار

المطلب الأول: سياق ظهور صناديق الاستثمار وأسباب نموها دولياً: اتسمت نهاية القرن 19 وبداية القرن 20

بأكثر عدالة في توزيع الثروات في المجتمعات الصناعية كردّ فعل للأزمات الاجتماعية التي عرفتتها تلك
 المجتمعات وخاصة الأنكلوسكسونية (Anglo-saxones) والتي أفرزتها الثورة الصناعية، وكنتيجة لذلك ظهرت
 طبقة وسطى لها وزن اجتماعي كبير وكذلك وزن اقتصادي لا يستهان به.

وقد برزت ضمن هذه الطبقة فئة ذات إمكانيات ادخار ولو كانت محدودة شخصيا لكن جماعيا فإنها تسيطر على
 نسبة هامة من الثروات الوطنية، حاولت هذه الفئة الجديدة دخول عالم الاستثمار لكن اتضح مع الوقت أنه من
 الصعب تحويل هؤلاء المدخرون الجدد إلى مستثمرين مباشرين يتحملون مخاطر الاستثمار والتعامل المباشر مع
 البورصة وذلك أساسا لانعدام أو قلة التكوين الاقتصادي لتلك الفئة من المدخرين ولانعدام أو قلة المعلومة
 الاقتصادية وتشعبها لأخذ قرار الاستثمار عن دراية تامة ولقلة الامكانيات المادية لتنويع الاستثمارات ولتنويع
 المخاطر لذلك فأنه ومن جرّاء إفلاس الكثير من صغار المدّخرين نتيجة الأزمات المالية المتتالية في نهاية القرن
 التاسع عشر وبداية القرن العشرين (أزمة سوق الأسهم أو حتى إفلاس بعض الدول والتاريخ يعيد نفسه في
 الأزمة المالية الحالية) فقد هاجرت تلك الفئة تمويل الاقتصاد المنتج والتجّات إلى اقتناء الذهب أو العقار أو
 حتى تخزين إمكانيات هائلة من الأموال وهو ما جعلها عرضة لتآكل مقدراتها الشرائية جراء التضخم المالي الذي

عاشته الدول الصناعية في تلك الفترة وحتى السبعينات من القرن الماضي حيث كانت نسب التضخم تتأهز 20%.

لذلك وبغية إرجاع وجلب هذه المدخرات للدورة الاقتصادية فإن التصرف المشترك للإدخار ظهر كالحل الأمثل لاستثمار هذه الإمكانيات الهائلة من الادخار. ذلك أن التصرف المشترك عن طريق آلية صناديق الاستثمار و الذي يلعب دور الوسيط بين المدخرين وأسواق المال يُمكن من التقليل من مخاطر خسارة رؤوس الاموال المستثمرة مع الترفيع في الآن نفسه من العائد لمجابهة تآكل تلك الأموال نتيجة التضخم.¹

تعود فكرة إنشاء صناديق الاستثمار بالربح الأول من القرن التاسع عشر في أوروبا وتحديدًا هولندا في العام 1822 تلتها إنجلترا في عام 1870 مرتصناديقا لاستثمار بالعديد من

التطورا والتغيرا التي طرأت على العالم اقتصادا والمحتو صلتا لشكليا قار بما هي عليها الآن.²

وتعتبر البداية الحقيقية للصناديق الاستثمارية بالمفهوم القائلها في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924 ، أين قام أساتذة من جامعة هارفارد الأمريكية بإنشاء أول صندوق استثماري في بوسطن بأصولا لمتجاوز 392 ألف دولار أمريكي يمتلكها 200 مساهم في ذلك الوقت، ثم ازدهر بالصناديق الاستثمارية وتم تبشكلك كبير عقب الحرب العالمية الثانية، حيث بلغ عددها 352 صندوقا عام 1947 بأصولا صافية بلغت 4 مليارات الدولارات.

ومنا لأسبابا لتبدأ تنمو صناديقا لاستثمارا التقليدية:

- تراجع دور المصارف في سوق الإقراض.
- انخفاض سعر الفائدة مما أديا لنتراجعا للدائع.
- اهتمام المصارف بهذا الصناديق نتيجة عوائد الخدمات المقدمة لها بالصناديق.
- زيادة الطلب عليها بالصناديق من قبل الأفراد.³

نشأة صناديق الاستثمار في الدول العربية: أما

علنا للصعيد العربي، كانتا السعودية لأسبقا لخوض هذا التجربة، حينما أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوقا استثماريا باسم

"صندوقا لأهل للدولار قصيرا لأجل" في ديسمبر 1979، ولم

تصدروا عدوت تنظيم صناديقا لاستثمارا السعودية إلا بعد هذا التاريخ بنحو 14 عاما، أي في بداية عام 1993 .

¹ أحمد الهداج، صناديق الاستثمار: حماية وتطوير للإدخار، مشورات اتحاد البورصات العربية، طرابلس، أبريل 2010، ص ص 603.

² هيئة السوق المالية، صناديق الاستثمار، بدون ذكر دار نشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، بدون ذكر سنة نشر، ص 2.

³ بر اقمحمدو قمانصطفو آخرون، أدا ع صناديقا لاستثمارا المسؤولة اجتماعيا وصناديقا لاستثمارا الإسلامية، الملتقا الدولي الأول للمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلومال تسيير المركز الجامعي بغير داية، الاقتصاد الإسلامي، الواقع .. ورهانات المستقبل، المدرسة العليا للتجارة، جامعة الجزائر 3 "بوزريعة"، بدون ذكر السنة، ص 4.

واستمرت البنوك السعودية نتيجة نجاح هذا التجربة في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة، علماً أن إدارة هذه الصناديق انتقلت حالياً للشركات الواسطة المرخص لها من هيئة السوق المالية . ويمكننا لاطلاع قائمة الصناديق الاستثمارية المتاحة من خلال زيارة الموقع الإلكتروني للسوق المالية السعودية.

أما باقي الدول العربية، فقد خاضت التجربة نفسها بنسب متفاوتة من النجاح أو الإقبال، واتسمت أغلب تلك التجارب بصعوبة الصناديق الاستثمارية قبل صدور التشريعات المنظمة لها . وجاءت الكويت ثاني دولة عربية بعد السعودية في خوض التجربة، إذ بدأت تجربتها عام 1985، ثم تبعتها بعض الدول العربية بعد نحو عقد من الزمن وهي مصر والبحرين وعمان في عام 1994، ثم المغرب عام 1995، تلتها لبنان عام 1996، وأخيراً الأردن عام 1997.¹

نشأة صناديق الاستثمار الإسلامية: منذ ظهور البنوك الإسلامية بدأ التفكير في إنشاء صناديق استثمار إسلامية، حيث تم بالفعل إنشاء بعضها منها في الكويت ومصر وغيرها من الدول التي تعمل على الاستثمار وفق الشريعة الإسلامية ولقد ساعدت عددًا من الأدوات الاستثمارية الإسلامية وقيام بعض المؤسسات المالية الإسلامية بدراسة الضوابط الشرعية للاستثمار في الأوراق المالية لشركات قائمة على إنشاء هذه الصناديق، وقد عرفتها لأخيرتها تطوراً كبيراً في أنحاء العالم، حيث لم يتجاوز عددها 876 صندوقاً إسلامياً عام 2011 وسرعان ما وصل إلى أكثر من 1029 صندوقاً عام 2012 وذلك بزيادة في حجم الأصول المدراة فيها قدرتها 1.6 تريليون دولار بعدما كانت تقدر بـ 1.3 تريليون دولار في عام 2011.²

المطلب الثاني: تعريف وأهمية صناديق الاستثمار:

الفرع الأول: تعريف صناديق الاستثمار: قبل التطرق إلى مفهوم صناديق الاستثمار لابد أن نشير إلى مصطلح الاستثمار .

1. تعريف الاستثمار: يمكن أن يعرف الاستثمار على أنه استثمار للأموال في أصول سوف يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنية على أمل أن يتحقق من وراء هذه الأصول عائداً في المستقبل. معنى ذلك أن الهدف من الاستثمار هو تحقيق عائد يساعد على زيادة ثروة المستثمر.³

¹ شريط صلاح الدين، مرجع سابق، ص 54.

² بوجلال محمد وزايد مريم، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية - حالة سوق الأسهم السعودي، -، الملتقى الدولي الثاني للصناعة الإسلامية آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بالمسيلة، 8 و9 ديسمبر 2013، ص 2.

³ محمد صلاح الحناوي ونهال فريد وآخرون (أ)، مرجع سابق، ص 9.

كما يعرف الاستثمار على أنه: إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة زمنية قادمة، ثم توجيه هذه الأموال الى الاستثمار وليس للاكتناز.¹

2. فكرة صناديق الاستثمار:²

1 من صغار المستثمرين الذين يشترون الاوراق المالية لا يستطيعون الاستفادة من مزايا التنويع وذلك لسبب ضآلة وصغر حجم استثماراتهم لذلك تقدم هذه الصناديق الاسلوب أو الطريقة التي تستطيع فيها تلك الفئة من تحقيق هدفهم في الاستثمار والاستفادة من ميزة التنويع، والتي ما كان باستطاعتهم الاستفادة منها لولا وجود هذه الصناديق.

2 كما أن صناديق الاستثمار هذه يتولى ادارتها مدراء بخبرة وكفاءة عالية في ادارة المحافظ المالية وهذه الميزة أيضاً غير متوفرة لصغار المستثمرين.

3 كما أن صناديق الاستثمار هذه توفر السيولة اللازمة وذلك من خلال استعادها لاعادة شراء حصص أو وثائق المستثمر بناءً على طلبه.

3. مفهوم صناديق الاستثمار: تتباين وتعدد التعريفات المتعلقة بصناديق الاستثمار كأحد الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية، ومن هذه التعاريف نذكر:

التعريف الأول: "تعرف صناديق الاستثمار بأنها شركة استثمار تجمع المدخرات من العديد من المستثمرين وتستثمرها في محفظة، وكل مستثمر يقوم بشراء حصة في شركة الاستثمار يكون قد حقق لنفسه التنويع وكفاءة الادارة، وتتغير قيمة المحفظة تبعاً لتغير قيمة الاستثمارات من الأوراق المالية داخل تلك المحفظة.³

التعريف الثاني: "صندوق الاستثمار هو مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة أو وحدة تنظيمية مستقلة محاسبياً ومالياً عن المؤسسة التي تنشئه، ويتولى تجميع المدخرات من الجمهور بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة، ثم يعهد بها الى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار بغرض استثمار هذه المدخرات من رأس مال الصندوق في الأوراق المالية أساساً ومجالات الاستثمار الأخرى لصالح المدخرين والمستثمرين معاً.⁴

¹ عبد الغفار حنفي(أ)، مرجع سابق، ص 16

² شقيري نوري موسى ومحمود ابراهيم نور وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والدولية، دار المسيرة، عمان، 2009، ص281.

³ عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص43.

⁴ محمد صالح الحناوي ونهال فريد وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية -أسواق الأوراق المالية....- شركات الاستثمار، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2013، 241.

التعريف الثالث: "تعد صناديق الاستثمار بمثابة وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد، واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في ادارة محافظ الأوراق المالية. وتعرف هذه الصناديق في الوم أ باسم "MutualFunds" وفي انجلترا باسم "Unit Trusts"، وينظر إليها بصفة عامة باعتبارها أحد أساليب ادارة الأموال وفقاً لرغبات المستثمرين ودرجة تقبلهم للمخاطرة بما يعود بالفائدة على الجهة المؤسسة، وعلى المدخرين وعلى الاقتصاد القومي في مجموعه.¹

التعريف الرابع: "يمكن تعريف هذه الصناديق بأنها عقد شركة بين إدارة الصندوق والمساهمين فيه، يدفع بمقتضاه المساهمين مبالغ نقدية معينة الى ادارة الصندوق في مقابل حصولهم على وثائق اسمية بقيمة معينة تحدد نصيب كل مساهم بعدد من الحصص في أموال الصندوق، التي تتعهد الادرة باستثمارها في بيع وشراء الأوراق المالية ويشترك المساهمون في الأرباح الناتجة عن استثمارات الصندوق كل بنسبة ما يملكه من حصص، وفقاً للشروط التي تبينها نشرة الاصدار.²

من خلال التعريفات السابقة يمكن تعريف صناديق الاستثمار على أنها بانهامؤسسات ماليةتسعى لتجميعمدخراتالأفراد بموجبصكوكأوووثائقاستثمار علاننقومبتوظيفهذهالمدخراتفيكونمحافظالأوراقالماليةالمتنوعةلتقليلالمخاطر بمايخدمالأهدافالمعلنةللصندوق.

الفرع الثاني: أهمية صناديق الاستثمار: وتتمثل أهمية صناديق الاستثمار في:³

- بالرغم من أن صناعة صناديق الاستثمار تمثل صناعة نوعاً ما قديمة (أكثر من قرن) فإنها لا تزال تحظى بنسبة وبسرعة نمو كبيرة خاصة في الساحة المالية الحديثة وأصبحت في صدر اهتمامات كل الساحات المالية.
- على المستوى العالمي تطور حجم الأموال المستثمرة في تلك الصناديق من حوالي 14.3 بليون \$ سنة 2002 إلى حوالي 22.3 بليون \$ سنة 2006 أي حوالي 39% من الناتج العالمي أي حوالي 57.2 بليون \$ لسنة 2009) أي بمعدل نمو بأكثر من 55% على امتداد 5 سنوات (حوالي 13.8 % سنوياً). يرجع هذا التطور إلى عدة عوامل لكن العامل الجديد هو أساساً الثورة الهائلة في ميدان التقنيات الحديثة للاتصال والمعلوماتية التي مكنت شركات إدارة هذه الصناديق من التصرف في مزيد الأموال لصالح

¹ أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، دار نشر الثقافة، الاسكندرية، 2002-2003، ص9.

² أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1999، ص6.

³ أحمد الهداج، مرجع سابق، ص- ص 11-7

ملايين المدخرين واستثمار تلك الأموال عن بعد في كل أرجاء الساحات العالمية لما مكنته الامكانيات الجديدة للاتصال من سرعة تنقل الأموال والأوراق التي فقدت السند المادي.

- فقد أوضحت التجربة مدى نجاعة هذه الصناديق في تعبئة الادخار وتوجيهه نحو استثمارات في ميادين وساحات متعددة بحيث تمكن من التقليل من المخاطر واقتناص كل الفرص المتاحة عالمياً للرفع من العائد.

المطلب الثالث: خصائص صناديق الاستثمار وأهم تصنيفاتها

الفرع الأول: خصائص صناديق الاستثمار: تتمتع صناديق الاستثمار في الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص المميزة، نذكر منها:¹

- ✓ **الاستفادة بخبرات الإدارة المحترفة:** في حالة الاستثمار المباشر أي في حالة قيام المستثمر بشراء أسهم المنشآت من السوق المنظم وغير المنظم، يصبح لزاماً عليه الاضطلاع بنفسه بكافة متطلبات العملية. فهو يتخذ القرار الاستثماري بنفسه بما يتضمنه ذلك من بناء التشكيلة الملائمة.. كل هذه المهام يلقي بمسئوليتها على الإدارة المحترفة التي تتولى إدارة صندوق الاستثمار، وذلك اذا ما فضل المستثمر توجيه موارده المتاحة الى شراء أسهم إحدى شركات الاستثمار.
- ✓ **التنوع الكفاء:** في مقدمة مزايا شركات الاستثمار هي قدرتها على تنوع التشكيلة التي يتكون منها صندوق الاستثمار، بطريقة تسهم في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها حملة أسهمها.
- ✓ **المرونة والملاءمة:** في صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، يحق للمستثمر أن يحول استثماراته من صندوق لآخر، وذلك في مقابل رسوم ضئيلة. هذه المرونة من شأنها أن تقدم خدمة متميزة لأولئك الذين قد تتغير أهدافهم الاستثمارية عبر الزمن. بل ونضيف أن تلك الشركات تقف مستعدة على الدوام لاسترداد أسهمها إذا ما رغب المستثمر في التخلص منا كلياً أو جزئياً.
- ✓ **تنشيط حركة أسواق رأس المال:** في دول العالم الثالث التي اتجهت الى إنشاء أسواق لرأس المال، وهنا تبدو أهمية الدور المتميز الذي يمكن أن تلعبه شركات الاستثمار من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين في تلك البلدان فخاصية التنوع التي تتسم بها صناديق الاستثمار التي تديرها تلك الشركات وما يترتب عليها من تخفيض المخاطر الاستثمار، من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق رأس المال.

¹ منير ابراهيم عهدي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، نشأة المعارف، الاسكندرية، 1999، ص ص 41، 45.

الفرع الثاني: تصنيفات صناديق الاستثمار:

تتعدد وتتنوع أشكال صناديق الاستثمار وتختلف طبقاً لحاجات وأهداف المستثمرين ورغباتهم، والآتي ذكرها كما يلي:

- 1- **تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لتكلفة البيع:** وتنقسم الى صناديق محملة وصناديق غير محملة:¹
 - **الصناديق المحملة:** وتعني تحميل البائع بتكلفة البيع، ويلاحظ في هذه الصناديق التي تتبع شركات السمسرة والتي تتحمل التكلفة نظير عملية البيع حيث تتراوح بين 3% و 8.5% بينما يدفع المستثمر هذه التكلفة على الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع في الصناديق المحملة.
 - **الصناديق الغير محملة:** يرى البعض أنه يمكنهم القيام بعملية الشراء بأنفسهم لذلك يفضلون الاتجاه الى الاستثمار في الصناديق الغير محملة، لذلك قد يشتري الوثائق من السمسار في هذه الحالة بخصم يتراوح بين 1% و 2% على الرغم من أن المستثمر لا يحصل على أي استشارة من بيوت الخصم للسمسرة. يلاحظ في السنوات الأخيرة أن بعض الصناديق غير المحملة تحولت الى صناديق محملة لأنها لا تستطيع جذب المستثمرين بدون وجود ميزانية كبيرة للاعلان على المستوى القومي.
- 2 **تصنيف صناديق الاستثمار من حيث الهيكل التمويلي لها:** وتنقسم الى صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة وصناديق استثمار ذات النهاية المغلقة.²
 - **صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:** هي عبارة عن صناديق مشتركة يتم من خلالها إعادة شراء حصص الأسهم من ملاكها وفي أي وقت يرغب حامل السهم بالاضافة الى ذلك تقدم حصص من الأسهم بأي كمية للمستثمرين المرتقبين في أي وقت يشاءون، ويتحدد سعر الأسهم في هذه الصناديق بقيمة الأصل الصافي ويشير ذلك الى القيمة السوقية للأصول المكونة لمحفظه الصندوق مطروحاً منها الالتزامات المختلفة ومقسومة على عدد الأسهم المصدرة للصندوق.
 - **صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة:** يتمثل الاختلاف الأساسي بين شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة وذات النهاية المفتوحة في عدد الأسهم المصدرة ففي ظل الصناديق ذات النهاية المغلقة يوجد عدد ثابت من الأسهم يتم التعامل عليها بيعاً أو شراء في الاسواق المفتوحة ومن خلال العرض والطلب

¹ عبد الفتاح اسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية- أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، صناديق الاستثمار-، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص ص 305، 306.

² عبد الغفار حنفي و رسمية فرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية- بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2008، ص ص 391، 393.

على أسهم الصندوق والتي تمثل المحدد الرئيسي لسعر السهم. ومن الملاحظ أنه لا يوجد ارتباط قوي بين القيمة الصافية للأصل والسعر السوقي لسهم الصندوق. وقد يثار التساؤل حول وجود خصم في صناديق الاستثمار المغلقة ولعل السبب في ذلك يرجع الى أنه لا يوجد سمسار واحد يبيع اسهم تلك الصناديق مقارنة بالصناديق المفتوحة. أيضاً من بين الاختلافات الرئيسية بين الصناديق المفتوحة والمغلقة عملية الرسملة فعادة ما تختار صناديق الاستثمار المفتوحة هياكل رأس مال لا تعتمد فيها كثيراً على الرفع المالي وعلى النقيض من ذلك فإن هياكل رأس المال للصناديق المغلقة عادة ما تتضمن قدرًا كبيراً من الأوراق المالية القابلة للتحويل الى أسهم.

الجدول رقم (05)

يمثل الفرق بين صناديق الاستثمار المغلقة والمفتوحة

الصندوق المغلق	الصندوق المفتوح	عنصر المقارنة
----------------	-----------------	---------------

رأس المال	متغير بصورة دورية حسب رغبة المستثمرين	ثابت ويحدد بنهاية فترة الاكتتاب للوحدات الاستثمارية
الادراج والتداول في السوق المالي	غير مدرج وغير متداول	مدرج ويتداول في السوق المالي
شراء وبيع الوحدات الاستثمارية	يتم مباشرة مع أمين الاستثمار في موعد محددة مسبقاً في النظام الداخلي للصندوق	يتم بالتداول وبيعاً وشراءً في السوق المالي (البورصة)
أساس شراء وبيع الوحدات الاستثمارية	حسب صافي قيمة الموجودات الواحدة الاستثمارية بتاريخ الشراء أو الاطفاء	حسب القيمة السوقية للوحدة الاستثمارية والنقد المتكافئ أو علمنصافي قيمة الموجودات
مدة الصندوق	غالباً غير محددة	محددة في معظم الأوقات

المصدر: غسان الطالب، صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق، ورقة بحث مقدمة في المؤتمر الدولي الأول للمالية المصرفية الإسلامية،

الجامعة الأردنية، كلية الشريعة، قسم المصارف الإسلامية، الأردن، 6-7/08/2014، ص 10

3 تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لمكونات التشكيلة: وتنقسم الى:

- **صناديق الأسهم العادية:** على الرغم من أن صناديق الأسهم العادية تشتمل فقط على أسهم عادية، فإنها تختلف فيما بينها باختلاف سمات تلك الأسهم. فهناك الصناديق التي تركز على الأسهم التي تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو، وهناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعة معينة. ونميز في هذا الصدد بين نوعين من الصناديق: صناديق تدار باستمرار ويقظة ويقصد بها تلك التي تسعى إدارتها الى البحث عن الأسهم التي تتداول في السوق بسعر يزيد أو يقل عن قيمتها الحقيقية، وصناديق التي تحظى بقدر ضئيل من الإدارة وهي تلك التي لا تبذل الإدارة من جانبها مجهوداً يذكر لاختيار التشكيلة ومن ثم فإنها تكفي بتشكيل مكونات الصندوق من ذات التشكيلة الأوراق (الأسهم) ويطلق على هذا النوع من الصناديق على صناديق المؤشر.
- **صناديق السندات:** ويقصد بصناديق السندات تلك التي تتكون من سندات فقط. وفي هذا الصدد توجد صناديق تتكون من تشكيلة من سندات تصدرها منشآت الأعمال وبعض السندات التي تصدرها الحكومة، وهناك الصناديق التي تتكون من سندات مرتفعة الجودة التي تولد عائد منخفض نسبياً ولكنها تنطوي على مستوى منخفض من المخاطر، كذلك توجد الصناديق المختلطة أي تلك التي تشمل على سندات تتباين من حيث الجودة وتتباين معها المخاطر والعائد المتولد، كما توجد الصناديق التي تتكون فقط من السندات التي تصدرها الحكومة المحلية.

- **الصناديق سوق النقد:** هي تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل، التي عادة ما تتداول في سوق النقد من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية... ومن السمات المميزة لتلك الصناديق أنها تستجيب لاحتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية. ويضاف الى ذلك أن هذا النوع من الصناديق يعطي للمستثمر الحق في السحب منها في أي وقت دون تعرضه للغرامة.¹
 - **الصناديق المتوازنة:** تشمل هذه الصناديق على أسهم عادية وأدوات مالية أخرى ذات دخل ثابت مثل السندات، حيث تهدف الى تحقيق كل من الزيادة الرأسمالية في قيمة الصندوق، وكذلك ضمان تحقيق دخل محدد، وتختلف نسبة الأسهم العادية في الصندوق باختلاف أهداف الصندوق فإذا كان هدف الصندوق تحقيق نسبة مرتفعة من الدخل مع تحمل مخاطر مقبولة، فإنه من المتوقع أن ترتفع نسبة الأسهم العادية. بينما اذا كان هدف الصندوق تدنية المخاطر فسوف تزيد نسبة الأموال المستثمرة في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات.²
- 4 تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للأهداف المقررة:**
- **صناديق النمو:** حيث تلاءم هذه الصناديق المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع مع مستوى مقبول من المخاطر، حيث تتكون أموال هذه الصناديق من أسهم الشركات المعروفة بنموها المستمر، بالإضافة الى أسهم الشركات الحديثة التأسيس نسبياً.
 - **صناديق الدخل:** وتلاءم هذه الصناديق المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على إيراد ثابت ومستمر بغض النظر عن النمو في رأس المال. لذلك تتكون استثمارات هذه الصناديق من السندات التي تعطي إيراد بشكل دوري، لذلك فإن هذه الصناديق تتعرض لمخاطر: مخاطر سعر الفائدة، مخاطر النشاط ومخاطر المالية عند الاستثمار في السندات الخاصة بالشركات.³
 - **صناديق النمو الدخل:** تستهدف أولئك المستثمرين الذين يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء المعيشة، ويرغبون في نفس الوقت في تحقيق قدر من النمو المضطرب لاستثماراتهم، عادة ما تتكون هذه الصناديق من تشكيلة الأسهم العادية والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت.

¹ منير ابراهيم هندي(ب)، مرجع سابق، ص ص 33، 37

² عبدالغفار حنفىور سميعة ياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدر الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص 148.

³ شقير ينيوري موسى محمود ابراهيم ونور، مرجع سابق، ص ص 282، 283

- **صناديق إدارة الضريبة:** هي تلك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح، في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها. وبالطبع ليس هناك محل لدفع الضريبة طالما لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقداً.
- **الصناديق ذات الأهداف المزدوجة:** هي نوع خاص من الصناديق ذات النهاية المغلقة التي يمكنها تلبية حاجات فئتين مختلفتين من المستثمرين: المستثمرون الذين يهدفون للحصول على دخل من استثماراتهم، والمستثمرون الذين يهدفون الى تحقيق نمو مضطرد لاستثماراتهم خاصة اذا كان معدل الضريبة على التوزيعات يقل عن معدل الضريبة على الارباح الرأسمالية.¹
- 5 **تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للسياسات الاستثمارية المتبعة:** وتنقسم الى:
 - **صناديق الاستثمار المتحفظة:** هي الصناديق التي تتبع سياسات استثمارية متحفظة أو دفاعية في تكوين محافظها المالية، بمعنى اتصافها بالتحفظ تجاه مخاطر الاستثمار بما يحقق عوامل الأمان.
 - **صناديق الاستثمار الهجومية:** وتشمل الصناديق التي تتبع سياسات هجومية تتسم بقدر كبير من المخاطر بما يسمح بتحقيق أرباح رأسمالية عالية من المضاربة. ويتم التركيز على الاسهم العادية ذات الاسعار المنخفضة المتوقع ارتفاع اسعارها في المستقبل.
 - **صناديق الاستثمار المتوازنة:** هي تلك التي تتبع سياسات تجمع بين عنصري الأمان والمخاطرة وفيها يتم التركيز على خليط متوازن من الأسهم والسندات بحيث تجني مزايا كلا النوعين.²
- 6 **تصنيف صناديق الاستثمار حسب مجال الاستثمار:** وتشمل:
 - **صناديق الاستثمار الخاصة بالاستثمار في الأوراق المالية فقط:** والتي يقتصر استثمار أموالها في الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، وبالتالي لا يجوز لها مزاوله أية أعمال مصرفية وعلى وجه الخصوص إقراض الغير أو ضمانه، أو المضاربة في العملات أو المعادن النفيسة، كما لا يجوز لهذا النوع من الصناديق أن يتعامل في القيم المالية المنقولة الاخرى أو غيرها من مجالات الاستثمار.
 - **صناديق الاستثمار التي تتعامل في الأوراق المالية وفي مجالات الاستثمار الأخرى فالأصل في صناديق الاستثمار التعامل بالأوراق المالية ولكن يجوز في حالة الترخيص لها من الهيئة العامة للاستثمار ممارسة نشاطات أخرى بالإضافة الى محفظة الأوراق المالية، على أن يقدم الصندوق دراسة**

¹ منير ابراهيم هندي(ب)، مرجع سابق، ص 39، 40.
² أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص 27.

تتضمن بياناً بمجالات القيم المنقولة الأخرى وغيرها من المجالات التي يرغب الاستثمار فيها، ومبررات ذلك والنتائج المتوقعة للاستثمار.¹

7 أنواع أخرى لصناديق الاستثمار:

- **صناديق الاستثمار الدولية:** زاد الاهتمام بالأوراق المالية الأجنبية مما أدى الى ظهور صناديق الاستثمار الدولية حيث يستطيع المستثمر من خلالها شراء الأوراق المالية الدولية ويلاحظ أن عوائد الأسهم الدولية لهذه الصناديق لا تتأثر فقط بأسعار أسهم الشركات الأجنبية، وإنما أيضاً بأسعار العملات الأجنبية التي تقوم بها هذه الأسهم.
- **صناديق الاستثمار ذات رأس مال المخاطر:** تتكون استثمارات هذه الصناديق من الأسهم المحتمل أن تحقق أعلى معدل نمو وقد يتحقق ذلك وقد لا يتحقق، حيث يوجد في هذا النوع من الاستثمار مخاطر كبيرة، لذلك فإن هذه الصناديق تلائم المستثمرين الراغبين في تحمل مخاطر كبيرة.²

المطلب الرابع: الدور المتوقع لصناديق الاستثمار: تلعب صناديق الاستثمار دوراً فعالاً في تمويل الاقتصاد، نذكر من بين هذه الوظائف مايلي:³

الفرع الأول: بالنسبة للاقتصاد الوطني ومسيرة التنمية:

- 1 **الصناديق أداة لتحريك الاستثمارات الجامدة:** لأن مصدر التمويل للصناديق يقيمهم من مدخرات أفراد القطاع الخاص، والتي قد تكون مجمدة في استثماراتها ذات منفعة محدودة للاقتصاد، وأثبتت تجربة الصناديق دورها الفعال في تحريك أموال الاستثمارات المناسبة في مختلف القطاعات الاقتصادية.
- 2 **تساهم صناديق الاستثمار بالعملة المحلية في تنمية السوق المالية المحلية،** وتفعيل دورها لخدمة قطاعا للاقتصاد المختلفة لأن تقديم البنوك المحلية لخدمات صناديق الاستثمار الخارجية التي تقدم نفس الخدمات.
- 3 **تسهم الاستثمارات الخارجية للصناديق في دعم الميزان التجاري للدولة.**
- 4 **تساعد الصناديق على تنويع استثماراتها القطاع الخاص، وبالتالي تحقيق عوائد مستقرة على مدخرات ذلك القطاع، والذي يعتبر القاعدة الأساسية لأي اقتصاد.**

¹ محمد صلاح الحناوي ونهال فريد (ب)، مرجع سابق، ص 260

² شقيري نوري موسى ومحمود ابراهيم نور، مرجع سابق، ص ص 283، 284.

³ صلاح الدين شريط، تقييم أداء صناديق الاستثمار وفقاً لمؤشرات المركبة " تريونر " وتطبيقها عم مصر، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 10، جامعة المسيلة، 2013، ص ص 90، 91.

الفرع الثاني: بالنسبة للمستثمرين الأفراد:

أثبتنا استثمار من خلال الصناديق الاستثمارية كفاءة عالية في توفير الفرص الاستثمارية المناسبة لتشغيل الأموال المختلفة شرائح المستثمرين من ذوي المدخرات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة، وبشكل يحقق مقوماتهم في الحصول على أرباح تفوق ودائع البنوك معتوفاً في حد أدنى من الحماية لأموالهم من المخاطر الاستثمارية، وفيما يلي أهم فوائد الصناديق للمستثمرين:

1 توفير إمكانية أكبر للمستثمرين للاستفادة من التنوع الاستثماري والتقليل من مخاطر الاستثمار، إذ تقوم تلك

الصناديق بتوزيع الاستثمارات على عدد كبير من الأدوات الاستثمارية وعدد كبير من المؤسسات التي يتنوع اختيارها وانتقاؤها بشكل دقيق.

2 للصناديق أكثر قدرة من المستثمر العادي في انتقاء الاستثمارات المناسبة وتوقيت البيع والشراء وفقاً للظروف المناسبة، وبالتالي فهي قادرة على زيادة العائد على الاستثمار.

3 تؤدي تلك الصناديق إلى تفرغ المستثمرين لأعمالهم اليومية، وتعفيهم من تحمل عناء إدارة الاستثمارات.

4 للصناديق القدرة على تجميع المدخرات وتوجيهها نحو فرص استثمارية جيدة، يصعب على الأفراد أو المؤسسات الصغيرة القيام بها، لأن الصناديق بموجب المبالغ الضخمة المدفوعة لديها القدرة على الدخول في مشاريع كبيرة ذات عائد مجز، ولا الصغيرة القيام يستطيع القيام بمتطلبات ذلك إلا خبراء متخصصون، وتنظيم يقوم على أساس توزيع مهام القيام بجوانب الصندوق على جهات متعددة، وكل منها مسؤولة عن عملها، ومراقبة على الجهة الأخرى، وتخضع هذه الجهات لتعليمات، وإشراف الجهات الرقابية وهو البنك المركزي لحماية المستثمرين، حفاظاً على تنشيط الاقتصاد الوطني.

المبحث الثاني: نظرة على النظام الأساسي للصندوق

في هذا المبحث سوف يتم التعرف على الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار، ومصادر أموالها، كيفية عمل الصندوق وأخيراً المتدخلون في صناديق الاستثمار. من خلال تقسيمه إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: الهيكل التنظيمي للصندوق.

المطلب الثاني: مصادر الأموال للصناديق الاستثمارية.

المطلب الثالث: عمليات صناديق الاستثمار .

المطلب الرابع: كيفية التوفيق بين الرفع من العائد والتخفيض من المخاطر في إدارة صناديق الاستثمار .

المطلب الأول: الهيكل التنظيمي للصندوق:

تتمثل المهمة والمسؤولية الأساسية لصناديق الاستثمار في تحقيق استثمار الجيد للأموال من أجل تنفيذ هذه المهمة يجب توفر الصندوق لهيكل تنظيمي وإداري فعال، ونجد في الهيكل التنظيمي للصندوق ما يلي:

1 مدير الصندوق: يتولى إدارة الصندوق في العادة شركة استثمارية متخصصة ويمكن للمدير أن يسند

إدارته إلى شركة استثمارية أخرى متخصصة في إدارة صناديق الاستثمار ويتقاضى مدير الصندوق مقابل إدارته للصندوق عمولة أو أتعاب يحددها عادة النظام الداخلي للصندوق في صورة نسبة مئوية معينة من القيمة البيعية أو العادلة لصادفي أصول الصندوق، ويصدر مدير الصندوق للمستثمرين فيه مقابل حصصهم في الصندوق وحدات استثمارية أو شهادات استثمار¹.

شهادات الاستثمار (وثائق الاستثمار): هي عبارة عن صك أو ورقة مالية تصدر بقيمة إسمية واحدة لا تقل عن عشرة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيه، وقد تصدر الوثيقة لحاملها وفقاً لشروط وأوضاع يحددها مجلس إدارة هيئة سوق المال لكل وثيقة لحاملها على حدة.

لا تصدر الوثيقة إلا بعد الوفاء بقيمتها نقداً وفقاً لسعر الاصدار، ولا يجوز اصدارها مقابل حصص عينية أو معنوية أياً كان نوعها.

حقوق حاملي وثيقة الاستثمار:

- حق المشاركة في نتائج استثمارات الصندوق.
- حق المشاركة في اختيار أعضاء مجلس إدارة الصندوق.
- حق استرداد قبل انقضاء مدتها، إذا نصت نشرة الاكتتاب فيها على هذا الحق.
- حق التعامل عليها في البورصة إذا كانت مقيدة بها.
- حق الاقتراض بضمانات من جهات الاقتراض بوصفها ورقة مالية.²

¹عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص 148.

²أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص 1، 11.

- 2 **أمين الصندوق:** وهو مؤسسة مالية يتما اختيارها من بين المؤسسات ذات السمعة الجيدة والمركز المالي المتين، ويتولى أميناً للاستثمار مهامها بالإشراف على الصندوق ومراقبة أعمال المدير، لذا يعتبر بمثابة الوكيل عن حملة شهادته للاستثمار. ويتقاضى أميناً الصندوق عمولة تحدد في صورة نسبة مئوية من القيمة المباعة أو العادلة لصافي أصول الصندوق.
- 3 **وكيل البيع:** هو وسيطاً ومجموعة من الوسطاء يتولون توزيع شهادته للاستثمار التي تصدرها الصندوق، ويمكن لهذا الوكيل أن يكون بنكاً أو شركة استثمار من تلك الخاضعة لرقابة البنك المركزي.

4 **الهيئة الاستشارية:**

وتتضمن مجموعة من الخبراء المتخصصين في الاستثمار والتحليل، يعينهم مدير الصندوق بقصد تقديم النصائح والمشورة له في إدارة الصندوق وتوجيه استثماراته للمجال المناسب ويمكن أن تتكون هذه الهيئة من أفراد أو منهيئات متخصصة¹.

- 5 **جماعة حاملي الوثائق:** تتكون جماعة لحملة وثائق الاستثمار للدفاع عن مصالح حاملي الوثائق وهي تشابه جمعيات المساهمين في شركات المساهمة.²

المطلب الثاني: مصادر الأموال في صناديق الاستثمار:

- **الموارد الذاتية للصندوق:** والتي في رأس مال شركة الصندوق، أو المبلغ المخصص من قبل البنك أو شركة التأمين لبدء مباشرة نشاط الصندوق.
- **الموارد الخارجية:** والتي تتمثل في قيمة وثائق الاستثمار التي تصدرها الصناديق لتجميع المدخرات بموجبها، وتكون هذه الوثائق موحدة القيمة، بحيث لا تزيد قيمة الوثائق المصدرة عن عشرة أمثال رأس المال المدفوع لشركة الصندوق. وأن لا تزيد عن عشرين مثل المبلغ المخصص لمباشرة النشاط بالنسبة للصناديق البنوك أو شركات التأمين.³

المطلب الثالث: عمليات صناديق الاستثمار: تتعدد العمليات التي يتم القيام بها في صناديق الاستثمار لتمثل في مجموعها جملة الأنشطة التي بمقتضاها يتم تحقيق الأهداف المأمولة منها:

الفرع الأول: التسعير:

يقصد بالتسعير إعلان سعر الوحدة للاستثمارية في الصندوق، وتحدد الصناديق الاستثمارية في نظام تأسيسها إذا كانت مفتوحة أو مغلقة، فإذا كانت مغلقة لا يقوم المدير بإعلان سعر الوحدة إلا في آخر يوم

¹ عصران جلا عصران، مرجع سابق، ص ص 148، 149

² أحمد الهدواج، مرجع سابق، ص 22

³ أحمد صلاح عطية، نفس مرجع سابق، ص 54

منعمر الصندوق، وذلك لا يعني أنكالوحدان ليس لها سعر خلال هذه المدة، إذ يمكننا التعرف على قيمتها من خلال تبادلها في الأسواق المنظمة كالبورصات، أو من خلال تبادلها بطريقة البيع المباشر بين المستثمرين.

أما إذا كانا الصندوق مفتوحاً فإننا المدير يحدد يوماً معيناً من الأسبوع إذا كان أسبوعياً أو يوماً لأول من كل شهر إذا كان شهرياً وهكذا، يسمى بالتسعير، وفي هذا اليوم يعلن المدير سعر الوحدة للاستثمارية وهو السعر الذي يمكن بناؤه عليه خروج المستثمرين الراغبين في الحصول على السيولة، ودخولاً ولتلك الذين يرغبون في الاستثمار، ويعتمد السعر الذي يعلنها المدير على تقييمه للأصول المملوكة في الصندوق، فإذا كان الصندوق خاصاً بالأسهما اعتمد سعر الوحدة للاستثمارية على السعر السوقي لاسهما التقييمي للصندوق، مضافاً إليها الدخل المتولد لهذا الصندوق، فإذا أراد المستثمر الخروج يمكنه أن يبيع الوحدة التي يملكها إلى الصندوق بسعر المعلن¹

الفرع الثاني: الرسوم على المشتركين:

تقرض صناديقاً للاستثمار أحياناً رسوماً على المشتركين لتغطية جزءاً من تكاليفها ولا سيما تلك المتعلقة بعملية توظيف الأموال، وتتبدى بعض الصناديق المفتوحة التي تتداول وحداتها في السوق المنظمة بطريقة تفرض رسوماً ابتداءً عند الاشتراك وتسمى Loadfund وتظهر هذا الرسم على صفة زيادة في القيمة الصافية للأصول عند الشراء ولكن يحصل عليها المسوق، بينما تتبدى صناديقاً أخرى بطريقة تفرض الرسوم عند الخروج من الصندوق، وترتبط بعض الصناديق هذه بالصناديق بدمتبقا، المستثمر في الصندوق بحيث تتناقص تلك الرسوم بمقدار ما تطول هذه المدة، أما إذا كان مصدر الصندوق يقيم بنفسه بتسوية هفلا يفرض في العادة رسوماً على الدخول والخروج، وتسمى هذه الصناديق No loadfund وفي الصناديق المغلقة التي يجرب تداولها في الأسواق المنظمة ربما احتاج المستثمر الدفع رسوماً للمساواة في السوق.²

الفرع الثالث: الاسترداد والتداول:

لما كان عنصر السيولة يعدّ أهم عنصر جذب في الصناديق الاستثمارية، فقد صممت لتوفر للمستثمرين طرقاً فعالة لتحقيق هذا المطلب، وتعتمد الصناديق المفتوحة على ما يسمى بالاسترداد حيث يمكن المشاركون من استرداد أموالهم بصفة دورية، أما الصناديق المغلقة فلا تتحقق فيها السيولة إلا ابتداءً من الوحدات في سوق منظمة، ويقوم معامل الصناديق الاستثمارية المفتوحة على حرص المدير على الاحتفاظ بقدر من السيولة التي يمكنهم شراء وحداتها ولتلك المستثمرين الذين يرغبون في استرداد أموالهم في وقت التسعير، ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير وعمر الصندوق والظروف البيئية والاقتصادية التي يعمل فيها

¹ سليمان سالم الشحومي، دليل صناديق الاستثمار، شركة الانطلاق للخدمات الإعلامية والعائنية الفنية المساهمة، طرابلس، بدون ذكر سنة النشر، ص 16، 15.
² شريط صلاح الدين، مرجع سابق، ص 205.

الصندوق ومناجماً نهذا السيوولة المستبقة لاتدر عائد للصندوق (أول تدر عائد مجزيا بقصر اجلها) و لذا كير صا المدير علنا احتفاظ بالحد الأدنى منها، ويفترض أن جزءا كبيرا من عملياتها لاسترداد في يوم التسعير سيتم تغطيتها من أموال الجديدة التي يقدمها الراغبون في الدخول في الصندوق وذلك كفايا لسيولة المتبقية تكون عند الحد الأدنى¹

الفرع الرابع: رسوما لإدارة: يحصل المدير في كل أنوع الصناديق على رسوم مقابل إدارتها وتصميم طريقة احتساب رسوما للمدير

بحيث تولد الحوافز لديه على تحقيق النمو للصندوق وبما يفيد جميعا المشاركون ولذا كيعتمد حسابها علما

يسمى بالقيمة الصافية لأصول الصندوق، يقوم المدير عندئذ بحساب هذه القيمة الصافية بصفة دورية وفي

حالة الصناديق المفتوحة في عدد كبير من التسعير ويقتطع أجرها بالنسبة المتبقية لها ويتراوح أجر الإدارة غالبا بين 1 % إلى 5 % سنويا.²

الفرع الخامس: الاحتياطات: تحتفظ الصناديق عادة باحتياطي تنقطعها من الأرباح، الغرض منها تحقيقا لاستقرار فيما يدفعه

الصندوق من أجل مشاركين فيه وتعويض الخسائر التي قد تحصل في بعض الأوقات، وتستمر هذه

الاحتياطي تنقطعها من أمواله في الصندوق وتعد جزءا من الأموال فيه بحيث يستحقها أولئك الذين كانوا يملكون وحداتها عند انتهاء عمدتها إن كان لها مدة

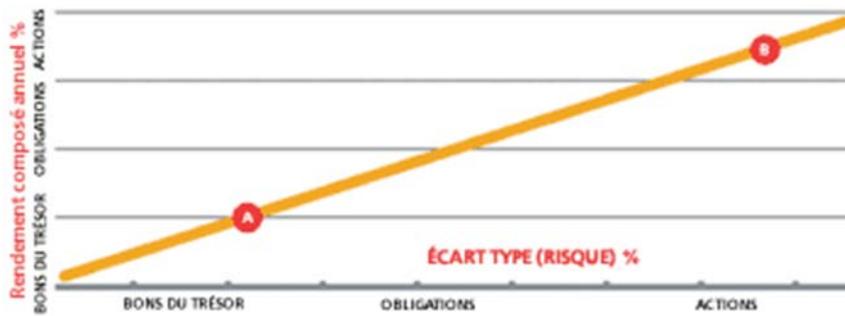
3

المطلب الرابع: كيفية التوفيق بين الرفع من العائد والتخفيض من المخاطر في إدارة صناديق الاستثمار:

القاعدة العامة في الاستثمار أنه أكثر ما يكون العائد المتوقع أعلى تكون المخاطر كذلك وهذا ما يطلق عليه بالحل الوسط العائد-المخاطر:

الشكل البياني رقم ()

خط العائد-المخاطر



¹ شبيبة عائشة، صناديق الاستثمار الإسلامية وحاجة السوق إليها، ورقة بحثية مقدمة في ملتقى الدول للصناعة المالية والإسلامية، الجزائر، 8-9/ ديسمبر 2013، ص 07.

² شريط صلاح الدين، مرجع سابق، ص 206.

³ سمير محي الدين، دور صناديق الاستثمار في تنشيط تفعيل لسوق الأوراق المالية " دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية " رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر (3)، 2009-2010، 105.

المصدر: الهدواج، مرجع سابق، ص 29.

المتصرف فيص. إمن نوع A يتبع سياسة حذرة ويستثمر الأموال حسب أسفل الخط "العائد - المخاطر" بينما المتصرف في ص.إ. يتقبل أكثر مخاطر مقابل عائد أعلى يستثمر أمواله حسب أعلى الخط "العائد - المخاطر" و تكون المحفظة متكوّنة أكثرها في الأسهم في حين محفظة ص.إ. تكون أكثرها متكوّنة من أوراق ذات عائد قار (سندات خزينة غالبا أو سندات دين ذات تقييم عالي).

صناديق من نوع B تكون أكثر عرضة لتقلّبات نظرا لارتباط موجودات الصندوق بالأسهم وبالتالي يكون سعر وثيقة الاستثمار كثير التغيير على عكس وثيقة الاستثمار صندوق A التي تكون أكثر استقرارا.

بعض الساحات العالمية تفرق بين صناديق الاستثمار متخصصة حصريا لسندات الدين (العمومي أو الخاص ذا تقييم جيد) وبين صناديق استثمار مختلطة (أسهم +سندات دين) ويتم التوزيع بين الأسهم وسندات الدين حسب المعادلة بين العائد والمخاطرة.

يلاحظ أنه في الساحات الناشئة أو تلك التي لا تزال الثقافة المالية في بدايتها يحدّ توجيه المستثمرين نحو صناديق الاستثمار ذا توجه حذر كصناديق سندات الدين ذات التقييم الجيد حتى ولو كان العائد منخفض. المستثمرون المؤهلون يتوجهون نحو الصناديق المختلطة وأحيانا نحو صناديق الاستثمار الأكثر تقلبا (أسهم، سلع، عقارات، عمولات، مؤشرات).

زيادة على ما سبق فإنه سعيا وراء التقليل من المخاطر مع بلوغ أكبر عائد فإن صناديق الإستثمار تلتجأ إلى جانب الاستثمار في عديد القطاعات فإنها ربما تستثمر في ساحات مالية متعددةلما تمكنه اليوم وسائل الاتصال الحديثة إذ أثبتت التجارب أن الأزمات الإقتصادية لا تكون بنفس الحدة في كل القطاعات والمناطق وربما يمكن للبعض منها الانتفاع من هذه الأزمات.

بالنسبة لصغار المستثمرين الجدد فإنه ينصح عادة بالاستثمارات في صناديق استثمار تتكون من خليط من:

- أوراق السوق النقدية والخزينة.
- سندات دين قطاع خاص ذات تقييم جديد.
- أوراق صناديق عقارية.
- أسهم.

المبحث الثالث: أسس ادارة الصندوق:

وعادة ما تتضمن عملية إدارة صناديق الاستثمار مجموعة من النقاط الأساسية والمتمثلة في المطالب التالية:

المطلب الأول: أساليب إدارة صناديق الاستثمار.

المطلب الثاني: توزيعات وأرباح الصندوق.

المطلب الثالث: التكاليف المقررة التي يتحملها المستثمر والعوائد المتحققة في صناديق الاستثمار.

المطلب الرابع: الخدمات الرئيسية التي تحتاج إليها صناديق الاستثمار.

المطلب الأول: أساليب إدارة صناديق الاستثمار:

تطور صناعة الصناديق الاستثمارية حتمًا بصاريدديرها مديرو ومُحترفون لديهم مهارات خاصة في اختيار الوسائل الاستثمارية الملائمة التي يتوقعون لها أداءً متميزاً. وقد نشأ في هذه الصناعة أسلوبان لإدارة هذه الصناديق؛ أحدهما يُعرف بأسلوب " الإدارة غير النشيطة " أو السلبية، ويُعرف الآخر بأسلوب " الإدارة النشيطة أو الإيجابية"، ويمكن التفريق بين الأسلوبين بما يلي:

الفرع الأول: أسلوب الإدارة غير النشيطة: توزع عقولها المبالغ المالية المُستثمرة في الصندوق وعقل عددٍ كبير من أسهم قطاع

واحد أو تتوسعت لتشمل أسهم جميع قطاعات السوق وذلك كما كالتحرك مؤشراً لذلك القطاع ومؤشر السوق الكلياً وأيضاً مؤشراً آخر مبتكر، كالاستثمار مثلاً في أسهم مؤشر الصناعة، مما يعنى قيام مدير الصندوق بالاستثمار في كلا أسهم الشركات الصناعية بحيث تكون نسبياً لأسهم في محفظة الصندوق ومطابقة إلى حد ما لنسبياً لأسهم في المؤشر. وتعد الصناديق الخاصة بالمؤشرات أمثلة على استراتيجيات الإدارة السلبية للصناديق، التي لا يحاول فيها مدير الصندوق أن يتجاوز أداء الصندوق وأداء المؤشر المعنى. ولهذا السبب، يتميز هذا الأسلوب من الإدارة بتشكيل عام بانخفاض تكاليف الرسوم الإدارية التي تقتطعها مديرو الصندوق مقابل أتعابه.

الفرع الثاني: أسلوب الإدارة النشيطة أو الإيجابية: يقوم على أساس توظيف مهاراتهم في إدارة الصندوق والتأثير الإيجابي

أداء صندوقه لتحقيق عوائد تفوق العوائد المتحققة من الاستثمار في مؤشراته السوق. ويحاول مدير والصناديق التنبؤ باتجاهات الأسواق وتغيير نسب تمكُّمهم وفقاً لذلك. لذا يُغير مدير والصناديق وسائلها الاستثمارية داخل الصندوق وتغييراً متواصلاً ما يحتمل عادة تشكيل الأسهم والقطاعات وتغيير نسب التملك فيها، وذلك بحسب استقراءهم لمستقبلها لا استثمارياً في السوق الذي يعمل فيها الصندوق، وهذا ما يفسر الارتفاع النسبي لتكاليف الإدارة في الصناديق التي تتبع هذا الأسلوب.

المطلب الثاني: توزيعات وأرباح الصندوق:

الفرع الأول: أرباح الصندوق: تتكون إيرادات الصناديق الاستثمار من العوائد المتحققة من استثماراته المختلفة والمكونة لمحفزتها

الاستثمارية. يمكن أن تشمل²:

¹ هيئة السوق المالية، مرجع سابق، ص 7، 8.

² فتحة كحلي، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة تجارياً لبعض الدول العربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بنو علي، الشلف، 2010-2011، ص 27.

- أرباح الأسهم التي تدخل في المحفظة والتي تأتي لصندوق الاستثمار في صورة أرباح موزعة من الشركات المصدر للأسهم التي يمتلكها صندوق الاستثمار.
- الأرباح الرأسمالية للأسهم الداخلة في المحفظة وتمثل الفرق بين القيمة السوقية للسهم عند البيع، والقيمة التي تم شراء السهم بها.
- الفوائد على السندات المختلفة التي تدخل في المحفظة الاستثمارية لصندوق الاستثمار.
- الأرباح الرأسمالية المتأتية من السندات في حال ارتفاع قيمتها في السوق نتيجة انخفاض أسعار الفوائد في السوق علمت لها لأنواع السندات.
- الفوائد على أدوات السوق النقدي الداخلة في المحفظة.

الفرع الثاني: توزيعات الصندوق: وتتبع الصناديق إحدى الطريقتين لتوزيع الأرباح¹:

- **الطريقة الأولى:** وهي الأكثر انتشاراً حيث يعاد استثمار الأرباح المحققة في وحدات استثمار ولا توزع بشكل دوري، وبالتالي فإن الأرباح والخسائر المحققة تتساوى مقدار التغيير الحاصل في قيمة الوحدة، ويحصل المستثمر على هذه الأرباح ببيع الوحدة أو الانتظار حتى انتهت عمر الصندوق وتصفية أصوله.
- **الطريقة الثانية:** يقوم مدير الصندوق بتوزيع أرباح دورية على المستثمرين وهم من يمتلكون وثائق أو وحدات استثمار وقت استحقاق الأرباح.

الجدول رقم (06)

قائمة التوزيعات المقترحة للأرباح عن الفترة المالية المنتهية في //

سنة المقارنة	جزئي	كلي
--------------	------	-----

¹ نفس المرجع السابق، ص 27

	صافي الربح (او الخسارة) بعد الضرائب	X x	
	الارباح(او الخسارة) المرحلة من العام الماضي	Xx	
	احتياطات محولة(ان وجدت وتذكر تفصيلا)	Xx	
		-	Xx x
	صافي الربح القابل للتوزيع	xx	
	يوزع كآآتي:		
	احتياطي قانوني	xx	
	احتياطي نظامي	xx	
	احتياطي رأسمالي ان وجد	xx	
	نصيب المساهمين	xx	
	نصيب العاملين	xx	
	مكافأة أعضاء مجلس الادارة(ان وجدت)	xx	-
	احتياطات أخرى		Xxx
			Xxx
	أرباح محتجزة للعام التالي .		

المصدر: أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص 168.

المطلب الثالث: التكاليف المقررة التي يتحملها المستثمر والعوائد المتحققة في صناديق الاستثمار:

الفرع الأول: الأعباء التي يتحملها المستثمر في صناديق الاستثمار: يلاحظ أن المستثمرين في صناديق الاستثمار يتحملون بعض المصروفات سواء مباشرة عند الاكتتاب أو الاسترداد بصورة غير مباشرة، وتحدد هذه المصاريف في:

- **مصروفات إنشاء الصندوق:** وقد يجوز أن يتحملها الصندوق أو الجهة المؤسسة للصندوق، وفي معظم الأحوال يقوم الصندوق بتحمل المصروفات القانونية للترخيص وتقوم الجهة المؤسسة بتحمل أعباء الدعاية والاعلان والطباعة ..
- **مصروفات التسويق:** هناك مصروفات تسويق لاسيما عند انشاء الصندوق والدعوة للاكتتاب فيه، وتستمر هذه المصروفات طوال فترة حياة الصندوق وتتحمّلها الجهة المؤسسة للصندوق أو مدير الصندوق حسب ما يتم الاتفاق عليه بينهما.
- **عمولة الشراء/ الاكتتاب:** تدفع هذه العمولة مرة واحدة عند شراء وثائق الصندوق، وتحدد كنسبة من قيمة الوثيقة أو مبلغ ثابت يدفع على كل وثيقة.
- **عمولة الإدارة:** وتحدد عمولة الإدارة كنسبة من صافي أصول الصندوق، وتدفع في أوقات محددة (سنوياً، نصف سنوية، ربع سنوية...) وتخصم على حساب الصندوق.
- **عمولة حسن الأداء:** تحسب هذه العمولة عندما يحقق الصندوق نتائج أفضل من السوق وتكون عادة نسبة من الأرباح غير العادية التي حققها الصندوق
- **أتعاب مقابل خدمات:** هناك عمولات يدفعها الصندوق لأطراف أخرى مثل أتعاب حفظ الأوراق المالية وأتعاب مراجعي الحسابات والمصروفات القانونية.
- **عمولات السمسرة:** يقصد بها كافة العمولات الناتجة عن تداول الأوراق المالية والاستثمارات الخاصة بالصندوق لبعض الأعباء أو أنواع معينة من المصروفات.¹
- **رسوم استرداد قيمة الأسهم:** يقصد برسوم الاسترداد تلك الرسوم التي يتكبدها المستثمر عندما يتقدم لشركة الاستثمار ذات النهاية المفتوحة طالباً استرداد قيمة الأسهم ولا توجد نسبة محددة لتلك الرسوم فهي تتراوح في المتوسط ما بين 4% ، 5% من قيمة الأصل الصافية.²
- **الفرع الثاني: العائد المتوقع للمستثمر في صناديق الاستثمار:** يتحقق العائد بالنسبة للمستثمرين في هذه الصناديق من خلال:³

¹ محمد صلاح الحناوي ونهال فريد وآخرون(ب)، مرجع سابق، ص 245، 246

² عصرا نجاللعصران، مرجع سابق، ص 154.

³ شقيرى نوري موسى و محمود ابراهيم نور، مرجع سابق، ص 282

- توزيعات الأرباح التي يحصل عليها حملة هذه الوثائق في نهاية السنة المالية لهذه الصناديق والتي تسمى بالإيرادات الجارية.
- المكاسب والأرباح الرأسمالية الناتجة عن بيع حصصهم عند تصفية هذه الوثائق ويكون الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع هو بمثابة أرباح (خسائر) رأسمالية فإذا كان سعر البيع للحصة (الوثيقة) أكبر من سعر شراءها فإن المستثمر يحقق مكاسب أو أرباح رأسمالية وإذا كان سعر البيع للحصة (الوثيقة) أقل من سعر شراءها فإن المستثمر يحقق خسائر رأسمالية.

المطلب الرابع: الخدمات الرئيسية التي تحتاج إليها صناديق الاستثمار: حتى يتسنى لصندوق الاستثمار ممارسة نشاطه بفاعلية وإدارته لمحفظه الأوراق المالية التي يتكون منها، فإنه يحتاج الى العديد من الخدمات المساندة له حتى تكتمل له الأركان الأساسية لمزاولة نشاطه، وفيما يلي عرض لهذه الخدمات:¹

- 1 **حفظ الأوراق المالية:** يتم الاحتفاظ بالأوراق المالية التي يستثمر صندوق الاستثمار أمواله فيها لدى البنك المؤسس أو أي من البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي ويقوم أمين الحفظ بمجموعة من الوظائف الرئيسية وهي:
 - يحتفظ الأمين بالأوراق المالية وتفوض له بعض المهام المتعلقة بذلك مثل إدخال النظام الحسابي الخاص بالأوراق المالية واستخدام ذلك النظام في كافة عمليات الأوراق المالية.
 - يقوم الصندوق بإرسال شهادة الى الأمين بالنسبة للأوراق المالية غير المتداولة في البورصة توضح كافة البيانات حول هذه الأوراق، أما بالنسبة للأوراق المالية المتداولة في البورصة فيقوم الصندوق بإرسال شهادة أو تعليمات تحدد فيها كل تفاصيل هذه الأوراق.
- 2 **خدمات التوزيع:** من الخدمات الرئيسية التي يحتاج إليها الصندوق خدمة التوزيع وهي تتم بموجب تعاقد ما بين صندوق الاستثمار والجهة التي تقوم بدور الموزع لمحفظه الأوراق المالية بحيث يتم توزيع وبيع حصص من هذه المحفظه، بحيث تكون كل حصة بقيمة إسمية واحدة وعادة ما يتم هذا العقد ما بين الصندوق وإحدى المؤسسات أو المجموعات المالية الكبرى التي تكون عملية التوزيع جزءاً من نشاطها.
- 3 **دور وكيل التحويل بالنسبة لصندوق الاستثمار:** من الضروري لصندوق الاستثمار أن يقوم بتعيين وكيل تحويل يقوم بسداد الأرباح والفوائد والكوبونات ويمكن تلخيص أهم وظائف هذا الوكيل فيما يلي:
 - اتمام الحسابات الجديدة، السداد المتتالي، التصفية...

¹عصران جلال عصران مرجع سابق، ص ص 175، 180.

- الاحتفاظ ببيانات المساهمين الموضح تفاصيلها في العقد.
- الرد على كافة الاتصالات التليفونية والكتابية.
- إيداع شهادات الأسهم في الحسابات بمجرد استلام تعليمات المستثمر بذلك.
- فحص الأوراق المالية وإتمام تحويلها
- اجراء التغييرات اللازمة لسجلات الحسابات وإرسال التقارير اليومية الربع سنوية.
- وكيل التحويل مسؤول عن سرية الحسابات والمعلومات والسجلات المتاحة له.
- تعديل حسابات المساهمين يومياً.
- إعداد وإرسال الاخطارات اليومية والتقارير الى المستثمرين.
- القيام بعمليات إعادة الاستثمار والسداد النقدي للأرباح والعوائد.
- يقوم وكيل التحويل بإصدار شهادات الأسهم المعدلة واستبدالها مع الشهادات القديمة.

المبحث الرابع: اعتبارات اختيار المستثمر لصندوق الاستثمار المناسب وأهم مخاطر وعوامل نجاح الصندوق

حاولنا في هذا المبحث تبيان بعض النقاط التي تخص المستثمر عن طريق المطالب التالية:

المطلب الأول: اعتبارات اختيار المستثمر لصندوق الاستثمار المناسب.

المطلب الثاني: مخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار.

المطلب الثالث: عوامل نجاح صناديق الاستثمار.

المطلب الرابع: تجارب بعض الدول العالمية والعربية.

المطلب الأول: اعتبارات اختيار المستثمر لصندوق الاستثمار المناسب:

يجب على المستثمر قبل الاستثمار أن يجيب على بعض الأسئلة لكي يستطيع اختيار الصندوق المناسب له والذي يتماشى مع أهدافها الإستثمارية، وهذه الاعتبارات تتمثل في:

1 - ما هي الأهداف الاستثمارية؟: لكي يتمكن المستثمر من اختيار الاستثمار المناسب له يجب أن يحدد بداية ما الذي يريد أن يحققه

بالعائد المرتقب وأصلاً لمبلغ المتاح للاستثمار، وكذلك يجب عليها أن تضع لنفسها هدافطويلة الأجل

مثل وجود مبلغ كافٍ مالي يستطيع أن ينفق منه بعد سن التقاعد، وأهداف قصيرة الأجل مثل

دفع سطر من أقساط شراء منزل أو سيارة أو أيضاً يجب على المستثمر أن يوفر مبلغاً ماليًا يقوم

بإستخدامه فوق احتياجه للأموال، لذلك يجب على المستثمر أن يأخذ الوقت الكافي ليحدد

أهدافها الاستثمارية ومتطلباتها المالية والمستقبلية قبل اختيار الاستثمار المناسب له.

2 - ما هي مدة الاستثمار؟: يجب على المستثمر تحديد مدة زمنية لتحقيق أهدافها الاستثمارية لانت تحديد المدة الزمنية التي تترتب عليه

تحديد نوع الاستثمار. إذا رغب المستثمر أن يسترد استثماراته في وقت قصير عليها أن تختار الاستثمار الآمن

(عادةً والعائد المنخفض وسهولة استرداد الأموال للمستثمر) والعكس صحيح عندما يرغب

المستثمر في الاستثمار في استثمار طويل الأجل عليها أن لا ينزعج إذا ارتفعت وانخفضت قيمة

الاستثمار طوال الفترة الاستثمار بل عليها التركيز على الهدف الأساسي وهو تحقيق عائد أكبر على المدى الطويل.

بعد أن يحدد المستثمر أهدافها الاستثمارية والمدة الزمنية للاستثمار يمكنها أن تختار الصندوق الأفضل

الذي يتوافق مع أهدافه، حيث تقوم البورصة بنشر قائمة بالصناديق المتوافرة في السوق وأدائها خلال الفترات الأخيرة¹.

3 - ما نوعية الأرباح التي يرغب فيها؟ وما درجة السيولة التي يرغب فيها.

4 - هل يختار هذا الصندوق لاعتقاده أن كفاءة مدير الاستثمار في التعامل مع أسواق أفضل².

المطلب الثاني: مخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار¹:

¹ بورصة النيل، نبذة عن صناديق الاستثمار، بدون ذكر دار نشر، مصر، بدون ذكر سنة النشر، ص 5، 6.

² محمد صالح حناوي ونهال فريد (ب)، مرجع سابق، ص 248.

الفرع الأول: المخاطر المتعلقة بإدارة الصندوق: إن من أحد المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في صناديق الاستثمار، أنه ليس لديه أي سلطة على ما يتم شراؤه من أوراق مالية في الصندوق الذي يتم استثمار أمواله فيه، مما يتطلب بحث دقيق حول سباقات أعمال مدير المحفظة قبل الاستثمار في ذلك الصندوق.

فالمستثمر عند تعامله مع صناديق الاستثمار يكون قد فوض مدير الاستثمار في عملية انتقاء الأسهم والسندات المكونة للمحفظة، وعمليات بيع تلك الأوراق المالية... ويبقى على المستثمر فقط أن يحسن اختياره بشأن الشركة التي تتولى ادارة المحفظة ويبحث في سباقات أعمالها ويتعرف على انجازاتها السابقة وما قامت به من أبحاث في مجال عملها.

الفرع الثاني: المخاطر المتعلقة بالتغيرات التي تطرأ على السوق: حتى مع وجود الادارة الخبيرة المحترفة لن تختفي المخاطر المتعلقة بالاستثمار في صناديق الاستثمار، وبما يهبط في بعض الاحيان سوق الأسهم أو السندات ككل حتى كبار المستثمرين لن يكونوا قادرين جني الأرباح، ويشار لمثل هذه الأوقات الصعبة بالأسواق الهابطة.

فالسوق الهابطة تعد جزء من الدورة الاقتصادية التي يمر بها سوق المال، ولن يكون في استطاعت المستثمر الفرد أو صناديق الاستثمار تجنب مخاطرها، فهذه المخاطر أشبه ما تكون بمخاطر موسمية ولكن مع صناديق الاستثمار نجد الوضع أقل حدة، لأن الصندوق لا يتعامل في الأجل القصير بعكس المستثمر الفرد الذي قد يقوم بالتخلص من استثماراته وبالتالي تتحول الخسائر المتوقعة الى خسائر فعلية.

1 - عدم وضوح منهج الاستثمار: ففي بعض الأحيان تدار صناديق الاستثمار بغير الطريقة المعلنة عنها، فعلى سبيل المثال نجد الصندوق قد يعلن أنه محافظاً، أي أنه يختار الاستثمارات بحيث تقل المخاطر والتقلب الى أدنى الدرجات، نجد أنه يدار بطريقة تعسفية تضع المال في أسهم شركة صغيرة فائقة التقلب.

2 - لا توجد ضمانات على استثمارات الصندوق: إن الاستثمار في صناديق الاستثمار ليس مضموناً بأيّة مؤسسة حكومية، على عكس الودائع المصرفية. حيث تنخفض الاستثمارات وترتفع طبقاً لظروف السوق، وبالتالي فقد يفقد المستثمر استثماراته.

¹عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص ص 51، 56

3 - **عدم التأكد من سعر استرداد وثائق الاستثمار:** في حالة امتلاك أسهم فردية فإنه عندما يتم بيع ذلك السهم قد يتم البيع بسعر التداول أثناء عمل يوم البورصة وقد يكون السعر هو أي سعر يقع بين سعر الفتح وسعر الإقفال على حسب السعر الجاري لحظة بيع الأسهم ولكن في صناديق الاستثمار لا يهم الوقت الذي ستقدم فيه طلبك لأنه سوف يتم استرداد الوثائق بناء على سعر الإقفال في نهاية عمل البورصة.

4 - **عدم وجود تواريخ استحقاق:** عندما يستثمر أحد الأشخاص أمواله في سند فردي، فإن تواريخ الاستحقاق لذلك السند يعني أن القرض أصبح واجب السداد أما الاستثمار في صناديق السندات نجد أنه يعمل بطريقة مختلفة، حيث يقوم مدير الصندوق بصفة مستمرة بشراء وبيع السندات بتواريخ استحقاق متنوعة، معنى ذلك أنه لا يوجد تاريخ استحقاق معين لوثائق ذلك الصندوق.

المطلب الثالث: عوامل نجاح صناديق الاستثمار: أصبحت اليوم صناديق الاستثمار في قلب اهتمامات الساحات العالمية الناشئة و المتطورة ويمكن تفسير هذا النجاح بعاملين أساسيين:¹

❖ **حجم الضمانات الممنوحة للمستثمرين لإدخال الطمأنينة:**

- إشراف هيئة سوق المال التي تصادق على انشاء الصناديق وعلى مدير الاستثمار وعلى النظام الأساسي.
- المراقبة اللصيقة لمدير الاستثمار من قبل أمين الحفظ والمودع لديه وإلزام الأمين والمودع لديه بضرورة إعلام الجهات الرقابية في صورة إخلال مدير الاستثمار بالقوانين واللوائح والنظام الأساسي للصندوق مع تحميلهم جميعا وأحيانا بالتضامن المسؤولية يمكن لحاملي الوثائق الدفاع عن حقوقهم بتكوين جماعة حاملي الوثائق.
- وأخيرا الدور العادي لمراقبي الحسابات في المراقبة.

❖ **سياسة الاستثمار:**

- مدير الاستثمار من ذوي الكفاءة العالية في إدارة الصناديق، النزاهة (الرجل الحريص)، عدم تضارب المصالح مع وجوب مصادقة هيئة سوق المال عليه.
- سياسة الاستثمار مؤطرة بضوابط قصد تلافي التمرکز وضرورة توزيع الاستثمارات للحد من المخاطر و رفع العائد.

¹ أحمد الهدواج، مرجع سابق، ص 38، 40.

- السيولة العالية (الاسترداد بمجرد الطلب بالنسبة للصناديق المفتوحة) والتي تفسر شعبية هذه الصناديق لدى الطبقات المتوسطة والتي تجعلها في ذهن تلك الفئات قريبة للودائع لدى البنوك.
- هذان العاملان يفسران أن الصناديق استطاعت جمع مبالغ هامة من الادخار (ما يقارب 39 % من الناتج العالمي) واستثمارها في الاقتصاد بصفة ناجعة ومريحة لكل الأطراف وهو ما يعبر عن نجاعتها في حماية الادخار و الرفع من الاستثمار.

المطلب الرابع: تجارب بعض الدول العالمية والعربية: شهدت بعض الدول نجاحاً ملحوظاً في مجال صناديق الاستثمار الأمر الذي يستدعي الوقوف عند هذه التجارب لمعرفة خصائص الصناديق والاستفادة من تجاربها:

الفرع الأول: صناديق الاستثمار في دول النمر الآسيوية واللاتينية: ففي منتصف الثمانينات بدأت صناديق الاستثمار الأوروبية انشاء صناديق الاستثمار في الأسواق الناشئة لما استشعرت من أهمية تلك الأسواق ونموها في المستقبل، وقد اتخذ هذا الاتجاه بقوة صناديق الاستثمار الأمريكية، والانجليزية.

ومن الدول التي اجتازت تجارب الاصلاح الاقتصادي بنجاح وأصبح لديها أسواق ناشئة الأرجنتين، البرازيل، الفلبين، تايلاند، سنغافورة، تركيا، فنزويلا، بيرو، البرتغال، اندونيسيا، الهند، ماليزيا، المكسيك، اليونان، هونج كونج، الصين، كوريا الجنوبية، شيلي.

وقد أدت حالة النمو القوي لتلك الأسواق الى انتشار صناديق الاستثمار بشكل غير عادي والتي من المتوقع أنها ستشهد انتعاشاً كبيراً في أسواق تلك الدول على المدى الطويل وقد استشعرت الدول الكبرى كأمريكا وأوروبا أهمية الأسواق الصاعدة وبدأت حركة تأسيس صناديق الاستثمار في تلك الدول عبر القارات.

وتعد الولايات المتحدة أكبر مصدر للأموال المستثمرة في أسهم أكبر مصدر للأموال المستثمرة في أسهم الأسواق الناشئة على مستوى العالم، حيث بلغت الأموال التي خرجت منها للاستثمار في هذه الأسواق عام 1993 نحو 23 مليار دولار تدفق ما يزيد عن نصف هذا المبلغ الى الاستثمار في الصناديق الآسيوية، حيث تم استثمار نحو 12.6 مليار دولار أما أوروبا واليابان فبلغ حجم الاستثمار في الصناديق الآسيوية نحو 9.5 مليار دولار عام 1993 وحده.

الفرع الثاني: تجربة صناديق الاستثمار في فرنسا: تعد تجربة صناديق الاستثمار في فرنسا من التجارب المتفردة والتميزة، رغم حداثة عهد صناديق الاستثمار في فرنسا.

إن فرنسا تعد في الدول المتقدمة التي دخلت في مجال صناديق الاستثمار إلا أنها احتلت المرتبة الأولى على مستوى أوروبا بل على المستوى العالم في الإدارة الجماعية لمحافظ الاستثمار. فالتجربة الفرنسية لصناديق الاستثمار رغم حداثة تعد نموذجاً للبحث والدراسة والاسترشاد بها.¹

الفرع الثالث: التجربة دول الخليج لصناديق الاستثمار: ويبين الجدول رقم (07) عدد الصناديق حسب الدولة وحسب نوع الصندوق

اسم البلد	عدد الصناديق الإسلامية	عدد الصناديق التقليدية	الاجمالي
السعودية	141	90	231
الإمارات	3	13	16
قطر	1	3	4
البحرين	20	28	48
الكويت	34	40	74
عمان	-	7	7
الاجمالي	199	181	380

المصدر: السيد صيفي، تأثير الأزمة المالية العالمية على أداء صناديق الاستثمار الإسلامية و التقليدية مقيساً بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM و نظرية تسعير المراجعة AP، دول مجلس التعاون الخليجي نموذجاً، بدون ذكر السنة.

الفرع الرابع: التجربة المصرية: نشأت صناديق الاستثمار في مصر تحت مظلة قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم (95) لسنة 1992، من أجل إيجاد أدوات جديدة لتعمل على تنشيط سوق المال في مصر وهي الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، حيث نصت المادة " 27 منه علناً المقصود بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية هي الشركات التي تباشر نشاطاً وأكثر من الأنشطة التالية:

- ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية.
- الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة قدر رؤوس أموالها.
- رأس المال المخاطر.
- المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.
- تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
- السمسرة في الأوراق المالية.¹

¹ عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص- ص 110- 120.

المبحث الخامس: أثر صناديق الاستثمار على سوق الأوراق المالية

تعتبر صناديق الاستثمار أداة استثمار في السوق المالي، باعتبارها وعاء مالي يسمح بتجميع الأموال المدخرين وتوجيهها لمجال استثماري غير بنكي يؤدي إلى زيادة نشاط ووفرة عالية لسوق الأوراق المالية وخاصة الفئات التي تمتلك مدخرات صغيرة، مما تسمح لها بفئات منتحقة عوائد معتبرة مع إمكانية تخفيف مستوى المخاطر، إن صناديق الاستثمار نوعاً من أنواع الوسطاء الماليين العاملين في سوق الأوراق المالية وفي هذا المبحث سوف يتم التعرف على الأهمية التي تتمتع بها صناديق الاستثمار، عن غيرها من أدوات سوق رأس المال في تنشيط سوق الأوراق المالية. وفيما يلي مجموعة المطالب التي سوف يقوم هذا المبحث بالتعرض لها وتناولها بشيء من التفصيل:

المطلب الأول: دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية

المطلب الثاني: قياس أداء صناديق الاستثمار.

¹شريط صلاح الدين، مرجع سابق، ص 251.

المطلب الأول: دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية: إن سوق تداول الأوراق المالية (السوق الثانوية) لا غنى عنها في مكونات سوق المال، حيث أن هذه السوق تعتبر حلقة وصل بين سوق الاصدار والمستثمرين. ولكي تنجح عملية الاصدار فلا بد من وجود من وجود سوق يساعد على الربط بين المستثمر والجهة التي تصدر الأوراق المالية لانجاح عملية التبادل وهذه السوق هي سوق الأوراق المالية. ولا شك أن صناديق الاستثمار بنوعها المفتوحة والمغلقة، باعتبارها أحد أدوات أسواق رأس المال قد ساعدت في تنشيط سوق الأوراق المالية ، فصناديق الاستثمار تتمتع بعدة مزايا منفردة:

- وجود خبرات إدارية محترفة تنتقي أفضل الأوراق المالية.
- إن المستثمرين المتعاملين مع صناديق الاستثمار أفضل من الاستثمار يؤمنون بأن هذه الصناديق لديها القدرة على تحقيق أداء أفضل من أداء محفظة السوق.

فدول العالم ثالث اتجهت الى انشاء أسواق لرأس المال يبدو الحاجة ملحة لأدوات استثمارية تسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق، وهنا تبدو أهمية الدور المتميز الذي يمكن أن تلعبه شركات الاستثمار من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين في تلك البلدان، فخاصية التنوع التي تتسم بها صناديق الاستثمار التي تديرها تلك الشركات وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق رأس المال وكذلك المستثمرين محدودي الموارد لأن يستثمروا مدخراتهم في شراء أسهم شركات الاستثمار التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة بيع أسهمها في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال. ويتضح من العرض السابق أن وظيفة شركات الاستثمار هي الحصول على مصادر الأموال من المدخرين وإعادة استخدامها في بناء محافظ الأوراق المالية متعددة الأهداف بحيث تخدم الأهداف المختلفة والمتعددة للمتعاملين معها، ولا شك أن ذلك سوف يؤثر بالإيجاب وبطريقة مباشرة على أسواق الأوراق المالية، حيث تكون تلك الأسواق بؤرة اهتمام هذه الشركات، لأن ما تقدمه هذه الأسواق من بضاعة (أسهم وسندات) هي ما تسعى اليه شركات الاستثمار ومن ثم يتم تنشيط تلك الأسواق. كذلك فإن شركات الاستثمار بنوعها وما نتيجته من صناديق استثمار ذات نهاية مفتوحة ومغلقة تمثلان معاً الدعائم الأساسية التي لها من المقومات ما تتيح لها لتنشيط سوق الأوراق المالية.¹

المطلب الثاني: قياس أداء صناديق الاستثمار:

¹عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص ص 83، 86.

يمكن التمييز في هذا الصدد بين أسلوبين بديلين لقياس أداء صناديق الاستثمار هما: الأسلوب البسيط الذي يناسب المستثمر العادي والأسلوب المزوج الذي يناسب المستثمر ذات المعرفة الواسعة بشؤون الاستثمار.

الفرع الأول: الأسلوب البسيط: تنتشر شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة يومياً قيمة الأصل الصافية للسهم، وكذا الأرباح الإيرادية والرأسمالية الموزعة، وذلك لكل صندوق على حده. وتعتبر هذه المعلومات كافية لحساب قيمة مؤشر بسيط ومفيد، وهو معدل العائد على الأموال المستثمرة في الصندوق الذي توضحه

$$\text{المعادلة: } م = \frac{(ق-1)ق + ي + ر}{ق}, \text{ حيث:}$$

ق: قيمة الأصل الصافية في بداية الفترة.

ق1: قيمة الأصل الصافية في نهاية الفترة.

(ق-ق1): الأرباح الرأسمالية غير المحققة.

ي: الأرباح الإيرادية الموزعة خلال الفترة.

ر: الأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة.

م: معدل العائد على الاستثمار.

مثال: لنفرض أن قيمة الأصل الصافية للسهم في بداية شهر ما كانت 30 جنيه، ارتفعت الى 30.11 جنيه في نهايته. وافترض كذلك أن نصيب السهم من الأرباح الإيرادية والرأسمالية 15 قرشاً، 12 قرشاً على التوالي. على ضوء تلك المعلومات سوف يبلغ معدل العائد في هذا الشهر 1.27%.

$$م = \frac{0.12 + 0.15 + (30 - 30.11)}{30.75} = 1.27\%$$

ويمثل هذا المعدل مقياساً للحكم على أداء مدير الصندوق في الشهر محل التحليل، ولكنه لا يمثل معدل العائد الذي حققه المستثمر. لماذا؟ لأن المستثمر ربما يكون قد تكبد مصروفات أو رسوم شراء للسهم الذي يملكه. فلو أنه كان قد اشترى السهم في بداية الشهر، ودفع حينذاك رسوماً قدرها 75 قرش للسهم، وهو ما يعني في النهاية معدل سالب للعائد على الاستثمار قدره -1.23% في ذلك الشهر.

$$م = \frac{0.12 + 0.15 + (30.75 - 30.11)}{30.75} = -1.23\%$$

ولكن لماذا يمثل العائد الأول (1.27) المقياس لكفاءة أداء ادارة الصندوق؟ لأن تكلفة الشراء التي دفعها المستثمر لشراء السهم لم تحصل عليها ادارة الصندوق أي لم تستخدم في الاستثمار، بل حصل عليها أولئك الذين يقع على كاهلهم مسؤولية تسويق الأسهم التي أصدرها الصندوق.

هذا ومن الملائم أن يقوم المستثمر بمقارنة معدل العائد على الاستثمار الذي حققه الصندوق مع معدل العائد على الاستثمار لصناديق أخرى.¹

الفرع الثاني: الأسلوب المزدوج:

يتم قياس مستوي أداء صناديق الاستثمار على أساساً لأساليب الكمية بإدخال الكمنا العائد والمخاطر وفقاً للحساب، ومن أبرز هذه النماذج مايل بي²:

1 نموذج شارب (أسلوب المخاطر الكلية):

يهدف هذا النموذج المركب بالقياس أداء محفظة الأوراق المالية، حيث يقوم معلداً أساساً للعائد والمخاطر عند تقييم أداء المحفظة، وأطلق عليها المكافأة النسبية للتقلب في العائد وهو يحدد العائد الإضافي الذي تحققها الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق ونظيرك لوحدتها المخاطر الكلية التي تنطوي عليها استثماراتها المحفظة.

ويقوم مقياس شارب بعلعد تقاط:

- معدل العائد الخالي من المخاطر.
- متوسط معدل العائد للصندوق.
- المخاطر الكلية للصندوق مقاساً بدلالة δ الانحراف المعياري،

$$S = \frac{p - R_f}{\delta_p} \quad \text{وبذلك يقاس المؤشر لك الصندوق كما يلي:}$$

حيث:

S: تمثل مؤشر شارب ، R_p : معدل العائد على الاستثمار للصندوق.

R_f : تمثل معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

¹ عبد الغفار حنفي ورسمية فرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية – بنوك تجارية-أسواق الأوراق المالية-شركات التأمين- شركات الاستثمار ، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص ص 228، 229.

² عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار – دراسة تجاريدولية ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2015-2016، ص ص 161، 162.

δ_p : يمثل الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمار للصندوق، وهو يعبر عن المخاطر الكلية للاستثمار في الصندوق

2 نموذج ترينور (أسلوب المخاطر المنتظمة):

يقوم هذا النموذج على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، يفترض التنويع الجيد للمحفظة وبالتالي

ما لقضاء على المخاطر غير المنتظمة (مخاطر الشركة) وعليه يتم فقط قياس المخاطر النظامية (مخاطر السوق)

باستخدام معامل β كمقياس لمخاطر المحفظة (المخاطر المنتظمة للمحفظة)

بدلاً من الانحراف المعياري الذي يقيس المخاطر الكلية للمحفظة ويمكن حساب معادلة النموذج على النحو التالي:

$$T = \frac{R_p - R_f}{\delta_m}$$

حيث: T : تمثلية المؤشر، R_p : تمثل معدل العائد على الاستثمار للصندوق.

R_f : تمثل معدل العائد على الاستثمار خالي المخاطر

$$\beta = \frac{cov R_p R_M}{\delta_m^2}$$

R_m : تمثل عائد السوق، δ_m : تمثل الانحراف المعياري لعائد السوق، β : مقياس مخاطر السوق.

الجدول رقم (08)

الفرق بين المؤشرين شارب و ترينور

مؤشر ترينور	مؤشر شارب
1 يعتمد على معامل بيتا لقياس الخطر.	1 يعتمد على الانحراف المعياري لقياس الخطر.
2 للصندوق استطاع التخلص من المخاطر غير النظامية.	2 للصندوق لم يستطع التخلص من المخاطر الغير نظامية

المصدر: من اعداد الطالبة بالاستناد الى شقيري نوري موسى ومحمود ابراهيم نور، مرجع سابق.

خلاصة الفصل:

مما سبق فإن صناديق الاستثمار

تعتبر أداة مالية مهمة للاستثمار في الأوراق المالية وتقوم فكرتها على تجميعها لأموال المندخرين الصغار والكبار من خلال صكوك أو وثائق استثمار، وعله فإنه تم استخلاص مجموعة من النتائج نستعرضها فيما يلي:

- صناديق الاستثمار هي

مؤسسات مالية تسعى لتجميع مدخرات الأفراد بموجب صكوك أو وثائق استثمار علناً لتقوم بتوظيفها في المدخرات التي تكون بمثابة محافظاً للأوراق المالية المتنوعة لتقليل المخاطر بما يخدم الأهداف المعلنة للصندوق.

- تتميز صناديق الاستثمار بالتنوع الكفاء والمرونة وتوفر الخبرات التي تساعد المستثمر على الاستثمار بأقل المخاطر وأكبر العوائد.

- تتعدد وتتوزع أشكال صناديق الاستثمار وتختلف طبقاً لحاجات وأهداف المستثمرين ورغباتهم.
- تتعدد العمليات التي يتم القيام بها في صناديق الاستثمار وتتمثل في التسعير، الرسوم على المشتركين، الاسترداد والتداول، رسوم الإدارة والاحتياطات.
- الاستثمار في الصناديق يتضمن كذلك مخاطر قد يتعرض لها المستثمر وتتمثل في: المخاطر المتعلقة بإدارة الصندوق وكذلك التغيرات التي تطرأ على السوق، لا توجد ضمانات على استثمارات الصندوق..
- تعتبر صناديق الاستثمار أداة استثمار في السوق المالي، باعتبارها وعاء مالي يسمح بتجميع الأموال المدخرين وتوجيهها
- لمجال استثماري غير بنكي يؤدي إلى زيادة نشاط طوفاً عالية سوقاً لأوراق مالية وخاصة الفئات التي تمتلك مدخرات صغيرة.
- يمكن قياس أداء صناديق الاستثمار بالأسلوب البسيط الذي يناسب المستثمر العادي والأسلوب المزدوج الذي يناسب المستثمر ذات المعرفة الواسعة بشؤون الاستثمار ويتضمن مؤشر شارب وترينور.

الفصل الثالث:
دور صناديق الاستثمار في تنشيط
سوق الأوراق المالية الكويتي

تمهيد الفصل:

برز الاهتمام بتطوير الهياكل المالية في الأقطار العربية خلال العقد الأخير من القرن العشرين، وذلك في إطار برامج الإصلاح الهيكلي لاقتصاديات تلك الأقطار، وإدراكاً لأهمية الدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية خاصة في تعبئة المدخرات الوطنية وجذب رؤوس أموال أجنبية، فليس من الغريب أن تشهد معظم الدول العربية قيام أسواق للأوراق المالية تساندها مؤسسات مالية كصناديق الاستثمار حتى ظهرت بورصات لمجموعة الدول تتمتع بالفوائض المالية وذات درجة من الانفتاح والمالية المرتفعة. ومن بين هذه الدول نجد الكويت، حيث أصبحت من أكثر البورصات نشاطاً على المستوى العربي. حيث استطاعت دولة الكويت بحكم موقعها الاستراتيجي الذي مكنها أن تلعب دوراً حيوياً في تجارة ترانزيت، وإعادة تصدير البضائع المستوردة إلى دول الإقليم الخليج العربي أن تشكل مركز جذب للشركات والبنوك الأجنبية التي سعت إلى افتتاح فروع لها في دولة الكويت بغرض تمويل عمليات تجارة الاستيراد والتصدير وذلك منذ بداية القرن العشرين. كما ساهمت هذه الدولة في صناعة صناديق الاستثمار حيث شهدت تطور ملحوظ في السنوات الأخيرة وأصبحت الكويت تضم قطاع صناديق استثمار مزدهر. وسوف يتم تناول هذا الموضوع بشيء من التفصيل من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: نبذة عن سوق الأوراق المالية الكويتي.

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار في الكويت.

المبحث الثالث: تقييم أداء صناديق الاستثمار وإثبات فعاليتها في تنشيط سوق الكويت للأوراق المالية.

المبحث الرابع: واقع صناديق الاستثمار في الجزائر.

المبحث الأول: نبذة عن سوق الكويت للأوراق المالية:

تقتضي دراسة سوق الكويت للأوراق المالية والتعرف على قواعده واسسه وسماته ضرورة تقسيم هذا المبحث الى المطالب التالية:

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الكويت للأوراق المالية.

المطلب الثاني: أهداف سوق الكويت للأوراق المالية وأهم سماته.

المطلب الثالث: شروط الادراج في سوق الكويت للأوراق المالية.

المطلب الرابع: اداء سوق الكويت للأوراق المالية.

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الكويت للأوراق المالية:

الفرع الأول: نبذة تاريخية:

تاريخ الشركات الكويتية المساهمة يعود إلى الخمسينيات حين تم تأسيس أول شركة كويتية مساهمة في عام 1952م وهي بنك الكويت الوطني كما تبعتها في عام 1954م شركة السينما الكويتية. وفي بداية الستينيات شهدت الشركات المساهمة توسعاً ملحوظاً حتى أصبحت تمثل منفذاً استثمارياً للأموال الفائضة من كافة النشاطات الإقتصادية خاصة بعد اكتشاف النفط. وصدور القانون التجاري رقم (15) في عام 1960م حيث لعب دوراً أساسياً في تنظيم إصدار الأوراق المالية والاكنتاب فيها. خلال عام 1962م صدر قانون رقم (37) أهتم بتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المؤسسة في الخارج.

خلال عام 1970م صدر القانون رقم (32)، وهو يعتبر أول خطوة هامة نحو تنظيم تجارة الأسهم الكويتية. وقد تكونت بموجب هذا القانون لجنة استشارية لتنظيم نشاطات سوق الأوراق المالية وسن اللوائح الضرورية للاحتفاظ بالفوائد الإقتصادية للبلاد، وإخضاع الشركات الأجنبية للقيام بتسجيل أسهمها. أما خلال عام 1972م تم إنشاء شعبة مستقلة للأوراق المالية في مدينة الكويت.¹

¹ <http://www.gulfbase.com/ar/gcc/index/3?t=3>

في عام 1976م صدر أول قرار وزاري خاص بتنظيم تداول الأوراق المالية في دولة الكويت وقد تشكلت بموجبه أول لجنة للأوراق المالية لتتولى كافة الأعمال التي تؤدي الى انتظام التعامل وحماية مصالح المتعاملين، وقد تحددت مهام اللجنة بالآتي:

- وضع القواعد التنظيمية الخاصة بتداول الأوراق المالية .
 - تسجيل الشركات التي يجوز التعامل في أوراقها.
 - وضع الحدود الدنيا للبيانات الواجب الحصول عليها دورياً من الشركات التي يجري التعامل في أوراقها.
 - تنظيم مهنة الوساطة بالأوراق المالية.
 - تقديم الدراسات الخاصة بإنشاء سوق مالي دائم للأوراق المالية، واقتراح مشاريع قوانين اللازمة له.
- بتاريخ 1977/04/2 تم الافتتاح الرسمي لبورصة الكويت، وذلك بعد الانتهاء من الدراسات الخاصة باقتراحات مشاريع قوانين اللازمة لها، وفي بداية 1981 توسعت بورصة الكويت وأصبح التداول فيها يشمل بعض الشركات الخليجية المؤسسة خارج الكويت.
- وفي عام 1983 صدر المرسوم الأميري الخاص بإعادة تنظيم سوق الأوراق المالية كهيئة مستقلة بواسطة لجنة الأوراق المالية وإدارة تنفيذية خاصة تقوم بوضع القواعد والاحكام المناسبة لاعادة تنظيم السوق بما يتناسب والظروف الاقتصادية للبلاد.¹
- تحول سوق الكويت للأوراق المالية، ابتداء من 25 أبريل إلى شركة بورصة الكويت، بشكل رسمي، وهي المرحلة ما قبل الأخيرة لخصخصة الشركة المشغلة لأقدم سوق أسهم في منطقة الخليج.
- وتطمح هيئة أسواق المال الكويتية لتكون هذه الخطوة بمثابة محطة لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية.
- ومرت سوق الكويت للأوراق المالية منذ تأسيسها في عام 1962 بمراحل تاريخية في مسيرتها، لكن يوم الاثنين 25 أبريل كان يوم التحول من سيطرة الحكومة إلى عهدة القطاع الخاص، بعد إسناد إدارتها إلى شركة البورصة. ويعتبر البعض نقل إدارة السوق الى القطاع الخاص انطلاقة حقيقية نحو خصخصة أول سوق مالي بالمنطقة، وذلك بعد ترقية بورصة الكويت إلى مصاف الأسواق الناشئة، خلال المرحلة المقبلة.

¹ نايف عبد العزيز حمد العنزي، الإفصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتي والأردني دراسة مقارنة، رسالة ماجستير مقدمة لنيل متطلبات شهادة الماجستير في القانون، قسم القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة الشرق الأوسط، 2012، ص ص 18-19.

وستحرص شركة البورصة على طرح أدوات استثمارية جديدة تزيد فاعلية السوق وقدرته على جذب مستثمرين جدد، فضلاً عن رفع معدلات السيولة كونها تمثل أهم التحديات في بورصة الكويت¹.

الفرع الثاني: الأزمات الذي تعرض لها سوق الأوراق المالية في الكويت (بورصة الكويت):

لعل من أبرز الأزمات الذي تعرض لها سوق الأوراق المالية بدولة الكويت كان في عام 1982 ، وبلغت خسائره آنذاك ما يقرب من اثنان وعشرين مليار دولار ، الأمر الذي أثر بشكل كبير ليس على اقتصاد دولة الكويت فحسب ، إنما أيضاً على اقتصاد منطقة الخليج العربي بأكمله.

كما تعرض سوق الأوراق المالية بدولة الكويت إلى أزمة أخرى و هي أزمة إيقاف التداول ، و تم ذلك تحديداً في يوم 13 من شهر نوفمبر من عام 2008 ، حيث أمرت المحكمة الكلية بدولة الكويت بوقف التداول في السوق لحين النظر إلى دعوى مقدم و ذلك في 17 نوفمبر لصالح كلا من المحاميان خالد العوضي و وليد الهدلق ضد رئيس مجلس الوزراء بصفته و وزير التجارة والصناعة و رئيس لجنة السوق بصفته و مدير عام سوق الكويت للأوراق المالية بصفته في 8 شهر أكتوبر من عام 2008.

وصرح حينها مدير العلاقات العامة في سوق الأوراق المالية بالكويت آنذاك و هو السيد عبد الحكيم الفليج بأن جميع تداولات يوم 13 نوفمبر سليمة و لن يتم إلغاؤها، و من جانبه أكد وزير المالية الكويتي آنذاك مصطفى الشمالي بأن قرار إيقاف التداول قرار خطير و يؤكد احترام الحكومة لقرارات المحكمة ، كما صرح أحمد باقر وزير التجارة والصناعة و وزير الدولة لشؤون مجلس الأمة بأن الحكومة قد قدمت استئنافاً للحكم القاضي بإيقاف نشاط سوق الكويت للأوراق المالية، و في 16 نوفمبر من عام 2008 قدمت البورصة إشكالاً للمحكمة على الحكم الصادر بإيقاف التداول ، و تم قبول الاستشكال من قبل المحكمة و بدأ التداول في يوم 17 نوفمبر 2008 ، و في يوم 19 نوفمبر 2008 حجزت محكمة الاستئناف قضية استئناف المدعين على استشكال البورصة بوقف التداول إلى يوم 26 نوفمبر من نفس العام ، و في يوم 26 نوفمبر من عام 2008 رفضت المحكمة الاستئناف بوقف التداول في سوق الكويت للأوراق المالية²

¹ <http://www.skynewsarabia.com/web/article>.

² <http://www.almrsal.com/post/422715>

الفرع الثالث: إدارة السوق:

يتولى إدارة السوق لجنة تشكل برئاسة وزير المالية والاقتصاد وعضوية كل من¹:

- مدير السوق ويكون نائباً للرئيس ومتفرغاً للعمل.
- عضو عن وزارة المالية والاقتصاد.
- عضو بمثل بنك الكويت المركزي.
- اثنين من ذوي الخبرة والكفاءة يختارها مجلس الوزراء بناء على ترشيح من وزير المالية والاقتصاد.
- أربعة أعضاء تختارهم غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء.

ويصدر بتشكيل لجنة السوق قرار من مجلس الوزراء بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، كما يحدد مجلس الوزراء بقرار منه مقدار مكافأتهم ويكون تعيين مدير السوق بمرسوم بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة أربع سنوات قابلة للتجديد، وتحدد مكافأته وجميع حقوق المالية بقرار من مجلس الوزراء

المطلب الثاني: أهداف سوق الكويت للأوراق المالية وأهم سماته:

الفرع الأول: أهداف سوق الكويت للأوراق المالية:

يسعى سوق الكويت للأوراق المالية الى تحقيق الأهداف التالية²:

- يتمتع سوق الكويت للأوراق المالية بالشخصية الاعتبارية المستقلة وله أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الهدف من تنظيمه على الوجه الأمثل، وذلك في نطاق الأنظمة والقوانين ذات العلاقة بأعمال السوق .
- يعمل سوق الأوراق المالية من خلال نشاطه على ترشيد الأوراق المالية ويتخذ كافة الاجراءات اللازمة في نطاق صلاحياته لتنمية واستقرار التعامل في الأوراق المالية بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها ويميزها لتفادي حدوث أي اضطراب في المعاملات.

¹ بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 217.

² <http://www.fxnewstoday.ae/arab-markets>.

- يقوم السوق، بناء على ما يجريه من بحوث ودراسات ومتابعة لحركة التعامل في الأوراق المالية بتقديم الرأي والمشورة الى الجهات الحكومية المختصة بشأن المراكز المالية للشركات الأعضاء في السوق، وزيادة مقدرتها على تحقيق أغراضها .
- يساهم السوق مع الجهات المختصة في تحقيق التنسيق والتكامل بين النشاطات المالية والإقتصادية وحركة رؤوس الأموال بما يساعد على تحقيق التنمية الإقتصادية والإستقرار المالي والإقتصادي في الدولة .
- تتابع فريق عمل السوق تطوير النظم وأساليب التعامل في الأوراق المالية والاستعانة بالأساليب الحديثة المعمول بها في السوق المالية المتقدمة وذلك من أجل تحقيق مكانة مالية حسنة لسوق الكويت للأوراق المالية على المستوى الإقليمي والدولي .
- يعمل السوق على تشجيع الإدخار وتنمية الوعي الإستثماري بين المواطنين وحماية المدخرين وتهيئة السبل أمام توظيف الأموال في الأوراق المالية بما تعود بالنفع على الاقتصاد

الفرع الثاني: خصائص سوق الكويت للأوراق المالية:

- يتسم سوق الكويت للأوراق المالية كغيره من الأسواق بخصائص تميزه عن غيره، نذكر منها:
- ✓ ضيق نطاق السوق: يرجع ذلك الى قلة عدد الشركات المساهمة المتداول أسهمها فيه.
 - ✓ موسمية التعامل: ويبدو ذلك بوضوح من خلال الظواهر التالية:
 - يحدث ركود كبير في التعامل خلال أشهر الصيف (حيزران، تموز، آب) حيث يكون حجم التداول في حدوده الدنيا خلال الأشهر المذكورة.
 - يكاد يندم التعامل في سوق الأوراق المالية في يوم الخميس من كل اسبوع.
 - يبلغ نشاط السوق أقصى دورته في شهر أيلول.
 - ✓ حساسية السوق.
 - ✓ المضاربة: المضاربة تبدو واضحة في ارتفاع أسعار الأسهم لعدد من الشركات بما لا يتفق مع عائد أسهمها.¹

¹ نايف عبد العزيز حمد العنزي، نفس المرجع سابق، ص ص 23-24.

المطلب الثالث: شروط الإدراج في سوق الكويت للأوراق المالية:

سنحاول في هذا المطلب التعرف على شروط ومتطلبات إدراج الشركات الكويتية والغير كويتية في سوق الكويت للأوراق المالية.

الفرع الأول: بالنسبة للشركات الكويتية:¹**1- السوق الرسمي:**

- ان لا يقل رأس المال عن 3 مليون دينار او ما يعادلها و ان لا يقل اجمالي حقوق المساهمين عن 115 % من رأس المال المدفوع.
- تحقيق صافي ربح لسنتين على الاقل من اخر ثلاث سنوات مالية و ان لا يقل متوسط صافي الربح لآخر سنتين عن 8.5 % من رأس المال المدفوع.
- ان لا يقل عدد المساهمين عن 150 مساهماً اذا أن رأس المال 3 مليون دينار و ان يكون 20 % من رأس المال المدفوع موزعاً فيما بينهم بما لا يقل عن 20 ألف سهم لكل مساهم مع مراعاة هذا العدد و النسبة عند كل زيادة لرأس المال.
- يجب انقضاء سنة مالية على موافقة الجمعية العامة لرفع رأس المال اذا تمت زيادة لرأس المال بصورة مؤثرة.

2- السوق الموازي:

- ان لا يقل رأس المال المدفوع عن نصف مليون دينار او ما يعادلها و ان لا يقل اجمالي حقوق المساهمين عن رأس المال المدفوع.
- ان يكون عدد المساهمين للشركة مناسباً لرأس المال المدفوع و بحد أدنى 50 مساهم.

¹ محمد بن فهد العمران، الاسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجية (دراسة تحليلية مقارنة)، اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية(السوق المالية السعودية : الواقع والمأمول)، جمعية الاقتصاد السعودية، الرياض، 13-15/11/2005، ص 13.

الجدول رقم(09)

يمثل الطلبات المتعلقة بالادراج في سوق الكويت للأوراق المالية

الخطوات	الشروط والمتطلبات
1- يقدم طلب الإدراج أو الانسحاب أو طلب نقل الإدراج بين السوق الموازي إلى السوق الرئيسي وفقاً للنموذج الذي تضعه الهيئة لهذا الغرض	يرفق بالطلب كافة المستندات والمعلومات المبينة في هذه اللائحة، ويسدد الرسم المقرر لذلك. ويجوز للهيئة، في أي وقت بعد استلامها للطلب أن تطلب معلومات أو مستندات إضافية تراها ضرورية للبت في الطلب
2- يجب الحصول على موافقة البنك المركزي قبل التقدم بطلب الإدراج.	إذا كانت الشركة طالبة الإدراج من إحدى الوحدات الخاضعة لرقابته.
3- تبت الهيئة في الطلب في غضون ستين يوماً من تاريخ استلام الطلب مستوفياً جميع المعلومات والمستندات.	تخطر الهيئة مقدم الطلب بقرارها المتعلق بالإدراج، ويجوز لها رفض الطلب في الأحوال التالية: أ. عدم توافر أحد الشروط الواردة في هذا الكتاب. ب. إذا قدرت الهيئة ذلك لاعتبارات تتعلق بحالة السوق أو الاقتصاد الوطني بشكل عام. ت. إذا قدرت الهيئة ذلك حمايةً للمتعاملين نظراً لحدوث أو إمكانية حدوث تغيرات جوهرية تتعلق بوضع الشركة المالي أو التشغيلي أو الإداري أو بأصول الشركة. وفي جميع الأحوال يجب أن يكون قرار الرفض مسبباً.

المصدر: هيئة أسواق المال، الكتاب الثاني عشر - قواعد الإدراج إدارة تنظيم الأسواق، الكويت، 29-11-2016، ص 5.

الفرع الثاني: بالنسبة للشركات الغير الكويتية:

يشترط لإدراج أسهم الشركات غير الكويتية للتداول في السوق الرئيسي في دولة الكويت ما يلي:

- 1- تقديم طلب من الشركة طالبة الإدراج موقعاً من الممثل القانوني لها.
- 2- أن تكون الشركة قد تم تأسيسها وفقاً للأحكام الواردة في قانون البلد الذي أسست فيه الشركة.
- 3- أن تتخذ الشركة شكل شركة مساهمة.
- 4- أن تكون الشركة مدرجة في بورصة تخضع لإشراف جهة أو هيئة ذات اختصاصات رقابية لمدة سنتين على الأقل - قبل تاريخ تقديم طلب الإدراج.
- 5- أن تكون الشركة قد أصدرت ثلاث ميزانيات مدققة ومعتمدة من الجمعية العامة قبل تقديم طلب الإدراج.

- 6- أن يكون رأس مال الشركة المصدر مدفوعاً بالكامل، وألا يقل عما يعادل 10,000,000 دينار كويتي، وألا يقل إجمالي حقوق المساهمين إلى المتوسط المرجح لرأس المال المدفوع في السنتين المالييتين الأخيرتين عن 110 %، وذلك بناءً على البيانات المالية السنوية المدققة من قبل مراقب حسابات مسجل ومرخص في بلد تأسيس الشركة قبل تاريخ طلب الإدراج، على أن تكون معتمدة من الجمعية العامة للشركة.
- 7- أن تكون أسهم الشركة قابلة للتداول، وألا تكون هناك أية قيود مطلقة بشأن انتقال ملكية الأسهم بين المتعاملين لدى الشركة أو لدى بلد التأسيس من غير مواطنيها، وبيان تلك القيود إن وجدت، مع تحديد نسبة الأسهم المراد إدراجها في السوق الرئيسي.
- 8- أن تكون الشركة قد حققت ربحاً صافياً في آخر سنتين مالييتين على الأقل، وألا يقل صافي ربح أي من السنتين عن 5 % من رأس المال المدفوع.
- 9- ألا تقل نسبة الإيرادات الناتجة عن ممارسة الشركة لنشاط أو أكثر من أنشطتها الرئيسية عن نسبة 75 % من إجمالي إيراداتها وذلك وفقاً للبيانات المالية المدققة لآخر سنتين مالييتين.
- 10- أن تكون الشركة مستمرة في ممارسة غرض أو أكثر من أغراضها الرئيسية المنصوص عليها في عقد الشركة وذلك خلال آخر ثلاث سنوات مالية كاملة قبل تاريخ تقديم طلب الإدراج.
- 11- أن ينص نظامها الأساسي على انعقاد الجمعية العامة للشركة مرة واحدة - على الأقل - في السنة.
- 12- أن تعين الشركة ممثلاً قانونياً لها في دولة الكويت على أن يكون من بين الأشخاص المرخص لهم، ويقوم هذا الممثل بمهام تسجيل الأسهم وتوزيع الأرباح وتلقي وإصدار التقارير والوثائق ذات الصلة بعمل الشركة.
- 13- الحصول على موافقة الجمعية العامة العادية للشركة على إدراج أسهمها في البورصة، وألا يكون قد مضى على هذه الموافقة أكثر من اثني عشر شهراً.
- 14- تعيين مسؤول مطابقة والتزام يختص بمتابعة تعليمات وقواعد الجهات الرقابية وجمهور المستثمرين.
- 15- تعيين مستشار إدراج.
- 16- أية شروط أو قواعد أخرى تقرها الهيئة.¹

¹ هيئة أسواق المال، نفس المرجع السابق، ص ص 30 و32.

المطلب الرابع: أداء سوق الكويت للأوراق المالية:

سنحاول من خلال هذا المطلب دراسة مؤشر عدد الشركات المدرجة، ومؤشر السيولة في السوق، ورأس المال السوقي، في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة 2006-2016.

الفرع الأول: مؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية:

1. بعض الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية:¹

1- قطاع البنوك:

- وطني.
- خليج ب.
- تجاري.
- أهلي.
- المتحد.
- الدولي.
- برقان الدولي.
- بنك بوبيان.
- أهلي متحد.
- الإثمار.
- بنك وربة.

2- قطاع التأمين:

- كويت ت.
- خليج ت.
- أهلية ت.
- وربة.
- الاعادة.
- أولى تكافل.

¹ Website: www.bayaninvest.com

- وثاق.
- ب ك تأمين.
- 3- قطاع الخدمات المالية:
- كويتية.
- تسهيلات.
- استثمارات.
- مشريع.
- ساحل.
- البيت أرزان.
- المركز.
- كميفك.
- الأمان.
- الأولى.
- المال.
- الخليجي.
- بيان .
- أصول.
- كامكو.
- اسكان.
- مدار.
- الديرة.
- 2. مؤشر عدد الشركات المدرجة:

لدراسة مؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية قمنا بتتبع تطور هذا المؤشر خلال فترة الدراسة، وهذا ما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (10)

يمثل تطور عدد الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2016)

السنة	عدد الشركات المدرجة
2006	180
2007	196
2008	204
2009	-
2010	228
2011	229
2012	213
2013	208
2014	206
2015	203
2016	196

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية، 2017.

عرف سوق الكويت للأوراق المالية تطور ايجابي مستمر في عدد الشركات المسجلة في البورصة طيلة الفترة 2006-2011 حيث ارتفع عدد الشركات المسجلة من 180 الى 229 شركة، وهذا إن دل على شيء فإنما يدل على التوجه نحو اتساع السوق من سنة لأخرى، كما أن زيادة عدد الشركات يؤدي إلى توسيع قاعدة الاستثمار، وبالتالي زيادة كفاءة السوق إلا أنه وبعد سنة 2011 نلاحظ انخفاض بشكل تدريجي في عدد الشركات المدرجة في السوق حيث وصلت سنة 2016 الى حدود 196 شركة وذلك راجع الى تداعيات الأزمة المالية العالمية وأزمة انخفاض أسعار البترول في العالم في الربع الرابع من القرن الواحد والعشرين.

الفرع الثاني: مؤشر السيولة في السوق:

لقد عرف سوق الكويت تقلبات في مستويات السيولة خلال فترة الدراسة وهو الأمر الذي يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم(11)

يمثل تطور مؤشر السيولة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2016)

السنة	قيمة التداول	معدل دوران السهم %
2006	17.284	56,4
2007	36.999	100,00
2008	35.747	184,5
2009	-	-
2010	46.305,730	37,12
2011	21.986,594	25,23
2012	26.144,565	24,56
2013	39.853,298	36,07
2014	20.775,000	20,71
2015	13.211,894	15,05
2016	9.411,781	10,71

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية، 2017.

نلاحظ أن معدل دوران السهم في سوق الكويت للأوراق المالية قد ارتفع من 56.4 الى 184.5، انطلاقاً من ذلك يمكن القول أن سوق الكويت للأوراق المالية يتمتع بالسيولة أي أن هناك إمكانية لشراء و بيع الأوراق المالية بسهولة و سرعة في هذا السوق، وكلما زادت سيولة السوق كلما دل ذلك على كفاءته. الا ومن سنة 2010 بدأ معدل الدوران بالانخفاض بشكل كبير وملحوظ حيث وصل في سنة 2014 الى 20.71 ليبلغ ادنى قيمة له وهي 10.71 وذلك سنة 2016. نستنتج أنه يوجد انخفاض كبير في السيولة في السوق الكويتي.

و بالنسبة لمعدل نمو قيمة التداول، نلاحظ أن هناك ارتفاع في قيمة التداول بشكل عام ويظهر ذلك بشكل واضح حيث كان في سنة 2006 في حدود 17.284 ليصل الى أعلى مستوى له 46.305,730 في سنة 2010، ثم بدأ بالانخفاض ثم الارتفاع ثم الانخفاض ليصل الى 9.411,781 في سنة 2016، وعليه يمكن القول أن سوق الكويت نشيط، لكن ليس بشكل مستمر، كما انه يعرف في مراحل معينة نمواً، كما أن نسبة النمو تفوق نسبة التراجع. حالياً سوق الكويت للأوراق المالية المرتبة الخامسة بعد سوق العراق للأوراق المالية في المرتبة الأولى تليها سوق دبي المالي، ثم السوق المالية السعودية في المرتبة الثالثة، ثم بورصة قطر للأوراق المالية في المرتبة الرابعة(خلال سنة 2016).

الفرع الثالث: مؤشر رأس المال السوقي:

سنستعرض من خلال الجدول التطورات الحاصلة على مستوى رأس المال السوقي في سوق الكويت للأوراق المالية، والتي تظهر كما يلي:

الجدول رقم(12)

يمثل تطور رأس المال السوقي في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2006-2016)

السنة	رأس المال السوقي
2006	30.630,00
2007	36.981,00
2008	19.377,00
2009	-
2010	124.730,280
2011	87.146,739
2012	106.436,667
2013	110.477,908
2014	100.299,927
2015	87.795,580
2016	87.876,397

المصدر: : من اعداد الطلبة بالاعتماد على التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية، 2017

يتضح من خلال بيانات هذا الجدول أن رأس المال السوقي في سوق الكويت للأوراق المالية عرف ارتفاع متتالي وكان ذلك في 2006.2007.2010.2011 ثم انخفض سنة 2011 ليصل الى 87.146,739 ليعاود الارتفاع في سنة 2013 ثم الانخفاض في سنة 2016.

عموما يمكن القول أن سوق الكويت للأوراق المالية يعرف نموا ايجابيا في رأس المال السوقي، وهو الأمر الذي يعكس قدرة السوق على جذب المدخرات، وزيادة الاستثمارات و زيادة الإصدارات الجديدة.

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار في الكويت

تعتبر سوق الكويت للأوراق المالية من بين أهم الأسواق المالية الموجودة على المستوى العربي، بالإضافة إلى تركيز حجم وعدد كبير من صناديق الاستثمار في هذا السوق وجاءت الكويت كثاني دولة عربية في حوض تجربة الصناديق الاستثمارية، إذ بدأت تجربتها في عام 1985. وسنحاول في هذا المبحث إلى التعرف على صناديق الاستثمار في الكويت من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار في الكويت.

المطلب الثاني: تطور صناديق الاستثمار في الكويت.

المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار في الكويت

عرفت الكويت فكرة صناديق الاستثمار عام 1970 بعدما صدر نص القانون 32 لسنة 1970 بشأن تنظيم وتداول الأوراق المالية وجاء نص المادة الأولى ليؤكد أنه لا يجوز طرح أسهم أو سندات الشركات المؤسسة داخل الكويت أو خارجها للاكتتاب العام ولمزاولة عمليات بيعها بأية طريقة كانت ولا تداول حصص استثمارية في صناديق الاستثمار إلا بعد الحصول على ترخيص بذلك من وزارة التجارة والصناعة. وتطبيقاً للنص فقد تأسست في عام 1976 المجموعة المالية الكويتية كمشروع مشترك بين البنك العقاري الكويتي وشركة مشاريع الكويت وبنك أوف أمريكا، وبدأت هذه المجموعة نشاطها كشركة خدمات مالية ثم ما لبثت أن اتجهت إلى مجال إدارة الاستثمار، فمذ عام 1985 أخذت الشركة تقبل محافظ استثمارية من الغير لإدارتها لحسابه، كما أنشأت في نفس العام أول صندوقين في الكويت وهدف الأول إلى استثمار المدخرات في الأسهم الأمريكية بينما هدف الثاني إلى استثمار المدخرات في السندات الدولية، وفي مارس 1987 طرحت نفس المجموعة صندوقين آخرين هما صندوق النمو الأوروبي الذي هدف إلى تكوين حافظة من الأوراق المالية الصادرة من الشركات الأوروبية وصندوق النمو لمنطقة الشرق الأقصى، وفي عام 1988 أضافت المجموعة إلى هذين الصندوقين صندوقاً ثالثاً يهدف إلى تكوين حافظة أوراق مالية صادرة من الشركات صغيرة الحجم العاملة في الولايات المتحدة الأمريكية، وفي عام 1990 صدر المرسوم بقانون رقم 31 لسنة 1990 بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار حيث سمحت المادة الأولى منه بطرح أسهم وسندات شركات المساهمة الكويتية أو غير الكويتية أو الحصص في صناديق الاستثمار أو أي أوراق مالية أخرى للاكتتاب العام داخل الكويت بعد الحصول على ترخيص يصدر من وزير التجارة والصناعة وذهبت المادة الثامنة من القانون بأن يكون لكل

صندوق من صناديق الاستثمار شخصية اعتبارية وذمة مالية مستقلة عن الشركة التي قامت بإنشائه ويمثل مدير الصندوق أو من يفوضه صندوق الاستثمار في علاقته بالغير وأمام القضاء ويكون له حق التوقيع عنه ولا يجوز التنفيذ على أموال الصندوق إلا وفاء للالتزامات الناشئة عن استثمار أمواله. ووفقا للائحة التنفيذية لسوق رأس المال بالكويت يقصد بصندوق الاستثمار "نظام استثمار جماعي يهدف إلى تجميع الأموال من المستثمرين بغرض استثمارها نيابة عنهم في المجالات المختلفة وفقا لأصول الإدارة المهنية للاستثمار الجماعي ويديره مدير صندوق استثمار مقابل رسوم.¹

المطلب الثاني: تطور صناديق الاستثمار في الكويت

سننظر في هذا المطلب الى ابراز تطور صناديق الاستثمار في الكويت وأهم الصناديق المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

الفرع الأول: تطور صناديق الاستثمار في الكويت:

الجدول رقم(13)

يمثل تطور عدد صناديق الاستثمار في الكويت خلال الفترة (2006-2016)

السنة	عدد الصناديق التقليدية	عدد الصناديق الاسلامية	المجموع
2006	40	33	73
2007	40	39	79
2008	46	53	99
2009	16	54	70
2010	46	54	100
2011	44	51	95
2012	43	50	93
2013	42	50	92
2014	40	49	89
2015	38	47	85
2016	43	44	87

¹ فتية كحلي، مرجع سابق، ص ص 141-140.

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الاحصائيات الفصلية للبنك المركزي الكويتي 2016

من الجدول نلاحظ أن صناديق الاستثمار التقليدية ارتفع في سنة 2008 مقارنة الى سنة 2007 ليصل الى 46 صندوق ثم ينخفض بعد ذلك الى 16 صندوق وذلك في سنة 2009 بسبب الأزمة المالية العالمية ثم يعاود بعد ذلك في الارتفاع ليصل الى 43 صندوق وذلك في سنة 2016.

أما بالنسبة لصناديق الاستثمار الاسلامية فنلاحظ ارتفاع ملحوظ في عددها حيث ارتفع من 39 صندوق في سنة 2007 الى 53 صندوق في سنة 2008 الا انه يستمر بعد ذلك في الانخفاض ليصل بعد ذلك الى 49 صندوق في سنة 2014 و 44 صندوق في سنة 2016 بسبب تأثيرات الأزمة المالية العالمية.

الفرع الثاني: بعض صناديق الاستثمار المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية: ونذكرها كالاتي:¹

- البنك الأهلي الكويتي:
 - الصندوق الأهلي الخليجي.
 - الصندوق الأهلي الكويتي.
- الشركة الكويتية للاستثمار:
 - صندوق الأثير للإتصالات.
 - صندوق الرائد للإستثمار.
 - صندوق الكويت الإستثماري.
 - صندوق الهلال الإسلامي.
- الشركة الكويتية للتمويل والإستثمار:
 - صندوق الشروق الإستثماري.
 - صندوق الوسم.
- بنك الكويت الوطني:
 - صندوق الوطني للأسهم القطرية.
 - صندوق الوطني للأسهم الكويتية.
 - صندوق الوطني للسوق النقدي بالدولار الامريكي (الإسلامي).
 - صندوق الوطني للسوق النقدي بالدينار الكويتي.

¹ Website: www.bayaninvest.com.

- شركة الإمتياز للإستثمار:
صندوق الامتياز الاستثماري.
صندوق الامتياز العقاري.
- شركة الإستثمارات الوطنية:
صندوق الدارج الإستثماري.
صندوق المدى الاستثماري.
صندوق الوطنية الإستثماري.
صندوق زاجل للخدمات والإتصالات.
صندوق موارد للصناعة والخدمات النفطية.
- شركة ثروة للإستثمار:
صندوق ثروة الاستثماري.
صندوق ثروة الإسلامي.
- شركة دار الإستثمار:
صندوق الدار العقاري.
صندوق الدار المالي.
صندوق الدار للأوراق المالية.
صندوق الدار للصناديق.
صندوق النخبة.
- شركة مشاريع الكويت الإستثمارية لإدارة الأصول:
صندوق كامكو الإستثماري.
- شركة نور للإستثمار المالي:
صندوق نور الخليجي الإسلامي.
- بنك برقان:
صندوق برقان للأسهم.
- الشركة الخليجية الدولية للإستثمار:
صندوق الهدى الإسلامي.

المبحث الثالث: تقييم أداء صناديق الاستثمار وإثبات فعاليتها في تنشيط سوق الكويت للأوراق المالية.

سوف نتطرق في هذا المبحث الى تقييم اداء صناديق الاستثمار الكويتية من خلال المطالب التالية:

المطلب الاول: تحليل العلاقة بين تطور عدد الصناديق ومؤشرات اداء البورصة

المطلب الثاني: قياس العلاقة بين تطور عدد الصناديق ومؤشرات اداء البورصة

المطلب الثالث: تحليل ارتباط اجمالي قيمة اصول صناديق الاستثمار ومؤشرات البورصة.

المطلب الرابع: قياس ارتباط اجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار ومؤشرات البورصة.

المطلب الخامس: واقع صناديق الاستثمار في الجزائر.

المطلب الأول: تحليل العلاقة بين تطور عدد الصناديق ومؤشرات أداء البورصة

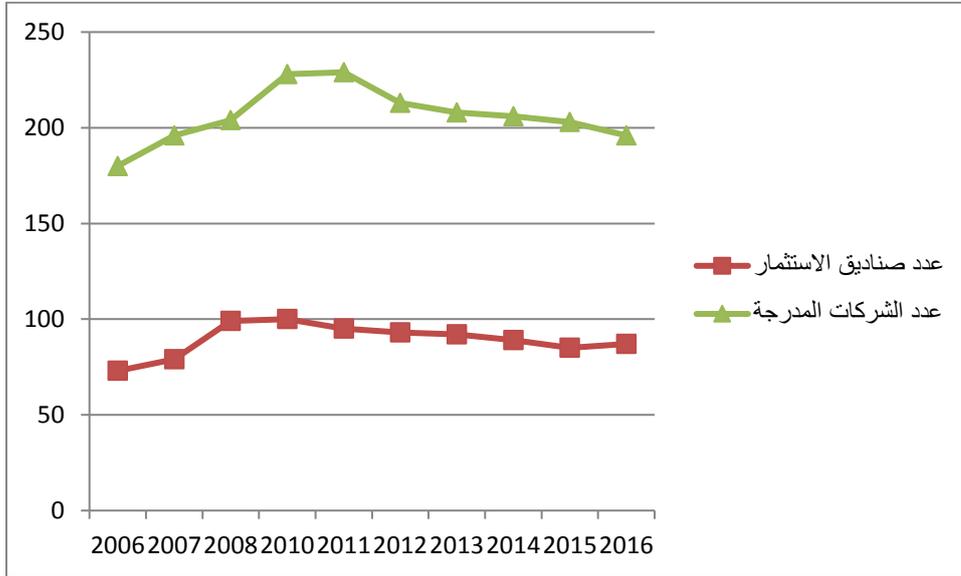
الفرع الأول: تحليل العلاقة بين تطور عدد الصناديق ومؤشر عدد الشركات المدرجة:

بالاعتماد على المعطيات السابقة لدينا الجدول التالي:

السنوات	عدد صناديق الاستثمار	عدد الشركات المدرجة
2006	73	180
2007	79	196
2008	99	204
2009	-	-
2010	100	228
2011	95	229
2012	93	213
2013	92	208
2014	89	206
2015	85	203
2016	87	196

الشكل رقم(04):

مقارنة بين تطور عدد الصناديق وتطور عدد الشركات المدرجة في السوق الكويتي للأوراق المالية في الفترة (2006-2016)



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول اعلاه

من الشكل نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة في البورصة بدأ في الارتفاع مع زياد عدد صناديق الاستثمار بداية من 2006 حيث كان عدد الشركات 108 ليصل الى 228 في سنة 2010 لينخفض وذلك في سنة 2012 مع انخفاض العدد في صناديق الاستثمار حيث وصل عدد الشركات الى 213 مقارنة بـ 2011 الذي بلغ فيها عدد الشركات 229 شركة والملاحظ أن تطور عدد الشركات المدرجة في البورصة مرتبط بتطور عدد صناديق الاستثمار ففي السنوات الأخيرة نلاحظ انخفاض ملحوظ في عدد الصناديق نتج عنه انخفاض في عدد الشركات المدرجة هذا دليل على الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية من خلال المساهمة في زيادة عدد الشركات المدرجة.

الفرع الثاني: تحليل العلاقة بين تطور عدد الصناديق ومؤشر السيولة في السوق

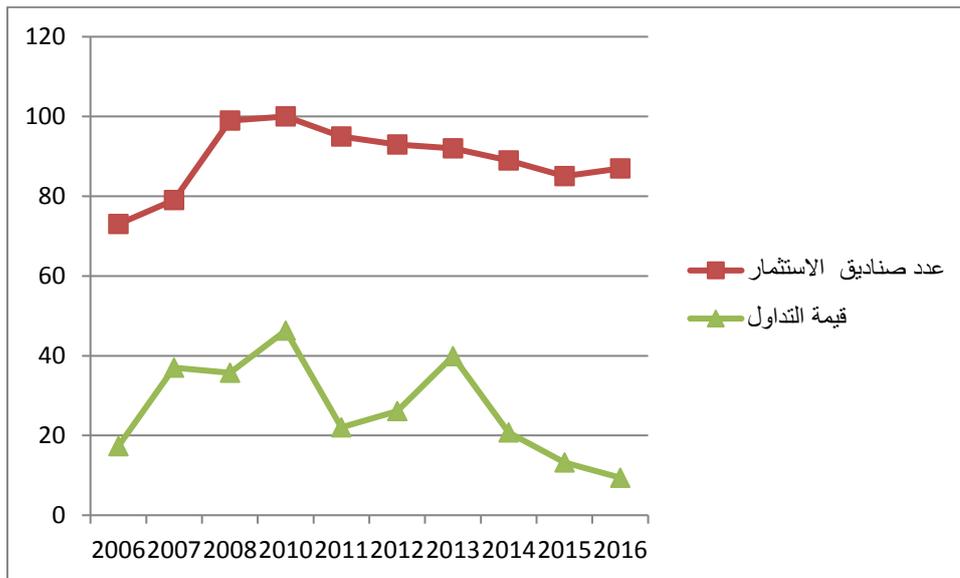
أولاً: تحليل العلاقة بين تطور عدد صناديق الاستثمار وقيمة التداول:

بالاعتماد على المعطيات السابقة لدينا الجدول التالي:

السنوات	عدد صناديق الاستثمار	قيمة التداول
2006	73	17.284
2007	79	36.999
2008	99	35.747
2009	-	-
2010	100	46.305,730
2011	95	21.986,594
2012	93	26.144,565
2013	92	39.853,298
2014	89	20.775,000
2015	85	13.211,894
2016	87	9.411,781

الشكل رقم (05)

يوضح مقارنة بين تطور عدد صناديق الاستثمار وقيمة التداول في الفترة (2006-2016)



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول اعلاه

نلاحظ من الشكل أن قيمة التداول ارتفعت ارتفاعا ملحوظا خلال الفترة 2006-2010 تزامنا مع ارتفاع عدد الصناديق كما أن انخفاض عدد الصناديق كان له تأثير على قيمة التداول حيث بلغت في سنة 2011 21.986,594 كما استمرت في الانخفاض لتصل الى 9.411,781 في سنة 2016 بسبب انخفاض المستمر لعدد الصناديق والذي بلغ 87 صندوق في سنة 2016، هذا يدل على وجود ارتباط قوي بين تطور عدد الصناديق وقيمة التداول.

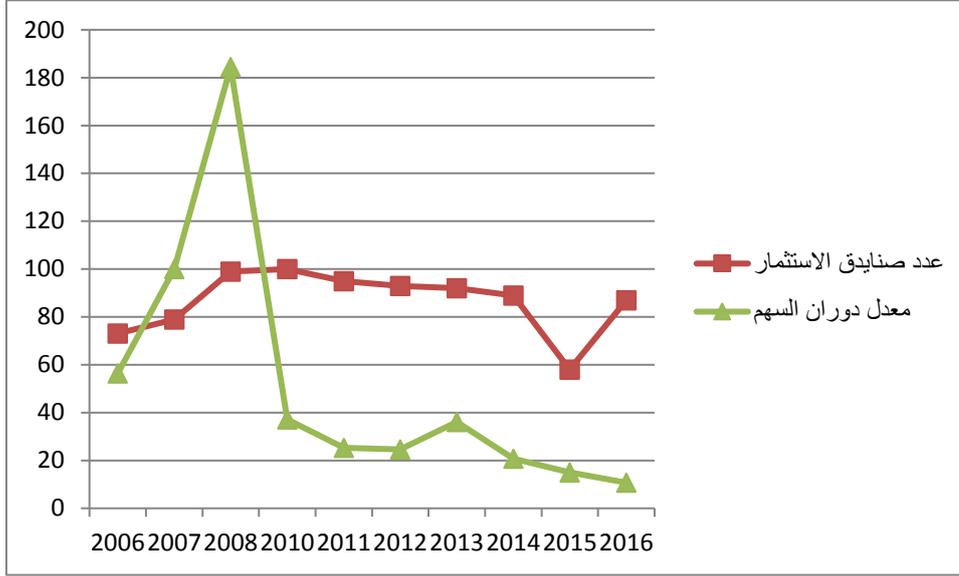
ثانيا: تحليل العلاقة بين تطور عدد صناديق الاستثمار و معدل دوران السهم:

بالاعتماد على المعطيات السابقة لدينا الجدول التالي:

السنوات	عدد صناديق الاستثمار	معدل دوران السهم%
2006	73	56,4
2007	79	100,00
2008	99	184,5
2009	-	-
2010	100	37,12
2011	95	25,23
2012	93	24,56
2013	92	36,07
2014	89	20,71
2015	85	15,05
2016	87	10,71

الشكل رقم (06)

يوضح مقارنة بين تطور عدد صناديق الاستثمار ومعدل دوران السهم في الفترة (2006-2016)



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول اعلاه

يوضح الشكل العلاقة القوية التي تربط بين عدد صناديق الاستثمار ومعدل دوران السهم حيث نلاحظ أن ارتفاع عدد صناديق الاستثمار في السنوات 2006، 2007، 2008، أدى ذلك الى زيادة ملحوظة في معدل دوران السهم حيث وصل سنة 2008 الى 184.5 كما أن الانخفاض في عدد الصناديق كان له تأثير سلبي على معدل الدوران حيث بلغ سنة 2013 و 20.71 سنة 2014 ليصل سنة 2016 الى 10.71 بسبب الانخفاض المستمر في عدد الصناديق حيث وصل في تلك السنة الى 71 صندوق. ومنه فالملاحظ أن عدد صناديق الاستثمار له تأثير واضح على معدل دوران السهم الكويتي.

الفرع الثالث: تحليل العلاقة بين تطور عدد صناديق الاستثمار ومؤشر رأس المال السوقي

بالاعتماد على المعطيات السابقة لدينا الجدول التالي:

السنوات	عدد صناديق الاستثمار	رأس المال السوقي
2006	73	30.630,00
2007	79	36.981,00
2008	99	19.377,00
2009	-	-
2010	100	124.730,280
2011	95	87.146,739
2012	93	106.436,667
2013	92	110.477,908
2014	89	100.299,927
2015	85	87.795,580
2016	87	87.876,397

الشكل رقم (07)

يوضح مقارنة بين تطور عدد صناديق الاستثمار ومؤشر الرأس المال السوقي في الفترة (2006-2016)



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول اعلاه

نلاحظ من الشكل زيادة العدد في صناديق الاستثمار كان له تأثير كبير على الرأس المال السوقي فالملاحظ أنه في سنة 2010 بلغ الرأس المال السوقي 124.730,280 في حين كان عدد الصناديق 100 صندوق كما انخفضت قيمة الرأس المال السوقي 87.876,397 في سنة 2010 بسبب انخفاض عدد صناديق الاستثمار والذي بلغ في تلك السنة 87 صندوق، ومنه توجد علاقة قوية بين عدد صناديق الاستثمار ورأس المال السوقي.

المطلب الثاني: قياس العلاقة بين تطور عدد صناديق الاستثمار ومؤشرات أداء البورصة

لغرض معرفة العلاقة التي تربط صناديق الاستثمار بمؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الكويتي تم الاعتماد على معامل بيرسون (r) الذي يحدد العلاقة بين المتغيرين.

الفرع الأول: دراسة الارتباط بين تطور عدد صناديق الاستثمار ومؤشر السيولة في السوق

أولاً: دراسة الارتباط بين تطور عدد صناديق الاستثمار ومؤشر قيمة التداول

دراسة هذا الارتباط باعتبار مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الكويتي متغيرات تابعة وعدد صناديق الاستثمار متغير مستقل.

يمكن حساب معامل بيرسون بدلالة القراءات لبيانات المتغيرين $x.y$ بالقانون التالي:

$$r_p = \frac{n \sum xy - (\sum x)(\sum y)}{\sqrt{(n \sum x^2 - (\sum x)^2)(n \sum y^2 - (\sum y)^2)}}$$

ويعرف الارتباط على أنه مقياس لإتجاه وقوة العلاقة الخطية والذي يأخذ ثلاث أشكال:

العلاقة العكسية: تعني زيادة في متغير ترتبط بتقليل قيمة المتغير الآخر، وفيه قيمة الارتباط تكون بين 0 و-1.

العلاقة الطردية: زيادة في أحد المتغيرين ترتبط بزيادة قيمة المتغير الآخر وفيه قيمة الارتباط تكون بين 0 و1.

لا علاقة: تعني أن تغير أحد المتغيرين لن يؤثر على قيمة المتغير الآخر وفيه قيمة الارتباط تكون تساوي 0.

وتتم دراسة العلاقة بين المتغيرات من خلال إختبار الفرضيتين التاليتين:

H₀: المتغيرات المفسرة ليس لها علاقة بالمتغيرات التابعة.

H₁: المتغيرات المفسرة لها علاقة بالمتغيرات التابعة.

دراسة الارتباط:

H_0 : أي أن عدد صناديق الاستثمار ليس لها علاقة بمؤشر قيمة التداول

H_1 : أي أن عدد صناديق الاستثمار لها علاقة بمؤشر قيمة التداول.

نتيجة حساب معامل بيرسون للعلاقة بين عدد صناديق الاستثمار ومؤشر قيمة التداول: $r = 0.56207699$

بما أن قيمة الارتباط كانت بين 0 و 1 ($r=0.56207699$) ما يعني أن العلاقة قوية وموجبة بين عدد صناديق الاستثمار وقيمة التداول أي أن زيادة عدد صناديق الاستثمار في الكويت أدى ذلك الى زيادة في قيمة التداول.

ومنه نقبل H_1 ونرفض H_0 .

ثانيا: دراسة الارتباط بين تطور عدد صناديق الاستثمار ومؤشر معدل دوران السهم

بافتراض أن:

H_0 : عدد صناديق الاستثمار ليس لها علاقة بمؤشر معدل دوران السهم.

H_1 : عدد صناديق الاستثمار لها علاقة بمؤشر معدل دوران السهم.

نتيجة حساب معامل بيرسون للعلاقة بين عدد صناديق الاستثمار ومؤشر معدل دوران السهم تساوي:

$$r = 0.2371049$$

بالنسبة للعلاقة بين عدد صناديق الاستثمار ومؤشر معدل دوران السهم نقبل الفرضية H_1 ما يعني أن هناك

علاقة قوية بين المتغيرين إذ قدر معامل الارتباط $r: 0.2371049$.

الفرع الثاني: دراسة الارتباط بين عدد صناديق الاستثمار ومؤشر رأس المال السوقي

بافتراض أن:

H_0 : عدد صناديق الاستثمار ليس لها علاقة بمؤشر رأس المال السوقي.

H_1 : عدد صناديق الاستثمار لها علاقة بمؤشر رأس المال السوقي.

نتيجة حساب معمل بيرسون للعلاقة بين عدد صناديق الاستثمار ومؤشر رأس المال السوقي تساوي:

$$r = 0.459759$$

بما أن قيمة الارتباط بين 0 و 1 فإنه توجد علاقة قوية بين عدد الصناديق ومؤشر رأس المال السوقي وأن أي زيادة في عدد صناديق الاستثمار سوف تؤدي بالضرورة الى زيادة في رأس المال السوقي. ومنه نقبل H_1 ونرفض H_0 .

المطلب الثالث: تحليل ارتباط إجمالي قيمة الأصول لصناديق الاستثمار ومؤشرات البورصة

الفرع الأول: تحليل ارتباط إجمالي قيمة الأصول للصناديق ومؤشر عدد الشركات المدرجة:

لدينا الجدول التالي رقم (14) يوضح إجمالي قيمة الأصول خلال الفترة (2006-2016)

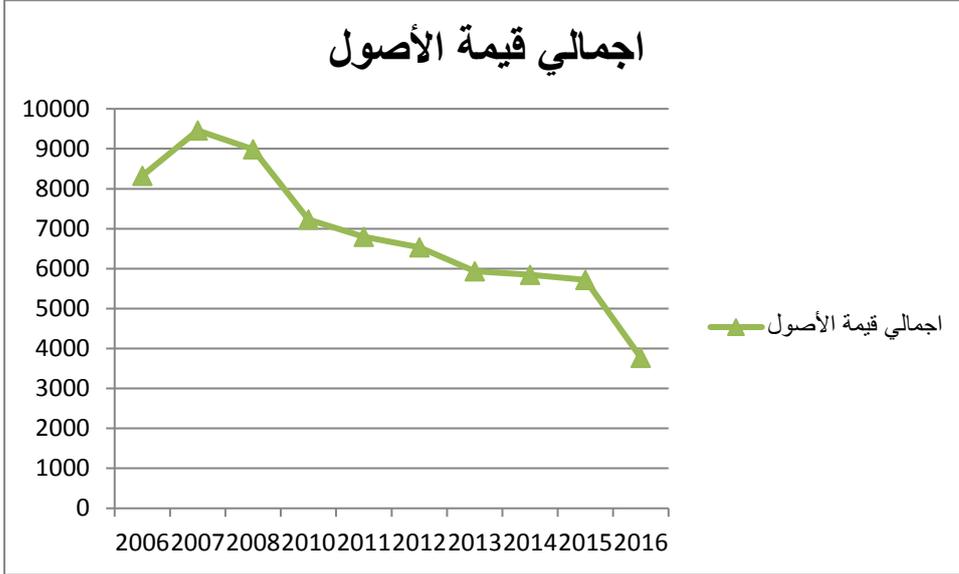
السنة	اجمالي قيمة الأصول
2006	8324
2007	9457.9
2008	8987.3
2009	7623.4
2010	7226.7
2011	6801.2
2012	6530.6
2013	5937.9
2014	5849.1
2015	5722.4
2016	3771.6

من اعداد الطالبة بالاعتماد على الاحصاءات الفصلية للبنك المركزي الكويتي.

من المعطيات السابقة لدينا الشكلين التاليين:

الشكل رقم (08)

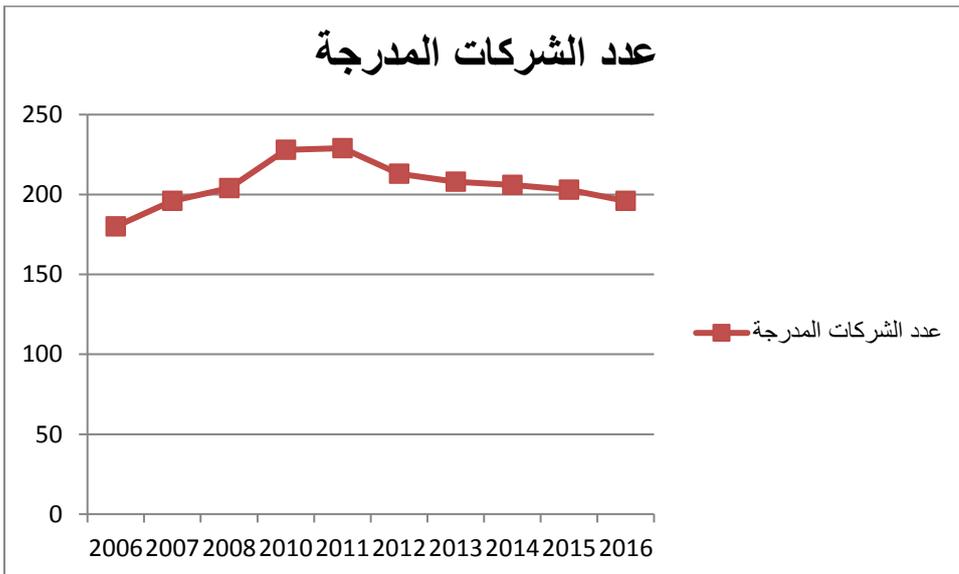
يوضح اجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار خلال الفترة (2006-2016)



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول اعلاه

الشكل رقم (09)

يوضح تطور عدد الشركات المدرجة خلال الفترة (2006-2016)



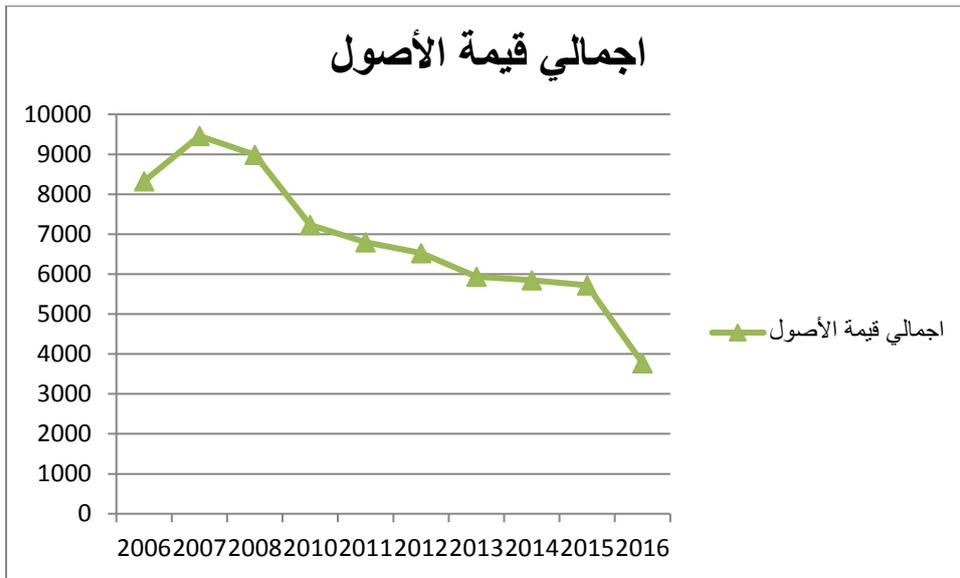
المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على المعطيات السابقة

من الشكل نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة يتأثر بقيمة اجمالي الأصول الصناديق حيث في سنة 2008 نلاحظ أن عدد الشركات المدرجة ارتفع من 180 الى 204 في الوقت الذي ارتفعت فيه قيمة الأصول الصناديق والتي بلغت في تلك السنة 8987.3 كما أن انخفاض قيمة أصول الصناديق كان له التأثير البالغ على عدد الشركات والذي بلغ في سنة 2016 ، 196 صندوق أما قيمة اجمالي الأصول فقد كانت في تلك السنة مساوية الى 3771.6، ومنه فإن قيمة اجمالي أصول الصناديق لها تأثير على عدد الشركات المدرج في البورصة.

الفرع الثاني: تحليل ارتباط اجمالي قيمة الأصول للصناديق ومؤشر السيولة في السوق

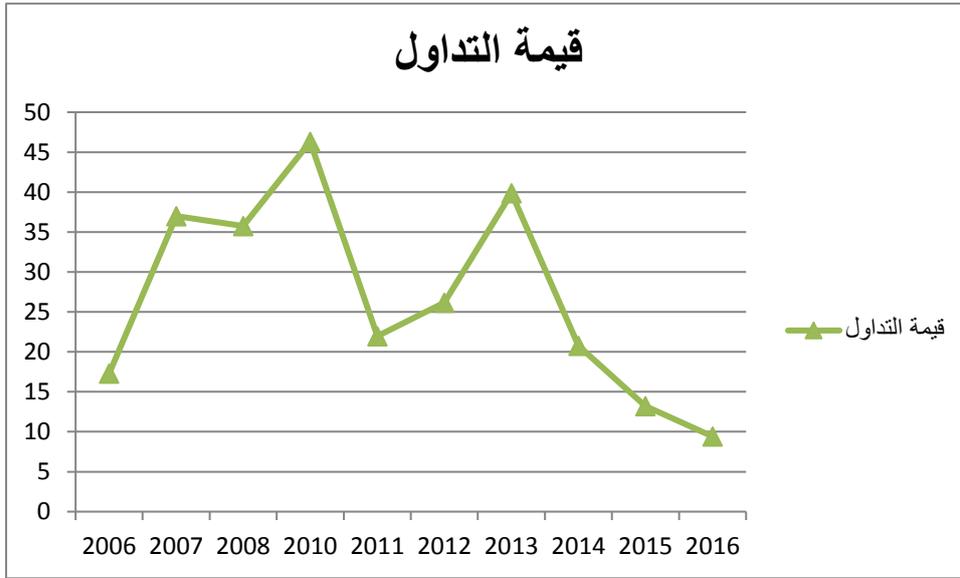
أولاً: تحليل ارتباط اجمالي قيمة الأصول للصناديق ومؤشر قيمة التداول:

من المعطيات السابقة لدينا:



الشكل رقم (11)

يوضح تطور قيمة التداول خلال الفترة من (2006-2016)



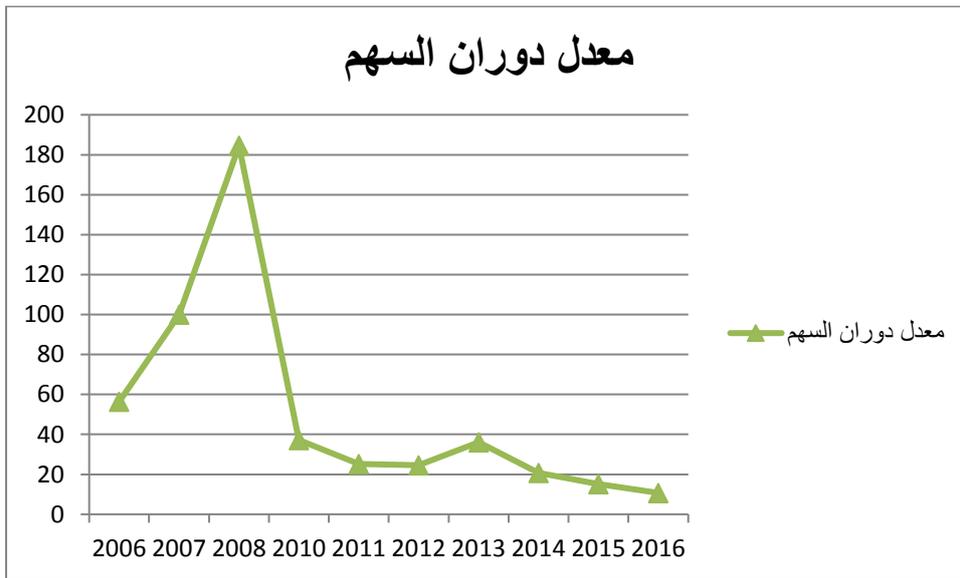
المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات سابقة.

من الشكل نلاحظ أن قيمة التداول تتأثر بتأثر إجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار حيث أن أي انخفاض أو ارتفاع في قيمة الأصول يؤدي الى تغير في قيمة التداول.

ثانياً: تحليل ارتباط إجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار ومعدل دوران السهم:

الشكل رقم (12)

يوضح دوران السهم الكويتي



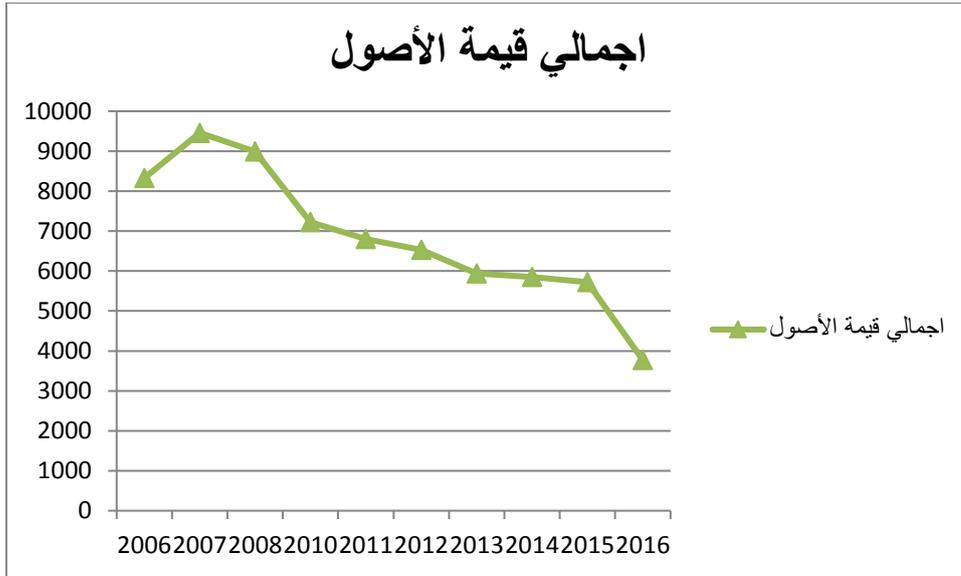
المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على المعطيات السابقة

نلاحظ أن تأثير إجمالي أصول صناديق الاستثمار له تأثير واضح على معدل دوران السهم، حيث أن عند ارتفاع قيم إجمالي الأصول في السنوات الأولى أدى ذلك الى زيادة في معدل دوران السهم والذي

بلغ في سنة 2008 184.8 ومنه نستنتج أن إجمالي صناديق الاستثمار له تأثير قوي على معدل دوران السهم.

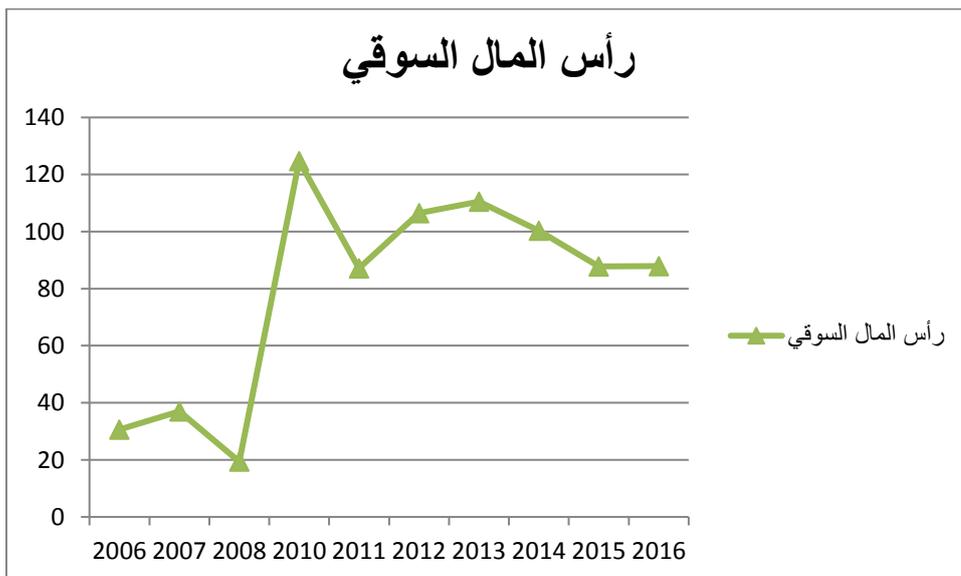
الفرع الثالث: تحليل ارتباط قيمة إجمالي أصول صناديق الاستثمار و مؤشر الرأس المال السوقي

من المعطيات السابقة لدينا:



الشكل رقم (13)

يوضح تطور مؤشر الرأس مال السوقي خلال الفترة من (2006-2016)



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على المعطيات السابقة

من الشكل نلاحظ أن وكباقي المؤشرات يتأثر الرأس المال السوقي بإجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار حيث بلغ الرأس المال السوقي 124,73028 في سنة 2010 في حين ارتفعت قيمة إجمالي أصول صناديق الاستثمار والتي بلغت قيمتها في تلك السنة 7226.7، وعليه فإن أي تغير حاصل في إجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار كان له تأثير واضح على قيمة الرأس المال السوقي.

المطلب الرابع: قياس ارتباط إجمالي قيمة الاصول لصناديق الاستثمار ومؤشرات البورصة

الفرع الأول: قياس ارتباط إجمالي قيمة الاصول لصناديق الاستثمار ومؤشر السيولة في السوق

أولاً: قياس ارتباط إجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار ومؤشر قيمة التداول:

بافتراض أن:

H_0 : إجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار ليس لها علاقة بمؤشر قيمة التداول

H_1 : إجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار لها علاقة بمؤشر قيمة التداول.

ومنه فإن نتيجة حساب معامل الارتباط r كانت كما يلي: $r = 0,53862811$

وبما أن قيمة معامل الارتباط كانت بين 0 و1 فإنه يوجد ارتباط قوي بين قيمة إجمالي صناديق الاستثمار ومؤشر قيمة التداول، ومن نقبل H_1 ونرفض H_0 .

ثانياً: قياس ارتباط إجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار ومؤشر معدل دوران السهم

بافتراض أن:

H_0 : إجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار ليس لها علاقة بمؤشر معدل دوران السهم.

H_1 : إجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار لها علاقة بمؤشر معدل دوران السهم.

نتيجة حساب معامل الارتباط كانت كما يلي: $r = 0,76776192$

وعليه نقبل H_1 ونرفض H_0 أي يوجد ارتباط بين قيمة إجمالي صناديق الاستثمار ومؤشر معدل دوران السهم.

الفرع الثاني: قياس ارتباط إجمالي قيمة الأصول لصناديق الاستثمار ومؤشر الرأس المال السوقي

بافتراض ان:

H_0 : لا توجد علاقة بين قيمة إجمالي أصول صناديق الاستثمار ومؤشر الرأس المال السوقي.

H_1 : توجد علاقة بين قيمة إجمالي أصول صناديق الاستثمار ومؤشر الرأس المال السوقي.

ومنه نتيجة حساب معامل الارتباط كانت كالاتي: $r = -0,80243072$

ومنه توجد علاقة عكسية بين قيمة إجمالي أصول صناديق الاستثمار ومؤشر الرأس المال السوقي أي الزيادة في الرأس المال السوقي ترتبط بالتقليل من قيمة إجمالي أصول الصناديق وعليه نرفض H_0 ونقبل H_1 .

المطلب الرابع: واقع صناديق الاستثمار في الجزائر

انطلاقاً من دراستنا لواقع صناديق الاستثمار في الكويت وما تلعبه من دور في تنشيط السوق المالي لأنها تعد من أفضل السبل والوسائل لاستثمار صغار المستثمرين من غير ذوي الخبرة بطبيعة التعامل في السوق المالي.

الفرع الأول: شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير "سليم"

تم اعتماد الشركة سنة 1998 ، إلا أن رأس مال الشركة مازال مقفل يحوزه فقط المساهمون المؤسسون دون سواهم (البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية، الشركة الجزائرية للتأمين). حيث كان رأس مالها يقدر ب 120 مليون دج، كما وصل سنة 2013 إلى حدود 167 مليون دينار. وفي إطار تنشيط هذه الشركة عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتقديم توصية إلى رئيس مجلس إدارة الشركة بالقيام خلال الجمعية العامة بتاريخ 08 أفريل 2010 من أجل تفويض تسيير الشركة إلى مهني مسير يستوفي شروط الكفاءة والنزاهة المعترف لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة¹

الفرع الثاني: صندوق دعم الاستثمار من أجل التشغيل (FSIE):

تم إنشاء صندوق دعم الاستثمار من أجل التشغيل بموجب أحكام قانون المالية لسنة 2005 ضمن مواد 58 حتى . 62 وهو عبارة عن شركة مساهمة ذات رأس مال متغير، يتولى الصندوق مهمة توجيه الادخار الذي يتم جمعه لدى العمال الأجراء نحو مشاريع التنمية الاقتصادية من خلال أخذ مساهمات في شكل أسهم وسندات

¹ Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2010, p79.

مساهمة، كما يتم توظيف أمواله في القيم المنقولة التي تتوفر فيها ضمانات كافية، لقد شرع الصندوق في نشاطه المتمثل في جمع اكتتابات الأشخاص الطبيعيين على أثر تسليم تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتاريخ 27 جانفي 2009. حيث سجلت سنة 2009 تجميع 1105 سهم مكنتب فيه أي 50 مساهم بمبلغ إجمالي يقدر ب 198.900 دج.¹

الفرع الثالث: شركات رأس المال الاستثماري: طبقاً لأحكام القانون رقم 06 بشركة رأس المال الاستثماري ولا سيما المادة 10 منه فإنه من مهام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إعطاء رأيها فيما يتعلق بعروض إنشاء شركات رأس المال الاستثماري، شهدت سنة 2009 إنشاء أول شركة استثماري اسمها " El djazair Istithmar " شركة ذات مساهمة، يبلغ رأس مالها مليار دج، حيث تعود ملكيتها إلى بنك الفلاحة والتنمية الريفية وصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنسب % 70 و % 30 على التوالي.

شهدت سنة 2012 انشاء شركة **FINALEP** صدر قرار الموافقة من وزارة المالية بتاريخ 02 ماي 2012 براسمال قدره 191.700.00 دج تعود ملكيتها إلى بنك التنمية المحلية بنسبة % 40 ، الوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة %28.74 القرض الشعبي الجزائري بنسبة % 20 ، والبنك الأوروبي للاستثمار بنسبة % 11.2².

¹ Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2010, op-cit, p79

² Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2012, op-cit, p58.

خلاصة الفصل:

تعد سوق الأوراق الكويتي من أبرز الأسواق المالية المتداولة في الدول العربية سواء من حيث حجم التداول، أو من حيث عدد الشركات المدرجة فيها، بالإضافة إلى وجود عدد معتبر من الصناديق المتداولة فيه، وقد تم استخلاص مجموعة من النتائج نلخصها في النقاط التالية:

- كان للأزمة المالية العالمية سنة 2008 تأثير كبير على عدد صناديق الاستثمار في الكويت والتي تناقص عددها من 100 صندوق سنة 2010 إلى 87 صندوق سنة 2016.
- يوجد ارتباط قوي بين تطور عدد صناديق الاستثمار ومؤشرات البورصة محل الدراسة، حيث أن معامل الارتباط كانت قيمته محصورة بين 0 و 1.
- العلاقة بين إجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار ومؤشر السيولة علاقة طردية لأن معامل الارتباط محصور بين 1 و 0.
- لا يوجد ارتباط بين قيمة إجمالي أصول صناديق الاستثمار ومؤشر الرأس المال السوقي لأن معامل الارتباط كان محصور بين -0 و 1.
- عموماً لصناديق الاستثمار الكويتية تأثير واضح على أداء سوق الأوراق المالية حيث أنه قبل الأزمة المالية العالمية 2008 كان لها التأثير الإيجابي على مؤشرات البورصة ومنه تنشيط سوق الأوراق المالية الكويتي، إلا أنه وبعد الأزمة تأثرت صناديق الاستثمار ما جعلها تؤثر سلباً على أداء البورصة.

خاتمة عامة

خاتمة عامة:

إذ تعتبر الأسواق المالية أحد الآليات التي تقوم على تجميع المدخرات من أصحاب الفوائض المالية وتوظيفها لدى أصحاب العجز المالي، وبالتالي هي تقوم بدور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات الطالبة لهذه الأموال لتمويل مشاريعها عن طريق الأدوات المالية سواء كانت أسهما أو سندات، مشتقات مالية تمنح فرصة لصغار المستثمرين من ذوي عديمي الخبرة في مجال التداول في السوق المالية، عن طريق صناديق الاستثمار التي تقوم بتجميع المدخرات لتوجيهها إلى جهات ذات خبرة لاستثمارها في مجالات استثمارية ذات عائد مع مخاطرة مقبولة.

1- اختبار الفرضيات:

1. بالنسبة للفرضية الأولى: أسواق الأوراق المالية هي وسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية وبين فئات العجز المالي.

هذه الفرضية صحيحة لأن أسواق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بوجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون أصحاب العجز من بيع عدد من الأسهم والسندات داخل السوق ويشتريها أصحاب الفوائض عن طريق السماسرة وغير ذلك.

2. بالنسبة للفرضية الثانية: تتحقق الكفاءة الكاملة بوجود نظم قوية وفعالة للمعلومات تتيح للمتعاملين معلومات تتعلق بالسوق والأوراق المالية.

هذه الفرضية صحيحة فنظام المعلومة يكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى الشخص المناسب لاتخاذ أكفأ القرار أو التصرف الأحسن في وقت معين.

3. الفرضية الثالثة: صناديق الاستثمار تعتبر من بين المؤسسات المالية التي تقوم بتجميع المدخرات من الأفراد وتوجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة بهدف تعظيم الأرباح.

هذه الفرضية صحيحة فصناديق الاستثمار عبارة عن محفظة استثمارية كبيرة تتميز بدرجة عالية من السيولة والتنوع بالإضافة إلى الملائمة والمرونة من خلال إدارة فنية متخصصة.

4. الفرضية الرابعة: تعمل صناديق الاستثمار على جذب عدد كبير من المستثمرين عن طريق إبداع مدخراتهم في شكل ودائع.

خاتمة عامة

هذه الفرضية صحيحة لأن صناديق الاستثمار تعتبر وعاء مالي تجمع المدخرات من العديد من المستثمرين وتستثمرها في محفظة، وكل مستثمر يقوم بشراء حصة في شركة الاستثمار يكون قد حقق لنفسه التنويع وكفاءة الادارة، وتتغير قيمة المحفظة تبعاً لتغير قيمة الاستثمارات من الأوراق المالية داخل تلك المحفظة.

5. الفرضية الخامسة: تسعى صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية من خلال تقليل مخاطر الاستثمار وبالتالي زيادة عدد الشركات في البورصة.

هذه الفرضية صحيحة فصناديق الاستثمار تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية عن طريق جذب مستثمرين جدد ، وادارة أموالهم فهي تلعب دور صناع السوق في توازن وتنشيط السوق المالية وبالتالي زيادة عدد الشركات المدرجة في البورصة.

6. الفرضية السادسة: يحتوي سوق الكويت للأوراق المالية على عدد كبير من صناديق الاستثمار والتي ساهمت في تنشيطه من خلال زياد عدد المستثمرين وتوفير ضمانات لهم.

هذه الفرضية

7. الفرضية السابعة: السعي لتطوير صناديق الاستثمار في الجزائر وتشريع القوانين التي تنظم عملية سيرها من أجل تطوير وتنشيط سوقها المالي.

هذه الفرضية صحيحة حيث تحتوي الجزائر على ثلاث صناديق استثمار فقط وهذا لا يتناسب وحجم اقتصاد البلاد.

2- النتائج:

- تعددت صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية حيث نجد أنواع مختلفة، وذلك راجع لنمو صناديق الاستثمار، وزيادة المنافسة بين الصناديق، وتعدد حاجات وأهداف المستثمرين ورغباتهم، وتختلف صناديق الاستثمار باختلاف الأسواق التي تدار فيها، حيث نجد صناديق الاستثمار حسب الهيكل التمويلي، وتشكيلة الصندوق والغرض من الاستثمار...الخ.
- يمكن لصناديق الاستثمار أن تلعب دوراً رئيسياً في دعم برنامج الخصخصة من خلال تمويل الاستثمارات القائمة والاستثمارات الجديدة.

خاتمة عامة

- ساعدت الصناديق المدخر الصغير والذي ليس لديه المال الكافي والخبرة في دخول البورصة في تحقيق عائد مناسب من الارباح، وذلك من خلال مديري الاستثمار ذو الخبرة المتخصصة في هذا المجال.
- تعمل صناديق الاستثمار التقليدية والاسلامية على تنشيط وتفعيل السوق المالية، حيث تقوم بتوجيه المدخرات الفائضة نحو السوق؛ بالإضافة إلى أنها تسمح للبنوك استثمار فائض السيولة لديها.
- يوجد ارتباط قوي بين تطور عدد صناديق الاستثمار في الكويت وبين مؤشرات البورصة في هذه الدولة، حيث نلاحظ أن أي ارتفاع أو انخفاض في عدد الصناديق له تأثير واضح على مؤشرات البورصة.
- فيما يخص بورصة الجزائر، نلاحظ أن هناك ضيق نطاق السوق سواء كان ذلك بالنسبة لمحدودية الأدوات أو في ضالة حجم الإصدارات.

3- الاقتراحات:

- 1- العمل على تشجيع المستثمرين الصغار الذين لا تتوفر لديهم الخبرة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية في اعتمادهم على صناديق الاستثمار كأداة استثمارية أكثر أماناً وأقل مخاطرة.
- 2- رفع درجة الوعي الاستثماري لدى المستثمرين سواء كانوا أشخاصاً طبيعيين أو معنويين بأهمية التعامل في السوق المالية في مختلف أدواتها وخاصة صناديق الاستثمار.
- 3- ضرورة تحقيق قدر كبير من الشفافية في التعاملات التي تتم في سوق الأوراق المالية مع توفير المعلومات اللازمة للمدخر وبصورة دورية ومنظمة بدون مقابل.

4- آفاق البحث:

في النهاية تبقى الإشارة إلى أن هذا البحث ما هو إلا جزء بسيط من هذا الموضوع الواسع، ومن خلال دراستنا تبين أنه يمكن لأبحاث أخرى أن تقوم بتناوله من جوانب أخرى التي لازالت في حاجة إلى المزيد من البحث والدراسة:

- سن قوانين تحمي صغار المدخرين من شركات توظيف الأموال، نظراً لعدم وجود شركات استثمارية مرخصة.
- متطلبات إنشاء صناديق الاستثمار في الجزائر.
- دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية.

خاتمة عامة

- الشفافية والإفصاح المحاسبي لصناديق الاستثمار وأثره على أداء السوق المالية.

وفي الأخير، نأمل أن نكون قد وفقنا في معالجة هذا الموضوع بما يخدم أغراضه وأهدافه وما توفيقني إلا بالله رب العالمين. وصلى الله على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه وسلّم أجمعين،

وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين

قائمة المراجع

قائمة المراجع

1- الكتب العربية:

- 1/ زياد رمضان ومروان شموط ، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2014.
- 2/ عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الاوراق المالية ، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 3/ ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الادوات ، اليازوري للنشر والتوزيع، الاردن، 2010.
- 4/ محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، بدون دار النشر، مصر، بدون سنة النشر.
- 5/ احمد ابو موسى، الاسواق المالية والنقدية، دار المعترف للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 6/ عرفات تقي الحسيني، التمويل الدولي، مجدلاوي، الأردن، عمان، 1999.
- 7/ عصام حسين، أسواق الاوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، الاردن، 2008.
- 8/ نسرين عبد الحميد نبيه، البورصة (ماهيتها- تاريخها- ومدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية)، المكتب الجامعي الحديث، بدون بلد النشر، 2012.
- 9/ عبد الرزاق موري، البورصة- بورصة الجزائر- ،دار هومة، الجزائر، 2005.
- 10/ بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الاسلامية، دار النفائس، الأردن، 2013.
- 11/ محمد أحمد سلام، الشفافية والافصاح في سوق الأوراق المالية، دار النهضة العربية، القاهرة، 2013.
- 12/ عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية- بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها-، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008.
- 13/ صلاح الدين حسن السيبي، البورصات والأسواق المالية- دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية ، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2014.

قائمة المراجع

- 14/ عصران جلال عصران ، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية -مدخل مقارن-، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2010.
- 15/ عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية ، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2010.
- 16/ جبار محفوظ،سلسلة التعريف بالبورصة:الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، الجزء الثاني، دار هومه، الجزائر، 2002.
- 17/ محمد عوض عبد الجواد وآخرون، الاستثمار في البورصة أسهم -سندات - أوراق مالية ، دار الحامد، الاردن، 2006.
- 18/ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005.
- 19/ عبد الغفار حنفي، الإستثمار في البورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2003-2004.
- 20/ مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور اسلامي ، مركز النشر العلمي، المملكة العربية السعودية، 2010.
- 21/ محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر ، الطبعة الاولى، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007.
- 22/ جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دارصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002.
- 23/ حنفي عبد الغفار، رسمية زكي قرياقص، أسواق الأوراق المالية وشركات الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 24/ بلال عماد أبو السعيد، المعاملات المالية في الشريعة الاسلامية ، دار اسامة للنشر و التوزيع ،عمان ، بدون ذكر سنة النشر .
- 25/ جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة: تنظيم وإدارة البورصة ، الجزء الثالث، دار هومه، الجزائر، 2002.

قائمة المراجع

- 26/ عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية- أسهم-سندات -وثائق الاستثمار- الخيارات ، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2003.
- 27/ حسني علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر، الأردن، 2013.
- 28/ محمد شكري الجميل العدوي وآخرون، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2012.
- 29/ محمد أحمد حلمي الطوابي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي ، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2011.
- 30/ محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها (مدخل التحليل الأساسي والفني)، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004-2005.
- 31/ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات) ، منشأة المعارف، الاسكندرية، 2008.
- 32/ شقيري نوري موسى ومحمود ابراهيم نور وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والدولية ، دار المسيرة، عمان، 2009.
- 33/ محمد صالح الحناوي ونهال فريد وآخرون، أسواق المال والمؤسسات المالية -أسواق الأوراق المالية....- شركات الاستثمار، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2013.
- 34/ أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والافصاح في صناديق الاستثمار ، دار نشر الثقافة، الاسكندرية، 2002-2003.
- 35/ أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 1999.
- 36/ منير ابراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين ، نشأة المعارف، الاسكندرية، 1999.

قائمة المراجع

- 37/ عبد الفتاح اسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية- أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، صناديق الاستثمار-، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.
- 38/ عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية- بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الاستثمار، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2008.
- 39/ عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات ، الدر الجامعية، الاسكندرية، 2005.
- 40/ سليمان سالم الشحومي، دليل صناديق استثمار، شركة الانطلاقة للخدمات الاعلامية والدعائية والفنية المساهمة، طرابلس، بدون ذكر سنة النشر.
- 41/ هيئة السوق المالية، صناديق الاستثمار، بدون ذكر دار نشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، بدون ذكر سنة نشر.
- 42/ بورصة النيل، نبذة عن صناديق الاستثمار، بدون ذكر دار نشر، مصر، بدون ذكر سنة النشر.
- 43/ عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية - بنوك تجارية-أسواق الأوراق المالية-شركات التأمين- شركات الاستثمار، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2001.
- 2- المذكرات:
- 44/ بن عمر بن حاسين ، فعالية الاسواق المالية الدولية في الدول النامية ، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، تخصص مالية ونقود، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012-2013.
- 45/ صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية "مع إمكانية تطبيقها على الجزائر" ، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية ونقود، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر (3)، الجزائر، 2011-2012.

قائمة المراجع

- 46/ بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005-2006.
- 47/ نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية الإسلامية بينا النظرية والتطبيق " دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2007.
- 48/ بلجبلية سمية، أثر التضخم على عوائد الأسهم دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة 1996-2006، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع تسيير المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009-2010.
- 49/ عديعباس عبد الأمير الكريطي، تحليل للعلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وكفاءة السوق - دراسة مقارنة بين أسواق (العراق والدوحة ولندن) للأوراق المالية للفترة 2008-2012، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم إدارة الأعمال، قسم إدارة الأعمال، كلية الإدارة والأعمال، جامعة الكوفة، العراق، 2013.
- 50/ قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية - دراسة مقارنة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016.
- 51/ زيد حياة، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، وفلسطين)، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: الأسواق المالية والبورصات، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014-2015.
- 52/ سمير محي الدين، دور صناديق الاستثمار في تنشيط وتفعيل سوق الأوراق المالية " دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية " رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر (3)، 2009-2010.

قائمة المراجع

- 53/ فتيحة كحلي، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة تجاربيةعضالدولالعربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2010-2011.
- 54/ عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار - دراسة تجاربية دولية -، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2015-2016.
- 55/ نايف عبد العزيز محمد العنزي، الافصاح وفق قانون هيئة الأوراق المالية الكويتية والأردنية دراسة مقارنة، رسالة ماجستير مقدمة لنيل متطلبات انشهادة الماجستير في القانون، قسم القانون الخاص، كلية الحقوق، جامعة الشرق الأوسط، 2012، صص 18-19.
- 3- المجالات:**
- 56/ ميسون علي حسين، الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية تأطير نظري، مجلة جامعة بابل/العلوم الانسانية، العدد 1، العراق، 2013.
- 57/ نسرين بن زواي، اعادة الهندسة المالية لسوق الأوراق المالية في ظل تداعيات الأزمة، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية/ قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، العدد 12، أم البواقي، 2014.
- 58/ مفتاح صالح ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث، عدد 07، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009-2010.
- 59/ نشرة التوعية، كفاءة سوق الأوراق المالية، إضاءات، معهد الدراسات المصرفية، السلسلة السابعة، العدد 09، الكويت، أبريل 2015.
- 60/ صلاح الدين شريط، تقييم أداء صناديق الاستثمار وفقاً لمؤشرات المركبة " تريونر وتطبيقها عم مصر، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير وعلوم التجارة، العدد 10، جامعة المسيلة، 2013.
- 61/ صحيفة الوسط، نمو حجم صناديق الاستثمار إلى 7.4 مليارات دولار في البحرين، العدد 5220 - الخميس 22 /12/ 2016م

قائمة المراجع

4- الملتقيات والندوات :

- 62/ سامي خطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار ، ورقة بحث مقدمة بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبوظبي، آذار 2007.
- 63/ محمد براق وآخرون، بورصة القيم المتداولة ودورها في تطوير أنشطة المصارف الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني، الازمات المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، الجزائر، 5-6 ماي 2009.
- 64/ أحمد الهداج، صناديق الاستثمار: حماية وتطوير للدخار، مشورات اتحاد البورصات العربية، طرابلس، أبريل 2010.
- 65/ براق محمد وقمان مصطفى وآخرون، أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً وصناديق الاستثمار الإسلامية، الملتقى الدولي الأول للمعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير المركز الجامعي بخرديا، الاقتصاد الإسلامي، الواقع .. ورهانات المستقبل، المدرسة العليا للتجارة، جامعة الجزائر " 3 بوزريعة"، بدون ذكر السنة.
- 66/ بوجلال محمد وزايد مريم، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية - حالة سوق الأسهم السعودي -، الملتقى الدولي الثاني للصناعة الإسلامية آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بالمسيلة، 8 و9 ديسمبر 2013.
- 67/ شبيلة عائشة، صناديق الاستثمار الإسلامية وحاجة السوق إليها، ورقة بحث مقدمة في الملتقى الدولي للصناعة المالية والإسلامية، الحج زائر، 8-9 ديسمبر 2013.
- 68/ غسان الطالب، صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق، ورقة بحث مقدمة في المؤتمر الدولي الأول للمالية والمصرفية الإسلامية، الجامعة الأردنية، كلية الشريعة، قسم المصارف الإسلامية، الأردن، 6-7/ 8/ 2014.
- 69/ السيد صيفي، تأثير الأزمة المالية العالمية على أداء صناديق الاستثمار الإسلامية و التقليدية مقيساً بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM و نظرية تسعير المراجعة AP، دول مجلس التعاون الخليجي نموذجاً، بدون ذكر السنة.

قائمة المراجع

70/ محمد بن فهد العمران، الاسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجية (دراسة تحليلية مقارنة)، اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية (السوق المالية السعودية : الواقع والمأمول)، جمعية الاقتصاد السعودية، الرياض، 13-15/11/2005.

71/ محمد شاكر، ندوة في المحافظ والصناديق الاستثمارية تكوينها وإدارتها، هيئة الأوراق المالية والسلع، دولة الامارات العربية المتحدة - أبوظبي، بون ذكر سنة النشر.

هيئة أسواق المال، الكتاب الثاني عشر - قواعد الإدراج إدارة تنظيم الأسواق، الكويت، 29-11-2016.
5- التقارير:

التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية، 2017.

التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية 2016.

التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية 2015.

التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية 2014.

التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية 2013.

التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية 2012.

الاحصائيات الفصلية للبنك المركزي الكويتي 2016.

الاحصائيات الفصلية للبنك المركزي 2012.

6- مواقع الانترنت:

<http://www.gulfbase.com/ar/gcc/index/3?t=3>

<http://www.skynewsarabia.com/web/article>.

<http://www.almrsal.com/post/422715>.

<http://www.fxnewstoday.ae/arab-markets>.

قائمة المراجع

Website: www.bayaninvest.com

7- المراجع باللغة الأجنبية:

Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse,"rapport annuel cosob.

عدد صناديق الاسن	قيمة التداول	
73	17,284	0,56207699
79	36,999	
99	35,747	
100	46,30573	
95	21,986595	
93	26,144565	
92	39,853298	
89	20,775	
58	13,211894	
87	9,411781	

معدل دران السهم عدد صناديق الاسن

73	56,4	0,2371049
79	100	
99	184,5	
100	37,12	
95	25,23	
93	24,56	
92	36,07	
89	20,71	
58	15,05	
87	10,71	

رأس المال السوقي عدد صناديق الاسئ

73	30,63	
79	36,981	0,459759
99	19,377	
100	124,73028	
95	87,146739	
93	106,436667	
92	110,477908	
89	100,299927	
85	87,79558	
87	87,876397	

اجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار	قيمة التداول	
8324	17,284	0,53862811
9457,9	36,999	
8987,3	35,747	
7226,7	46,30573	
6801,2	21,986595	
6530,6	26,144565	
5937,9	39,853298	
5849,1	20,775	
5722,4	13,211894	
3771,6	9,411781	

معدل دوران السهم اجمالي قيمة اصول صناديق الاستثمار

8324	56,4	
9457,9	100	
8987,3	184,5	
7226,7	37,12	
6801,2	25,23	
6530,6	24,56	
5937,9	36,07	
5849,1	20,71	
5722,4	15,05	
3771,6	10,71	0,76776192

رأس المال السوقي اجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار

8324	30,63	
9457,9	36,981	
8987,3	19,377	
726,7	124,73028	
6801,2	87,146739	
6530,6	106,436667	
5937,9	110,477908	
5849,1	100,299927	
5722,4	87,79558	
3771,6	87,876397	-0,80243072