



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



الموضوع

دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية - دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية -

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث ل.م.د في العلوم الاقتصادية
تخصص: مالية بنوك وتأمينات

إشراف الدكتورة:

- بن سميحة دلال

إعداد الطالبة:

- بوضياف جهاد

لجنة المناقشة:

الاسم اللقب	الرتبة العلمية	الجامعة الأصلية	الصفة
أ.د/ مفتاح صالح	أستاذ	جامعة بسكرة	رئيسا
د/ بن سميحة دلال	أستاذ محاضر "أ"	جامعة بسكرة	مشرفا
د/ السبيتي وسيلة	أستاذ محاضر "أ"	جامعة بسكرة	مناقشا
أ.د/ رايس مبروك	أستاذ	جامعة بسكرة	مناقشا
د/ قصاص الطيب	أستاذ محاضر "أ"	جامعة سطيف	مناقشا
د/ محيريق فوزي	أستاذ محاضر "أ"	جامعة الوادي	مناقشا

السنة الجامعية: 2020/2019



﴿ قُلْ هَلْ يَسْتَوِي الَّذِينَ يَعْمُونَ وَالَّذِينَ لَا

يَعْلَمُونَ إِنَّمَا يَتَذَكَّرُ أُولُوا الْأَلْبَابِ ﴾ ﴿٩﴾

صدق الله العظيم

سورة الزمر (الآية: 09)

إهداء:

أهدي ثمرة هذا الجهد إلى أمي الغالية - حفظها الله -

وخالتي العزيزة اللتان كانتا لي دوماً أكبر سند وعون لي بعد ربي العالمين

فأتمنى من الله تعالى أن يقدرني على أن أوفي ولو جزء صغيراً من تعبهما

إلى أبي الغالي - حفظه الله -

إلى نور عيني وأمل حياتي ابنتي " رفيدة " - حفظها الله -

إلى زوجي " رشيد " دمت نعم السند

إلى أخواتي بثينة ورميصاء

إلى ابن أختي المدلل " خليل "

إلى أختي الكبرى فاتن وبناتها نور الهدى وتقوى الله وإياد الرحمان

والى أخي طه

إلى كل الأصدقاء والصديقات

إلى كل الأهل والأحباب كل باسمه

جهاد بوضياف

شكر وعرهان:

لا يسعني بعد إتمام هذه الدراسة وقبل كل شيء أن أقف
وقفه شكر لله عز وجل الذي وفقني في إتمامها وأمدني بالصبر والرعاية الإلهية
" فالحمد والشكر لله "

كما أتقدم بجزيل الشكر والامتنان الخاص للأستاذة المشرفة
الدكتورة " دلال بن سمينة " التي كانت نعم السند لي
خلال إشرافها على هذا العمل
كما أتقدم إلى الأستاذ الفاضل " دردوري حسن " و " بوعبد الله علي "
اللذان مد لي يد العون والمساعدة فألف شكر
وإن كان لا بد من الاعتراف لكل ذي حق بحقه لا بد من الاعتراف بالفضل
لأساتذتي جميعًا.

كما أتقدم بالشكر والتقدير إلى أعضاء لجنة المناقشة
كل باسمه ورتبته العلمية

المخلص:

تتنافس العديد من مؤسسات الاستثمار على استيعاب المدخرات وتحويلها إلى فرص استثمارية ملائمة للمدخرين، وفي هذا الصدد تأتي هذه الدراسة مستهدفة تحديد الدور الذي تؤديه صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية السعودية وانعكاسها على الاقتصاد الوطني، على اعتبار أنها وعاء استثماري مهم في تجميع رؤوس الأموال المحلية والأجنبية من خلال تجميعها لمدخرات ذوي الموارد المحدودة وكذا كبار المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بنشاط سوق الأوراق المالية.

ولقد نجحت سوق الأوراق المالية في استيعاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية عن طريق صناديق الاستثمار، حيث حققت هذه الأخيرة نمواً في عددها وعدد المشاركين فيها، كما أوضحت نتائج الدراسة الإحصائية المعتمدة على نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL) أن هناك استجابة قوية بين أصول صناديق الاستثمار والقيمة السوقية لسوق الأوراق المالية السعودية، وكذلك هناك علاقة قوية بين باقي المؤشرات والتي تتمثل في القيمة المتداولة للأسهم والقروض المقدمة للقطاع الخاص والقيمة السوقية.

الكلمات المفتاحية: صناديق الاستثمار، سوق الأوراق المالية، كفاءة سوق الأوراق المالية، صناديق الاستثمار الإسلامية، سوق الأوراق المالية السعودية.

ABSTRACT:

Many investment institutions compete to absorb the savings and turn them into suitable investment opportunities for savers. In this regard, this study aims to determine the role of the investment funds in activating the Saudi stock market and its reflection on the national economy as an important investment vessel in the accumulation of domestic and foreign capital. By pooling the savings of limited resources as well as large investors with little experience and knowledge of stock market activity.

As it is an important investment vessel in the accumulation of domestic and foreign capital by pooling the savings of limited resources as well as senior investors with little experience and knowledge of the activity of the stock market. The latter achieved a growth in the number and number of participants, and the results of the study that there is a strong response between the assets of investment funds and the market value of Saudi stocks. There is also a strong relationship between the remaining indicators, which are the value traded shares, loans to the private sector and the market value of shares.

Key words: Investment funds, stock market, efficiency of the stock market, Islamic investment funds, Saudi stock market.

LE RESUME:

Des nombreuses institutions d'investissement se font concurrence pour absorber l'épargne et la transformer en opportunités d'investissement adaptées pour les épargnants. A cet égard, la présente étude vise à déterminer le rôle des fonds d'investissement dans l'activation du marché boursier saoudien et sa réflexion sur l'économie nationale en tant que vecteur d'investissement important pour l'accumulation de capital national et étranger. En mettant en commun les économies réalisées sur des ressources limitées ainsi que sur les grands investisseurs ayant peu d'expérience et de connaissances de l'activité boursière. Comme il s'agit d'un important vecteur d'investissement dans l'accumulation de capitaux nationaux et étrangers grâce à la mise en commun de l'épargne de ressources limitées ainsi que d'investisseurs seniors peu expérimentés et peu au courant de l'activité du marché boursier, ce dernier a enregistré une croissance du nombre et de la qualité des participants. Les actifs des fonds d'investissement et la valeur marchande des actions saoudiennes Il existe également une relation étroite entre les indicateurs restants, à savoir la valeur des actions échangées, les prêts au secteur privé et la valeur marchande des actions.

Les mots clés: Fonds d'investissement, marché boursier, efficacité de la bourse, fonds d'investissement islamiques, marché boursier saoudien.

فهرس المحتويات

II	كلمة شكر
III	الإهداء
IV	ملخص باللغة العربية
V	ملخص باللغة الإنجليزية
VI	ملخص باللغة الفرنسية
VII	فهرس المحتويات
XIII	فهرس الجداول
XV	فهرس الأشكال
XVII	فهرس الملاحق
أ - و	المقدمة العامة
أ	1- طرح الإشكالية
ب	2- فرضيات البحث
ب	3- أهمية البحث
ب	4- أهداف البحث
ج	5- أسباب اختيار الموضوع
ج	6- حدود الدراسة
ج	7- صعوبات الدراسة
ج	8- منهج الدراسة
د	9- الدراسات السابقة
و	10- خطة البحث
80 -1	الفصل الأول: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية
2	تمهيد

3	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
3	المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالي ونشأتها وأهميتها
3	أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية
5	ثانياً: نشأة سوق الأوراق المالية
6	ثالثاً: أهمية سوق الأوراق المالية
7	المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية وظائفها وخصائصها
7	أولاً: خصائص سوق الأوراق المالية
8	ثانياً: وظائف سوق الأوراق المالية
11	المطلب الثالث: الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية
11	أولاً: طالبوا رؤوس الأموال
12	ثانياً: عارضوا رؤوس الأموال
13	ثالثاً: الوسطاء
15	المبحث الثاني: عمليات سوق الأوراق المالية وطرق التسعير فيها
15	المطلب الأول: عمليات سوق الأوراق المالية
15	أولاً: العمليات العاجلة
16	ثانياً: العمليات الآجلة
18	المطلب الثاني: أوامر سوق الأوراق المالية
18	أولاً: مفهوم الأوامر بسوق الأوراق المالية
19	ثانياً: أنواع الأوامر
21	ثالثاً: تلقي وتنفيذ الأوامر والتأكد من تسويتها
24	المطلب الثالث: التسعير في سوق الأوراق المالية
27	المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
27	المطلب الأول: الأسهم
27	أولاً: مفهوم الأسهم ومختلف قيمه
29	ثانياً: خصائص وحقوق حملتها

31	ثالثا: أنواع الأسهم
35	رابعا: التوجهات الجديدة بشأن الأسهم
36	المطلب الثاني: السندات
37	أولا: مفهوم السندات وخصائصها
39	ثانيا: حقوق حملة السندات
39	ثالثا: أنواع السندات
45	رابعا: اهتلاك ومخاطر السندات
47	المطلب الثالث: المشتقات المالية
47	أولا: مفهوم المشتقات المالية وأهمية استخدامها
48	ثانيا: أنواع المشتقات المالية
59	المبحث الرابع: التقنيات الأساسية في سوق الأوراق المالية
59	المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية
59	أولا: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها
63	ثانيا: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية والعلاقة بينهما
65	المطلب الثاني: مؤشرات قياس حالة السوق
66	أولا: مفهوم المؤشرات وأهميتها
68	ثانيا: أسس بناء المؤشرات والعوامل المؤثرة فيها
69	ثالثا: أهم المؤشرات المستخدمة في تحليل سوق الأوراق المالية
72	المطلب الثالث: العولمة المالية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية
75	المطلب الرابع: معوقات سوق الأوراق المالية العربية وطرق تفعيلها
80	خلاصة الفصل
153-81	الفصل الثاني: الصناديق الاستثمارية ماهيتها، سياساتها وطرق تقييم ادائها
82	تمهيد

83	المبحث الأول: ماهية الاستثمار
83	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار
83	أولاً: تعريف الاستثمار
85	ثانياً: الأهداف الرئيسية للاستثمار
86	المطلب الثاني: تصنيفات الاستثمار ومحدداته
86	أولاً: تصنيفات الاستثمار
91	ثانياً: محددات الاستثمار
92	المطلب الثالث: الاستثمار من وجهة نظر إسلامية
93	أولاً: تعريف الاستثمار والأدلة الشرعية
95	ثانياً: الدوافع الشرعية
96	ثالثاً: الضوابط الشرعية للاستثمار
101	المبحث الثاني: الإطار النظري لصناديق الاستثمار
101	المطلب الأول: ماهية صناديق الاستثمار
101	أولاً: تعريف صناديق الاستثمار
102	ثانياً: نشأة صناديق الاستثمار وتطورها
103	ثالثاً: خصائص صناديق الاستثمار
104	المطلب الثاني: الدور المتوقع لصناديق الاستثمار وأهم أهدافها
104	أولاً: الدور المتوقع لصناديق الاستثمار
106	ثانياً: أهداف صناديق الاستثمار
107	المطلب الثالث: أنواع الصناديق الاستثمارية وعلاقتها بالبنوك وشركات الاستثمار
107	أولاً: أنواع الصناديق الاستثمارية
114	ثانياً: علاقة صناديق الاستثمار بالبنوك وشركات الاستثمار
115	المطلب الرابع: مزايا ومخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار
115	أولاً: مزايا صناديق الاستثمار
117	ثانياً: مخاطر صناديق الاستثمار

121	المبحث الثالث: صناديق الاستثمار الإسلامية
121	المطلب الأول: تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية والنشاط الاستثماري لها
121	أولاً: تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية
122	ثانياً: النشاط الاستثماري لصناديق الاستثمار الإسلامية
123	المطلب الثاني: الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية وأهميتها
123	أولاً: الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية
125	ثانياً: أهميتها
126	المطلب الثالث: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية والهيكل التنظيمي لها وكيفية إدارتها
126	أولاً: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية
132	ثانياً: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية
133	ثالثاً: إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية
135	المطلب الرابع: الفرق بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية
137	المبحث الرابع: السياسة الاستثمارية في صناديق الاستثمار وطرق تقييم أدائها
137	المطلب الأول: السياسة الاستثمارية في صناديق الاستثمار
138	المطلب الثاني: عمليات صناديق الاستثمار
141	المطلب الثالث: أسس تقييم أداء صناديق الاستثمار وأساليبها.
141	أولاً: أسس تقييم صناديق الاستثمار
141	ثانياً: أساليب قياس أداء صناديق الاستثمار
147	المطلب الرابع: الفرق بين صناديق الاستثمار والمحافظ الاستثمارية والعوامل المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار
147	أولاً: ماهية المحفظة الاستثمارية
150	ثانياً: المقارنة بين صناديق الاستثمار والمحافظ الاستثمارية
151	ثالثاً: العوامل المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار
153	خلاصة الفصل

246-154	الفصل الثالث: دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية السعودية
155	تمهيد
156	المبحث الأول: نشأة وتطور النظام المالي السعودي
156	المطلب الأول: تطورات النظام المصرفي السعودي
156	أولاً: نشأة النظام المصرفي السعودي
157	ثانياً: المؤسسات المشكلة للنظام المصرفي السعودي
161	ثالثاً: تقييم القطاع المصرفي السعودي
171	المطلب الثاني: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في السعودية
174	المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية السعودية وتطور أدائها
174	أولاً: الهيئة المنظمة لسوق الأوراق المالية
175	ثانياً: تطور أداء سوق الأوراق المالية السعودية
195	المبحث الثاني: صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية
195	المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية
196	المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار في السعودية
196	أولاً: صناديق الاستثمار حسب الهيكل التمويلي
199	ثانياً: حسب معيار مكونات التشكيلة
206	ثالثاً: حسب معيار الغرض من الاستثمار
208	المطلب الثالث: تطور أصول صناديق الاستثمار في السعودية
223	المبحث الثالث: دراسة تأثير صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (1992-2017)
223	المطلب الأول: عرض أساسيات النمذجة القياسية بواسطة منهجية نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL)
227	المطلب الثاني: تعريف المتغيرات ومصادر وتطور البيانات المستخدمة في الدراسة

232	المطلب الثالث: نمذجة العلاقة بين تطور صناديق الاستثمار وتأثيرها في سوق الأوراق المالية السعودية
240	المطلب الرابع: تقييم صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية
246	خلاصة الفصل
253-247	الخاتمة العامة
266-254	قائمة المراجع
276-267	قائمة الملاحق

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
45	أهم الفروقات بين الأسهم والسندات	01
52	أوجه المقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة	02
159	البنوك السعودية وفروع البنوك الأجنبية المرخص لها حتى سنة 2018	03
165	مطلوبات المصارف من القطاعين الخاص والعام (2018-2016)	04
166	الائتمان المصرفي حسب الأجل	05
167	الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص حسب النشاط الاقتصادي	06
169	المركز المالي الموحد للمصارف التجارية (2018-2014)	07
170	تطور الودائع المصرفية خلال الفترة (2018-2014)	08
176	عدد الشركات الخاصة بكل قطاع خلال سنة 2015	09
177	الشركات المساهمة الأكثر نشاطا خلال عام 2018	10
178	تطور القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية السعودية	11
179	تطور عدد وقيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة (2018-1996)	12
180	عدد الصفقات المنفذة حسب القطاعات خلال الفترة (2015-2008)	13
181	عدد الصفقات المنفذة حسب القطاعات خلال الفترة (2018-2016)	14

182	قيمة الأسهم المتداولة حسب القطاعات خلال الفترة (2015-2008)	15
184	قيمة الأسهم المتداولة حسب القطاعات خلال الفترة (2018-2016)	16
185	عدد الأسهم المتداولة حسب القطاعات خلال الفترة (2015-2008)	17
186	عدد الأسهم المتداولة حسب القطاعات خلال الفترة (2018-2016)	18
187	نشاط سوق الأسهم السعودية حسب القطاعات خلال عام 2018	19
190	تطور المؤشر العام للأسعار	20
192	معدلات التغير السنوية للأسواق المالية العربية	21
193	أهم مؤشرات أسواق الأسهم العربية خلال عام 2018	22
197	بيانات صندوق اليسر للأسهم الخليجية	23
198	عدد صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة بسوق الأوراق المالية السعودية خلال 1996-2017	24
200	صناديق الأسهم المحلية	25
200	صناديق الأسهم الأمريكية	26
201	صناديق الأسهم الآسيوية	27
201	صناديق الأسهم الأوروبية	28
202	صناديق الأسهم الدولية	29
203	صناديق الأسهم العربية	30
204	صناديق السندات الدولية	31
204	الصناديق المتوازنة الدولية	32
205	صناديق أسواق النقد - مرابحة بعملات أجنبية -	33
234	صناديق أسواق النقد - مرابحة بالريال السعودي -	34
208	توزيع أصول صناديق الاستثمار حسب النوع	35
211	أصول صناديق الاستثمار حسب النوع خلال الفترة (2018-1996)	36
213	تطور عدد صناديق الاستثمار خلال الفترة (2018-1996)	37
214	تطور عدد المشتركين في صناديق الاستثمار خلال الفترة (2018-1996)	38

216	الصناديق العقارية المتداولة مصنفة بحسب قيم الأصول وعدد المشتركين	39
217	مؤشرات الصناديق العامة خلال سنة 2018	40
218	الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم حسب النطاق الجغرافي	41
218	تصنيف شركات الاستثمار وفقاً لأصول وعدد الصناديق وعدد المشتركين	42
221	أفضل صناديق الاستثمار بسوق الأوراق المالية السعودية من حيث الأداء خلال سنة 2018	43
222	أسوأ صناديق الاستثمار بسوق الأوراق المالية السعودية من حيث الأداء خلال سنة 2018	44
227	التعريف بالمتغيرات ومصدر البيانات المستخدمة في الدراسة	45
233	اختبار ديكي - قولر - المطور	46
235	اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود (Bounds test)	47
237	اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء	48
238	اختبار شرط ثبات تباين حدود الخطأ	49
239	نتائج تقدير معاملات الأجل الطويل	50

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
65	العلاقة بين صيغ الكفاءة لسوق رأس المال	01
90	مخطط يمثل أنواع الاستثمار	02
143	نموذج شارب	03
144	نموذج ترينبور	04
162	نمو أصول القطاع المصرفي السعودي (سنوي)	05
163	نسبة الأصول المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي	06
163	نسبة مساهمة مكونات أصول القطاع المصرفي في نمو الأصول (سنوي)	07

168	الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص حسب النشاط الاقتصادي	08
171	تطور إجمالي الودائع حسب العملة	09
171	معدلات نمو الودائع المصرفية	10
171	مكونات الودائع المصرفية خلال الفترة (2014-2018)	11
178	تطور القيمة السوقية خلال الفترة 1996-2018	12
188	عدد الصفقات المنفذة حسب القطاعات خلال سنة 2018	13
189	عدد الأسهم المتداولة حسب القطاعات خلال سنة 2018	14
189	قيمة الأسهم المتداولة حسب القطاعات خلال 2018	15
191	تطور المؤشر العام للأسعار خلال الفترة (1996-2018)	16
194	النصيب المئوي للأسواق المالية العربية المكونة لمؤشر صندوق النقد العربي خلال سنة 2018 (حسب القيمة السوقية)	17
199	عدد الصناديق الاستثمارية المفتوحة والمغلقة العاملة بالمملكة العربية السعودية	18
210	توزيع أصول صناديق الاستثمار حسب النوع	19
215	تطور عدد المشتركين في صناديق الاستثمار	20
228	تطور أصول صناديق الاستثمار كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي 2017-1992	21
229	تطور قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في السعودية 2017-1992	22
230	تطور القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي 2017-1992	23
231	تطور القروض الموجهة للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي 2017-1992	24
234	اختبار فترات الإبطاء المثلى في نموذج الدراسة	25
236	اختبار جودة النموذج	26
236	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي	27

فهرس الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
267	صناديق الأسهم المحلية	01
272	صناديق الأسهم العربية	02
273	صناديق الأسهم للمرابحة بالريال السعودي	03
274	الإحصائيات المستخدمة في الدراسة التطبيقية	04
275	اختبار جذر وحدة اللااستقرارية	05
276	نتائج تقدير معلمة الأجل القصيرة ومعلمة تصحيح الخطأ	06

المقدمة العامة

تواجه العديد من الدول مشكلات اقتصادية كالكساد والبطالة ونقص المدخرات، هاته الأخيرة التي يجب الاهتمام بها من خلال جمع المدخرات بالصورة السليمة والكميات الكافية والقيام بالاستثمار الجاد لتلك المدخرات وذلك من أجل الوصول إلى الاستغلال الكامل والأمثل لها.

تعد الأسواق المالية في أي دولة ركيزة أساسية في بنية الاقتصاد، وتحتل أهمية كبيرة في كل الاقتصاديات على حد سواء مما دفع الاقتصاديين إلى إعادة النظر في طبيعة تلك الأسواق ومحاولة إيجاد بدائل مناسبة تحقق الاستقرار وتمنع حدوث الأزمات مستقبلاً.

إن سوق الأوراق المالية بما يمكن أن تتضمنه من أدوات مالية بعد تطويرها، يمكن أن يساهم في تطوير نوعية العمل المصرفي مما يؤدي إلى زيادة الكفاءة والعدالة وبالتالي زيادة معدلات النمو والرفاهية وقد برز في العصر الحديث أهمية أسواق الأوراق المالية من خلال الدور المهم الذي تلعبه في تنمية الاقتصاد الوطني لأي دولة وذلك من خلال تنمية المدخرات المحلية.

تعتبر صناديق الاستثمار إحدى الأدوات المالية الجديدة للادخار حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها بالنيابة في سلة من الأوراق المالية المختلفة من خلال إدارة فنية متخصصة.

فوجود صناديق الاستثمار الناجحة يشجع المدخرين خاصة " صغار المدخرين " الذين لا يملكون الخبرة على التعامل في سوق الأوراق المالية، وتلعب صناديق الاستثمار دوراً هاماً في العالم كوسيلة فعالة لتعبئة المدخرات والتمويل وبظهور أسواق الأوراق المالية زاد دورها حيث أصبح بإمكانها اللجوء إليها لتلبية احتياجاتها من التمويل من جهة، وتوجيه السيولة الموجودة لديها من جهة ثانية بطرحها في شكل أصول مالية، مما يؤدي إلى زيادة حركية وتفعيل هذه السوق.

ولهذا تشكل صناديق الاستثمار مع أسواق الأوراق المالية أهم دعائم النظام المالي وهو ما برز بشكل واضح في توجه العديد من الدول لإقامة هذه الركائز وفي ذلك نجد دولاً عديدة مثل السعودية تسعى كغيرها إلى توفير قنوات استثمارية مهمة كصناديق الاستثمار لتسهم في استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية وتسهيل التداول بإدخال تقنيات حديثة.

1- إشكالية الدراسة:

ما هو الدور الذي يمكن أن تؤديه صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية السعودية؟

إن الإجابة عن الإشكالية السابقة يتطلب إثارة بعض الأسئلة الفرعية والتي من أهمها:

- ما هي التقنيات الأساسية المعتمدة في تطوير سوق الأوراق المالية ؟
- فيما يمثل الدور التمويلي لصناديق الاستثمار وما أهم العوامل المؤثرة عليها ؟.
- هل يوفر سوق الأوراق المالية السعودية البيئة المناسبة للاستثمار فيه ؟
- كيف تساهم صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية في السعودية ؟

2- فرضيات الدراسة:

- يحتوي سوق الأوراق المالية على أدوات مالية متنوعة تساهم في الزيادة من كفاءته.
- تقوم صناديق الاستثمار بدور هام في مجال تعبئة المدخرات بالرغم من وجود عدة عوامل تؤثر على أدائها.
- يعد سوق الأوراق المالية السعودية من اكبر الأسواق المالية العربية.
- تلعب صناديق الاستثمار دورا فعالا في تطوير سوق الأوراق المالية في السعودية.

3- أهمية الدراسة:

- تكمن أهمية الدراسة فيما يلي:
- القيام بدراسة تحليلية لصناديق الاستثمار من خلال تسليط الضوء على الدور الذي تلعبه كوعاء استثماري جيد له تأثير في جذب المدخرات في سوق الأوراق المالية.
- تسليط الضوء على سوق الأوراق المالية والولوج في حيثياتها.
- العمل على إيجاد البدائل الممكنة التي تعمل على تطوير سوق الأوراق والرفع من كفاءتها وزيادة قدرتها على المنافسة مع الأسواق المالية العالمية.

4- أهداف الدراسة:

تتلخص أهداف الدراسة فيما يلي:

- معرفة الوظائف الاقتصادية والمالية لصناديق الاستثمار وأهميتها بالنسبة للاقتصاد.
- التعريف بسوق الأوراق المالية وإجراءات التعامل فيها, وكذلك الأدوات المتداولة فيها ومختلف الأحكام المتعلقة بها إضافة إلى الضوابط التي تحكم الاستثمار بهذه الأدوات.
- توضيح أهم جوانب تأثير أدوات صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية.
- الوقوف على مدى التعامل بصناديق الاستثمار في الواقع العملي من خلال تجربة السعودية.
- توضيح دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية السعودية.

5- أسباب اختيار الموضوع:

- حداثة موضوع صناديق الاستثمار.
- محاولة إبراز أهمية صناديق الاستثمار والدور الذي تؤديه من خلال المساهمة في توفير مناخ مناسب للتنمية.
- الاقتناع التام بأهمية الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار في تطوير أسواق الأوراق المالية وزيادة كفاءتها.

6- حدود الدراسة:

- شملت الدراسة التطبيقية صناديق الاستثمار العاملة بالمملكة العربية السعودية كبعد مكاني، حيث تم دراسة تأثير إجمالي أصول صناديق الاستثمار على القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة 1992-2017 كبعد زمني.

7- صعوبات الدراسة:

- واجهتنا صعوبات ومشاكل في إعداد هذا البحث نذكر منها:
- قلة المراجع التي تبرز دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية.
- صعوبة الحصول على بعض الإحصائيات المتعلقة بالدراسة التطبيقية.

8- منهجية الدراسة:

للإجابة على التساؤلات وبغية اختبار صحة الفرضيات، سنعتمد على المنهج التاريخي من خلال تتبع نشأة صناديق الاستثمار وتطورها كما يتم الاعتماد على المنهج الوصفي من خلال عرض المفاهيم الأساسية لصناديق الاستثمار، وكذلك المنهج الإحصائي القياسي من خلال استخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL) بتحليل البيانات المتاحة الخاصة بأداء سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار في دولة السعودية من أجل معرفة مدى نجاحها في تنشيط سوق الأوراق المالية خاصة في مدى استقطاب وجذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية من طرف صناديق الاستثمار.

9- الدراسات السابقة:

ومن أهم الدراسات التي تم الحصول عليها والتي كانت تصب في نفس سياق هذا البحث نذكر:

1- بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة ماجستير، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007-2008.

تعرضت هذه الدراسة إلى الاستثمار في سوق الأوراق المالية من الجانبين الوضعي والشرعي من خلال مفاهيمه المختلفة ومختلف الضوابط الشرعية التي تحكمه، وكذا عقود الاستثمار في الأسواق المالية الإسلامية.

كما احتوت الدراسة أيضا على توضيح بعض الجوانب المتعلقة بسوق الأوراق المالية من المنظور الإسلامي والوضعي وكذا الركائز لقيام السوق المالية الإسلامية.

كما تم التطرق إلى إصدارات الصكوك على بعض المتعاملين كالبانوك والمؤسسات المدرجة في السوق ومدى مساهمتها في تحسين كفاءة سوق رأس المال الماليزي واستقراره مع الإشارة إلى بعض العوائق التي تحول دون عملية الإصدار وكذا الأفاق المستقبلية لإصدارات البنوك.

2- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية- مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2011-2012.

وهدفت الدراسة إلى:

- التعرف على أهمية صناديق الاستثمار في النهوض بالأسواق المالية والتأثير على الاستثمارات وتنوعه، كما هدفت الدراسة أيضا دراسة التجربة المصرية الرائدة والقديمة في سوق الأوراق المالية وذلك للاستفادة منها في التطبيق على الجزائر، وكذلك التعرف على صناديق الاستثمار في جمهورية مصر العربية لتقييم أدائها وتأثيرها على توجيه الاستثمارات بسوق الأوراق المالية في مصر.
- وقد خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج منها: يمكن لصناديق الاستثمار أن تلعب دورا رئيسيا في دعم برامج الخصخصة من خلال تمويل الاستثمارات القائمة والاستثمارات الجديدة.
- تعتبر تجربة مصر الناجحة في برامج الخصخصة وتطوير سوق المال عن طريق تجربة صناديق الاستثمار التي اعتبرت فريدة ومتميزة من حيث أهدافها وإنجازاتها.

3- عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار- دراسة تجارب دولية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر، 2015/2016.

وقد خلصت الدراسة إلى:

- أن صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية تعمل على تنشيط وتفعيل السوق المالية، حيث تقوم بتوجيه المدخرات الفائضة نحو السوق بالإضافة إلى أنها تسمح للبنوك باستثمار فائض السيولة لديها وبالنسبة لصناديق الاستثمار في الجزائر فقد خلصت الدراسة إلى هناك ضيق في نطاق السوق سواء كان ذلك بالنسبة لمحدودية الأدوات أو ضآلة حجم الإصدارات وبالتالي يجب فتح قنوات استثمارية في بورصة الجزائر من أجل تفعيل وتنشيط السوق من جهة، وامتصاص الفوائض المالية وتوجيهها إلى استثمارات ذات عائد .

4- عتروس صبرينة، إطار مقترح لتفعيل دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية- دراسة حالة: عينة من صناديق الأسهم السعودية، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2016-2017. وقد هدفت الدراسة إلى:

- دراسة وتقييم ظاهرة تكوين الصناديق الاستثمارية الإسلامية ودراسة المعوقات التي تواجه نشاط المصارف الإسلامية خصوصا النشاط الاستثماري وسبل مواجهتها مع اقتراح الحلول الملائمة للقضاء أو الحد من هذه المعوقات من خلال الدور الذي تؤديه الصناديق الاستثمارية الإسلامية في دعم عمل المصارف الإسلامية.

- وقد خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج منها: تستطيع الصناديق الاستثمارية الإسلامية أن تعزز العلاقة بين المصارف الإسلامية والسوق المالي الإسلامي من خلال زيادة الطاقة الاستيعابية للسوق المالي وبالتالي تنشيط السوق المالي الإسلامي بالإضافة إلى رفع الحصة السوقية للمصارف الإسلامية.

10- هيكل الدراسة:

من أجل تسهيل الدراسة وللإجابة على الإشكالية المطروحة ومختلف التساؤلات الفرعية، تم تقسيم الموضوع إلى ثلاث فصول كما يلي:

- الفصل الأول كان عنوانه « الإطار النظري لسوق الأوراق المالية » تم تقسيمه إلى أربعة مباحث؛ يتعلق المبحث الأول بعموميات حول سوق الأوراق المالية، أما المبحث الثاني فيبرز آليات وقواعد التعامل في سوق الأوراق المالية، أما المبحث الثالث تم تناول فيه الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، في حين المبحث الرابع تم التطرف فيه إلى التقنيات الأساسية لسوق الأوراق المالية.

- أما الفصل الثاني جاء بعنوان « الصناديق الاستثمارية ماهيتها، سياساتها وطرق تقييم ادائها » فتم تقسيمه إلى أربعة مباحث تعلق المبحث الأول بماهية الاستثمار، أما في المبحث الثاني تم التطرق فيه إلى الإطار النظري لصناديق الاستثمار، بينما في المبحث الثالث تم في تناول نوع خاص من الصناديق وهي صناديق الاستثمار الإسلامية، وأخيراً في المبحث الرابع تم تناول السياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار وطرق تقييم أدائها.
- أما الفصل الثالث جاء عنوانه « دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية السعودية » تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، تم في المبحث الأول تناول نشأة وتطور القطاع المصرفي السعودي، في حين تعلق المبحث الثاني بصناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية، أما المبحث الثالث تناول دراسة قياسية لتأثير صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية.

الفصل الأول:

الإطار النظري لسوق

الأوراق المالية

تمهيد:

لقد أدت الحاجة لرؤوس الأموال إلى البحث عن بديل آخر للتمويل إلى جانب البنوك، وهنا برزت أهمية أسواق الأوراق المالية، نتيجة للدور الأساسي الذي تلعبه في توفير السيولة بين الفئات التي لها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها، وبين فئات العجز المالي التي تبحث بدورها عن التمويل وبشروط جيدة تؤدي إلى تطور هذه الأسواق.

إن التطور الذي شهدته أسواق الأوراق المالية جعلها أداة هامة للحكم على وضعية الاقتصاد وسمه الرئيسية للاقتصاديات المتطورة وذلك لما تلعبه من دور فعال ومؤشرا لدرجة تطورها، ولذلك يعتبر وجودها في أي اقتصاد ضروري، لهذا تسعى كل دولة لتوفير البيئة الملائمة لها إذ لا يمكن لهذا النوع من الأسواق أن يتطور إلا بتوفر البيئة المناسبة.

ولتوضيح ما سبق قسم هذا الفصل ليتناول المباحث التالية:

- **المبحث الأول:** ماهية سوق الأوراق المالية.
- **المبحث الثاني:** عمليات سوق الأوراق المالية وطرق التسعير فيها.
- **المبحث الثالث:** أدوات التعامل في سوق الأوراق المالية.
- **المبحث الرابع:** التقنيات الأساسية في سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

يعتبر السوق المالي حلقة الوصل بين الادخار والاستثمار من خلال قنوات رئيسية متمثلة بالأدوات والمؤسسات المتخصصة فهذه الأخيرة تقوم بتهيئة الفرص الاستثمارية للأرصدة النقدية، ولذا فإن سوق الأوراق المالية تسير إلى الآلية التي تضمن تجميع المدخرات وتقديم الأموال للأنشطة الاقتصادية المختلفة من خلال المؤسسات المالية التي يضمنها السوق.

المطلب الأول: تعريف سوق الأوراق المالي ونشأتها وأهميتها

تعمل سوق الأوراق المالية على تجميع المدخرات المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات المختلفة؛ وسنحاول في هذا المطلب التعريف بها وذكر أهم مراحل تطورها، بالإضافة إلى الأهمية التي تلعب في اقتصاد كل دولة.

أولاً: تعريف سوق الأوراق المالية:

هناك عدّة تعريف لسوق الأوراق المالية سنعرض منها مايلي:

« هي الإطار أو التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقرضين لرأس المال طويل الأجل والطالبيين أو المقترضين الذين في حاجة إلى تلك الأموال لفترة طويلة، بالإضافة إلى عدد من الوسطاء الماليين المتخصصين »⁽¹⁾.

« هي السوق التي يتم فيها التعامل على الأوراق المالية كالأسهم والسندات بيعة وشراء ويتحدد السعر فيها بناء على حجم المعروض منها ومدى الإقبال على شرائها فيما يعرف باليات العرض والطلب »⁽²⁾.

ويعرف كذلك على أنه: « سوق الصفقات المالية طويلة الأجل، والتي تنفذ إما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل »⁽³⁾.

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن سوق الأوراق المالية هو عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات

(1) محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس، الأردن، 1999، ص:20.

(2) عبد الحميد شريف، بنية البورصة (ماهيتها، تاريخها، مستقبلها، مدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية)، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2012، ص:70.

(3) زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة، مصر، 2015، ص:82.

العاملة في هذا المجال، مما يساعد في تعبئة المدخرات وتنميتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد.

وعادة ما يجري التمييز بين نوعين من أسواق الأوراق المالية وهما:

1- السوق الأولية (سوق الإصدار):

في هذه السوق يتم التعامل بالأوراق المالية التي تم إصدارها للمرة الأولى وذلك عن طريق الاكتتاب العام^(*)(1).

ويأخذ التعامل في السوق الأولية إما شكل قروض أو شكل مساهمة في رؤوس أموال المشروعات، ويتم الاقتراض أو المساهمة وفقاً لاتفاقية تعاقدية مباشرة بين الدائنين والمدينين (بالنسبة للقروض) أو بين الشركة (بالنسبة للمساهمة في رؤوس الأموال)، وقد يتم وفقاً لاتفاقيات تعاقدية غير مباشرة عن طريق إصدار سندات أو طرح الأسهم للاكتتاب⁽²⁾.

وفي السوق الأولية تحصل الشركة المصدرة للأوراق المالية من جراء بيع إصداراتها على احتياجاتها من الأموال وهذا بخلاف الحال في السوق الثانوية.

2- السوق الثانوية (سوق التداول):

وهي التي يتم التعامل فيها على الأوراق المالية بعد إصدارها، وفيها يتم تداول الأوراق المالية التي تطرح للاكتتاب للجمهور من خلال سوق الإصدار (السوق الأولية)، وفيها يلتقي العرض بالطلب ويكون بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية بديلة، ويحصل المشترون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية (أسهم أو سندات أو أوراق المديونية الأخرى)⁽³⁾.

وتأخذ السوق الثانوية شكلين:

(*) **الاكتتاب العام:** يتم عند تأسيس وإنشاء الشركات الجديدة، أو زيادة رأس مالها بغرض توسيع وتنويع نشاطها أو عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل، وعادة ما يتولى إصدار الأوراق المالية مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الإصدار.

(1) حسين عصام، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة، عمان، 2007، ص: 18.

(2) حياة زيد، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم - دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014/2015، ص: 04.

(3) صلاح الدين حسن، البورصات والأسواق المالية دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2014، ص: 129.

- **أسواق منظمة:** وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، وحجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام... إلخ⁽¹⁾.

- **الأسواق غير المنظمة:** وهي أسواق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة أم غير المسجلة فيها يستخدم هذا الإصلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية في البورصة، ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقاً للتفاوض، ويقوم بالتعامل مع بيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار⁽²⁾.

ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق:⁽³⁾

- **السوق الثالثة:** وهو جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

- **السوق الرابعة:** ويتم فيها التعامل بين المؤسسات الكبرى وبين أغنياء المستثمرين، وذلك بشكل مباشر ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة.

ثانياً: نشأة سوق الأوراق المالية:

ظهرت أسواق الأوراق المالية في نهاية القرن الثالث عشر ميلادي، حيث أخذت بيوت التجارة والصيرفة الإيطالية الهجرة إلى بلجيكا وإقامة المراكز التجارية في أشهر المدن آنذاك وهي مدينة (بروج)

(1) أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص: 07.

(2) حسين عصام، مرجع سابق، ص: 22.

(3) رشيد بوكساني، معوقات الأوراق المالية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص: 45.

البلجيكية، ونتيجة الازدهار التجاري أقيمت في عام 1300م بورصة في مدينة (بروج) ومن بعد ذلك أقيمت بورصة أخرى هي بورصة انفرس في مدينة (أنتورب) البلجيكية⁽¹⁾.

وينطبق على أسواق الأوراق المالية مفهوم الأسواق التقليدية، حيث تتوافر فيها شروط السوق وهي المكان والبائعون والمشترون أو من ينوب عنهم، غير أن اهتمام الأسواق المالية تركز على الأوراق المالية كالأسهم والسندات وغيرها في حين تهتم الأسواق التقليدية على السلع والخدمات.

ومن أهم الأحداث التي أدت إلى ظهور أسواق الأوراق المالية وانتشارها في أنحاء العالم وهو ظهور شركات المساهمة العملاقة، حيث استوجب وجودها وجود مصادر تمويل تفي بمتطلبات تلك الشركات من الأموال، مما اضطر القائمون عليها إلى اللجوء إلى جمهور المدخرين للحصول على تلك الأموال، وخاصة في أعقاب الثورة الصناعية والتحول من الاقتصاد الزراعي إلى الاقتصاد الصناعي وما رافق ذلك التحول من الحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة، أدى ذلك إلى الضغط على حكومات الدول إلى إيجاد الأموال الكافية لإقامة المشاريع الصناعية، ونتيجة لذلك لجأت تلك الحكومات إلى الاقتراض من الجمهور ومبادلتها بالصكوك المالية مما نتج عنه تدريجياً ظهور أسواق الأوراق المالية⁽²⁾.

ثالثاً: أهمية سوق الأوراق المالية:

تحتل سوق الأوراق المالية أهمية كبيرة في الاقتصاد وتتمثل هذه الأهمية فيما يلي:⁽³⁾

1. إن وجود سوق الأوراق المالية ذات فعالية يعمل على توفير سيولة أكبر للأصول المالية قصيرة الأجل ينعكس على انخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل، ويدفع ذلك إلى زيادة الطاقة الإنتاجية.
2. تعد سوق الأوراق المالية مصدراً للتمويل طويل الأجل مما يعزز من النشاط الاقتصادي برفع مستوى الدخل الوطني.
3. العدالة في تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة مما يساعد في توجيه الاستثمار نحو القطاعات الأكثر نجاحاً وذات الجدوى الاقتصادية.
4. تنمية الادخار وتوجيهه لخدمة الاقتصاد الوطني.
5. تنظيم عمليات الإصدار للأوراق المالية ومراقبتها بما يكفل سلامة التعامل وسرعته.

(1) شبعان محمد إسلام البراري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، 2001، ص ص: 31-32.

(2) محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)، ط: 2، دار النفائس، الأردن، 2009، ص: 21.

(3) حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية وأدائها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2011، ص ص: 68-69.

6. زيادة معدل نمو الاستثمار في الاقتصاد الوطني وذلك عن طريق المساهمة في تعبئة الموارد المالية.
7. تعمل سوق الأوراق المالية على جلب الاستثمارات الأجنبية إذ تعمل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد مما يخلق مصدرا ماليا تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها⁽¹⁾.

المطلب الثاني: سوق الأوراق المالية خصائصها وأهم وظائفها

تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق كما تؤدي عدة وظائف وهذا ما سنحاول التطرق إليه في هذا المطلب.

أولا: خصائص سوق الأوراق المالية:

تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص لعل أهمها:⁽²⁾

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظرا لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.
- يتطلب وجودها سوق ثانية؛ يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.
- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حيث يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومة السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة⁽³⁾.

(1) محمد زيدان، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول سياسة التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006، ص: 1.

(2) رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص: 46.

(3) جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2002، ص: 56.

- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت⁽¹⁾.
- وتوجد خصائص أخرى لسوق الأوراق المالية تتمثل في:
- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأكثر سيولة من الاستثمار في السوق النقدي.

الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

ثانياً: وظائف سوق الأوراق المالية:

تشكل سوق الأوراق المالية ركناً هاماً من أركان هيكل النظام التمويلي في النظام الاقتصادي، فهي تسعى إلى تشجيع الادخار لدى الأفراد وتنميته، وذلك من أجل تمويل المؤسسات التي تستثمر في مختلف القطاعات مما يساعد على تنمية الاقتصاد الوطني وتطوره، ومن هنا يتبين لنا أن أهمية سوق الأوراق المالية تكمن في الوظائف التي تؤديها وما ينتج عنها.

وفيما يلي نستعرض أهم هذه الوظائف:

1- ضرورة إتاحة سوق مستقرة للأوراق المالية:

فالمستثمر يقبل شراء الأوراق المالية لما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة إليها، فالتعامل في سوق الأوراق المالية يتم من خلال مدخرات الأفراد المستثمرة في شكل أسهم وسندات، والمعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته طبقاً لظروفه الطارئة والتي لا تكون محددة بزمان معين، كما يرغب في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة⁽²⁾، وطالما أن البورصة تعمل بصورة دائمة ومستمرة نظراً لأنها تحصر تعاملها في مكان ثابت لا يجوز التعامل في غيره ويظل هذا التعامل في الساعات المخصصة للعمل يومياً، كما أنها تحصر

(1) عبد الله غانم، عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية نشأتها ووظائفها الاقتصادية، خصائصها وأقسامها، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 21، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص: 80.

(2) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 300.

التعامل في أيدي السماسرة وهو ما يضمن سرعة تداول الأوراق المالية حيث يتم الشراء والبيع في أي وقت⁽¹⁾.

2- مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية:

إن المدخر لديه حرص كبير لأن يكون لديه فرصة كبيرة لبيع أوراقه عند الحاجة، بقدر حرصه على أن يكون السعر الذي يبيع به مناسباً لاستثماراته، وسوق الأوراق المالية لها دور في تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة، وفيها يتم تحديد السعر على أساس العرض والطلب، بالإضافة إلى ما تقوم به الشركات والجهات الاقتصادية من نشر كافة البيانات المتعلقة بالشركة وصكوكها وأرباحها ومراكزها المالية، وهو ما يحول دون خلق سعر غير واقعي للورقة المالية، ويمثل السعر أفضل الأسعار بالنسبة للبائع (أعلى سعر طلب)، والمشتري (أدنى سعر عرض)⁽²⁾.

3- مساعدة المنشآت في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل:

يتجه المستثمرون في سوق الأوراق المالية إلى الإصدارات الجديدة للشركات التي تكون مقيدة بالبورصة وذلك على شكل أسهم وسندات أكثر من توجههم للإصدارات الغير مقيدة بالبورصة، لأن قيد هذه الأوراق يعتبر نوعاً من الاعتراف بقدرة هذه الشركة وكفاءتها الشيء الذي يخلق درجة معينة من الاطمئنان والثقة في أوضاعها ومنه يزداد إقبال المستثمرين على إصدارات تلك الشركة، وبالتالي حصولها على ما تحتاجه من أموال لتمويل احتياجاتها الطويلة الأجل⁽³⁾.

4- تقويم الشركات والمشروعات مما يساعد على تحسين كفاءتها:

إذ أن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركة والمشروعات، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات، ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل على عدم نجاحها أو ضعف مركزها المالي، وهذا ما قد

(1) عبد الله غانم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سبق ذكره، ص: 76.

(2) حياة زيد، مرجع سبق ذكره، ص: 07.

(3) عبد الله غانم، عبد الحفيظ خزان، مرجع سبق ذكره، ص: 80.

يؤدي إلى حث إدارة الشركات صاحبة هذه الأوراق على تحسين كفاءتها وزيادة فعاليتها حتى لا تتعرض أوراقها إلى الهبوط أو انخفاض حجم التعامل عليها⁽¹⁾.

5- توفير تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار:

حيث تنوع أدوات الاستثمار تهيئ لكل مستثمر اختيار الوجهة المناسبة من حيث التكلفة والعائد والمخاطرة واختيار الأداة الاستثمارية المناسبة، وذلك من خلال توفر البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق المالية التي يتم التعامل بها، فسوق الأوراق المالية تصدر نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق كل يوم، مبينة الأوراق التي حدث عليها التعامل وحركة الأسعار فيها، وهذا يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق وبالتالي يعتبر مرشدًا عن اختياره للأوراق التي يرغب الاستثمار فيها⁽²⁾.

6- توظيف الأموال:

فسوق الأوراق المالية تعمل على تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تتوافر لديها أموال فائضة عن برامجها الاستثمارية إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في التمويل بالقياس إلى حجم خططها الاستثمارية، الأمر الذي يعني أنه في حالة عدم وجود هذه السوق فإن الوحدات الاقتصادية لن تقوم ببرامجها الاستثمارية إلا في حدود حجم مدخراتها المتاحة لديها، مما قد يجعلها تؤجل القيام بهذه البرامج الاستثمارية لحين تحقق مدخرات كافية من دخلها الجاري، ومن ناحية أخرى قد تكون هناك وحدات اقتصادية لديها مدخرات متراكمة ولكن ليس لديها فرص استثمارية متاحة، ومن ثم تبقى الأموال لديها عاطلة⁽³⁾.

7- يعد مؤشر حالة الاقتصاد القومي مستقبلا:

لأن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق هي المرآة لتلك الحالة الاقتصادية المستقبلية، فتكون بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الإجراءات الصحيحة عندما يلزم الأمر⁽⁴⁾. فتسهم أسواق الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التعامل بها، فهي تعد

(1) محمد شكري الجميل العدوي، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2002، ص: 37.

(2) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص: 302-303.

(3) محمد شكري الجميل العدوي، مرجع سبق ذكره، ص: 40.

(4) حياة زيد، مرجع سبق ذكره، ص: 08.

المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها، والأسعار التي يتم التعامل بها تبنى على أساس السعر العام العائد من المبالغ المستثمرة⁽¹⁾.

8- تمويل خطط التنمية الاقتصادية:

حيث أن خطط التنمية عادة تكون بحاجة لتمويل طويل الأجل والبنوك التجارية لا تستطيع تحمل مخاطر تمويل خطط التنمية التي تستلزم تمويل طويل الأجل، حيث يتم تمويلها عن طريق سندات حكومية في البورصة طويلة أو متوسطة الأجل⁽²⁾.

9- المساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي:

حيث أن عملات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصة العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية⁽³⁾.

المطلب الثالث: الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية

توجد العديد من الجهات التي تتعامل في سوق الأوراق المالية والتي تقوم ببيع وشراء الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل من أجل الحصول على عائد نتيجة هذا التعامل، إضافة إلى توفير الموارد التمويلية لجهات العجز في الاقتصاد من خلال هذه السوق، وسنتطرق في هذا المطلب لأهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية.

أولا: طالبوا رؤوس الأموال:

يتمثل أهم طالبوا رؤوس الأموال فيما يلي:⁽⁴⁾

(1) لحسن دردوري وآخرون، السياسة المالية ومقومات تنمية أسواق الأوراق المالية، مجلة النهل الاقتصادي، العدد 02، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الوادي، ديسمبر 2018، ص: 114.

(2) يونس عليان الشوكي، أثر المعلومات المحاسبية التي خضعت للمراجعة، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 28، بغداد، 2011، ص: 339.

(3) محمد شكري الجميل العدوي، مرجع سبق ذكره، ص: 42.

(4) سمية بلعيد، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية- دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة- الجزائر، 2013/2014، ص: 13.

1- الدولة:

تعتبر الحكومات من المتدخلين الرئيسيين في سوق الأوراق المالية خاصة أسواق السندات فالمعروف أن إصدار الحكومات من أفضل الإصدارات من حيث المخاطر، إذ تلجأ لمثل هذه الإصدارات لتغطية العجز في الميزانية العمومية أو لتمويل المشاريع التنموية المختلفة.

2- الشركات:

سواء كانت هذه الشركات صناعية، تجارية، زراعية أو خدمية وسواء كانت تابعة للقطاع العام أو القطاع الخاص، حيث تلجأ مثل هذه الشركات للأسواق المالية لتمويل مشاريع جديدة أو التوسع وتحديث المشاريع القائمة، ويتم ذلك من خلال زيادة رأس المال بقبول مساهمين جدد أو إصدار سندات أو الاثنتين معا حسب أسلوب التمويل المقترح.

ثانيا: عارضوا رؤوس الأموال:

وتعد الفئة التي تملك فوائض مالية وترغب في استثمارها في الأسواق المالية مقابل الحصول على عوائد؛ ويمكن حصرها في الآتي:

1- الجمهور:

وهم الأفراد الذين يستثمرون في سوق الأوراق المالية بطريقة مباشرة أو غير مباشرة باستعمال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار ويلجأ الأفراد للاستثمار في سوق الأوراق المالية رغبة منهم لتحقيق الأرباح⁽¹⁾.

2- المستثمرين:

يعد المستثمرون من المتدخلين المهمين والرئيسيين في سوق الأوراق المالية في معظم الدول وذلك لما تجلبه هذه الفئة من ادخار نحو البورصة، إذ تعتبر من أهم موردي البورصة برؤوس الأموال على المدى الطويل لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدرتها الادخارية والاستثمارية، وبذلك يلعب هؤلاء دوراً فعالاً في تنشيط البورصة وفي تمويل الاقتصاد وتقديم أرباح معتبرة للمدخرين الأفراد، وبالتالي يمكننا القول أن المستثمرين لديهم ثقل مالي كبير في كافة الاقتصاديات وتضم هذه الفئة الجماعات التالية:⁽²⁾

(1) جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، سلسلة التعريف بالبورصة، دار هومة، الجزائر، 2002، ص:29.

(2) سمية بلعيد، مرجع سبق ذكره، ص:14.

- أ. **صناديق التقاعد:** وهي صناديق لها استقلالها الإداري والمالي بصفقتها مؤسسات استثمارية، تهتم باستثمارات القطاع العام لإقامة مشاريع تخدم أهداف الخطط التنموية وتقوم هذه المؤسسات بجمع مبالغ عن مساهمات المستخدمين وأرباب العمل على أن تدفع هذه المساهمات بشكل دفعات لاحقا.
- تلعب صناديق التقاعد دورًا مهمًا في تعزيز أداء أسواق الأوراق المالية وفي المقابل توفر هذه الأخيرة فرص استثمارية مناسبة لهذه الصناديق من حيث استثماراتها في أسواق الأوراق المالية وزيادة عوائدها مع الأخذ بعين الاعتبار سهولة البيع والشراء في هذه الأسواق، حيث تقوم هذه الصناديق عادة بشراء أسهم الشركات الجيدة ومن قطاعات مختلفة اعتمادًا على تحليلات مالية، استثمارية متعمقة ومتخصصة وتتنوع استثماراتها في أسواق الأوراق المالية بين استثمارات قصيرة وطويلة الأجل⁽¹⁾.
- ب. **شركات التأمين:** وهي شركات مساهمة عامة تمتلك أموالا ضخمة تسعى إلى توزيع الخطر على أكبر عدد من الأفراد مقابل قسط التأمين الذي يدفعه المؤمن لشركة التأمين، ويتم التعامل بموجب عقد ينظم العلاقة بينهما وبالتالي فإن الشركة مجبرة على تحمل نتائج الأخطار المؤمن ضدها مقابل الأقساط التي تجمعها وتوظفها في سوقي رأس المال وسوق النقد.
- ج. **شركات الاستثمار:** هي شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة ويتحدد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله.
- 3- **البنوك:** تعتبر من أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية من خلال الخدمات العديدة التي تقدمها في هذا المجال ونظرًا للتطورات المتنامية التي شهدتها الصناعة المصرفية والناجمة عن العولمة المالية اتجهت البنوك إلى أعمال جديدة كاستحداثها لقسم الأوراق المالية وتتمثل مهامه فيما يلي:⁽²⁾
- تشجيع الأفراد والشركات على شراء الأدوات المالية.
 - تحليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.
 - تسويق وتصريف الأدوات المالية المصدرة خاصة في الدول التي لا تتوفر فيها بنوك وبنوك الاستثمار كالدول النامية.
 - تقديم الاستشارات المالية للمستثمرين والمؤسسات المصدرة للأوراق المالية.

⁽¹⁾ Nelly Desbavrières, *La Bourse et ses back-offices*, Economic, 3^{ème} Edition, P:35.

⁽²⁾ مروان عطوان ، *الاسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال* ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص:246.

- تسيير المحافظ المالية ومراقبة حسابات العملاء المتعلقة بالاستثمارات في الأوراق المالية.
- إدارة صناديق الاستثمار المتخصصة في الاستثمار في الأوراق المالية والإشراف عليها⁽¹⁾.

ثالثاً: الوسطاء:

يعرف الوسيط المالي بأنه الشخص المرخص بموجب قانون سوق الأوراق المالية، أنظمتها وتعليماته أن يقوم بأعمال محددة، تؤهله لممارسة الوساطة بين جمهور المستثمرين لوحدات الفاض التي تسعى إلى توظيف مدخراتها والجهات المصدرة للأوراق المالية، مقابل عمولة محددة يتقاضاها نظير الخدمات التي يقدمها من خلال تنفيذ أوامر البيع والشراء الخاصة بالعملاء وكذلك لقاء تغطية وتسويق الإصدارات فالشخص الوسيط شخص طبيعي أو اعتباري، وتشمل الوساطة المالية الأعمال التالية:

أ. **الوساطة بالعمولة:** حيث يقتصر عمل الوسيط على شراء وبيع الأوراق المالية لصالح العملاء مقابل عمولات محددة من قبل لجنة إدارة السوق.

ب. **الوساطة بالبيع والشراء لصالح محفظته المالية:** ويكون ذلك بترخيص خاص للوسيط ويعرف في هذه الحالة بأنه صانع الأسواق وهذا الأخير يتعامل بالأسهم والسندات شراءً وبيعاً في السوق الثانوي لصالح محفظته المالية أو محافظ عملائه المخول بإدارتها.

ج. **الوساطة لتغطية إصدارات الأوراق المالية الجديدة:** حيث يقوم الوسيط المالي في هذه الحالة بمهمة تسويق الإصدارات الجديدة لصالح الشركة مقابل عمولة محددة بموجب اتفاق بينهما يتعهد الوسيط بتغطية الإصدار بشكل كامل أو جزئي وعادة ما تقوم مصارف الأعمال أو صناديق الاستثمار بذلك.

د. **وساطة استثمارية مالية للأوراق المالية:** حيث يكون الوسيط على دراية بأوضاع السوق والتحليل المالي لميزانيات الشركات ودراسة المؤشرات المالية وتقديم النصح والمشورة باختيار نوع ما من الأصول دون غيرها.

⁽¹⁾ Dilem Ahmed, Jean Marie Albertini, *lesicque d'economie*, Dalloz, Paris, 2004, P:75.

المبحث الثاني: عمليات في سوق الأوراق المالية وطرق التسعير فيها

إن التعامل في سوق الأوراق المالية يتطلب مجموعة من الإجراءات والقواعد التي تحكم تصرفات المتعاملين فيه، لتسهيل إبرام الصفقات وتنظيم التجارة في الأوراق المالية، كما أن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية وتمهيد السير لإبرام صفقات ناجحة، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا المبحث من خلال معرفة أهم عمليات سوق الأوراق المالية وأهم الأوامر الخاصة بها وكذلك طرق التسعير المتداولة فيها.

المطلب الأول: عمليات سوق الأوراق المالية

تصنف عمليات سوق الأوراق المالية إلى عمليات فورية أو حاضرة وعمليات آجلة، وتكون نقطة البدء في عمليات البورصة بصدور أمر من العميل إلى الوسيط الذي يختاره، وسنتطرق في هذا المطلب لأهم هذه العمليات التي تتم على مستوى سوق الأوراق المالية.

أولاً: العمليات العاجلة:

وتتم فيها تصفية العملية مباشرة، حيث يتسلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية إلى المشتري، وبذلك يلتزم المتعامل في السوق العاجلة أو السوق النقدية بأن يسدد فوراً ثمن الاسم المشتراة وأن يتخلى عن الأسهم التي بحوزته فور عقد الصفقة واستلامه ثمنها⁽¹⁾.

ولأن المبادلات العاجلة غالباً ما تحتاج إلى أموال سائلة ضخمة فإنه عامة ما يكون الجزء إلى هذا الأسلوب في شراء الأوراق المالية غير مرغوب فيه لدى المضاربين المحترفين في حين أن المتعاملين العاديين (الخواص) يعمدون إلى شراء أو بيع الأوراق المالية في السوق العاجلة للأسباب الآتية:⁽²⁾

- الرغبة في الاحتفاظ بالأوراق المالية المشتراة في محافظهم المالية وذلك لفترة زمنية بغية الحصول على ما تدره من إيرادات منتظمة خلال تلك الفترة.
- قصد المضاربة على ارتفاع أسعارها حيث يقومون ببيعها عندما تتحسن السوق للحصول على العوائد الناتجة عن عملية البيع هذه، بغية تحقيق وتوفير السيولة المطلوبة وذلك ببيع الأوراق المالية في

(1) صلاح الدين حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 129.

(2) صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2012/2011، ص: 103.

السوق، ونشير إلى أنه يشترط أن تتضمن أوامر البورصة المتعلقة بالعمليات العاجلة جملة من العناصر التي من شأنها أن تبين بكل وضوح خصائص الصفقة محل التعامل وهي:

- ✓ صلاحية الأمر.

- ✓ بيان نوع المعامل وصفة الأوراق المالية محل الصفقة المرغوب إجراؤها.

- ✓ تحديد السعر الذي يرغب المتعامل في البورصة أن تتم العملية بمقتضاه.

- ✓ كمية الأوراق المالية المعروضة أو المطلوبة.

ثانيا: العمليات الآجلة:

هي عبارة عن العمليات التي تعقد أو تتم بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية ويتفق فيها طرفا العقد (البائع والمشتري) على تأجيل الثمن والمثمن (أي تأجيل الوفاء بالثمن إذا كان مشتريا وتأجيل الأوراق المالية إذا كان بائعا)، إلى وقت محدد مستقبلا ومتفق عليه مسبقا يطلق عليه يوم التصفية أو التسوية، يلزم فيه العاقدان على تسوية العملية بالتسليم والتسلم، أو بمجرد دفع الفرق بين السعرين، وقد يتفقان على تأجيل موعد التنفيذ إلى أجل آخر وكيفية التعويض بشروط خاصة فيما بينها⁽¹⁾.

ولذلك فإن أنظمة السوق تشترط علة المتعاملين بالسوق الآجلة تقديم تامين مالي حتى يتم تنفيذ الصفقة نهائيا ويختلف التامين المالي المقدم باختلاف العمليات المتفق عليها⁽²⁾.

وتنقسم العمليات الآجلة إلى ماليي:⁽³⁾

1- العمليات الآجلة القطعية:

هي عمليات يتم تحديد تنفيذها في وقت محدد عن "موعد التسوية" حيث يلتزم طرفا العقد بأن يقوم أحدهما بدفع ثمن حالي أو مستقبلي للأوراق المالية موضوع الصفقة على أن يتولى الطرف الثاني تسليم الأوراق المالية عند وصول الأجل، وينبغي أن تحدد واجبات كل طرف في العقد المبهم من ذلك تحديد نوع الأوراق، صفتها، الحد الأدنى لكميتها، وسعر التعاقد... إلخ. وتؤدي العمليات القطعية عموما إلى تعويض أحد طرفي العقد إلى خسائر، وهناك وضعية وحيدة لا يقع فيها المتعاقدان في الخسارة، وهي أن يكون السعر يوم التصفية معادلا لسعر التعاقد.

ونشير إلى أن تصفية العمليات الآجلة يمكن أن تأخذ أحد الأشكال الموالية:

(1) محمد شكري الجميل العدوى، مرجع سبق ذكره، ص ص: 65-66.

(2) صلاح الدين حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 129.

(3) صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص ص: 104-106.

- تصفية العملية وذلك بأن يأخذ المشتري الأوراق ويقوم بتسديد ما عليه من حقوق.
 - تسديد الفرق عندما يقوم المشتري أو البائع بعمليات مضادة.
- عملية مرابحة وذلك في حالة عدم تحقق ما كان يريده المشتري أو البائع، وبغية تسوية وضعيته يقوم بتحويله على التصفية المقبلة.

2- العمليات الآجلة بشرط:

إن هذا النوع من العمليات لا يمكن تصفيته إلا عند وصول الأجل، ويلاحظ في هذا النوع من العمليات عدم تحديد واجبات طرفي العقد، حيث يترك لهم المجال واسعا حين تصفية العملية. وتنقسم العمليات الآجلة بشرط إلى عدة أنواع هامة منها:

- أ. **العمليات الآجلة بشرط التعويض:** هي المعاملات التي تمكن المتعاقدين من تنفيذ الصفقة في موعد التصفية، والامتناع عن التنفيذ مقابل دفع تعويض يتم تحديده وقت إبرام العقد. ويعرف اليوم السابق لتاريخ التصفية بيوم " جواب الشرط " حيث يتم إما تسليم الأوراق ودفع الثمن إذا تمت الصفقة، وفي حالة امتناع المشتري من إتمام الصفقة فإنه يتعين عليه دفع التعويض الذي تم الاتفاق عليه في العقد، وفي جميع الحالات فإن البائع ليس بوسعه إلا قبول القرار المتخذ من طرف المشتري.
- ب. **العمليات الآجلة بشرط الزيادة:** وهذه الصيغة تعطي الحق لكل المتعاقدين من إتمام الصفقة حين تاريخ التصفية أو إلغاء العقد بطلب من أحد الطرفين على أن يدفع تعويضا للطرف الآخر حتى يتمكن من اكتساب حق الخيار.
- ج. **العمليات الآجلة بشرط الانتقاء:** تتكون هذه الصيغة من عملية المزاججة بين نوعين من الأوامر على صفقة واحدة والتي لهما صفة الشراء آليا وبشرط. وتتميز هذه العمليات بأنه للمتعاقد حق الخيار في تنفيذ الصفقة في موعد التصفية، إلى جانب هذا فإن العمليات تركز على سعيرين والمتعامل له حق الخيار في الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى.
- د. **المرابحة والوضعية:** كما هو معلوم، فإن هناك من البائعين والمشتريين من يريدون تأجيل موعد تسوية صفقاتهم حتى موعد التصفية المقبل، ومن مصوغات هذا التأجيل أن المتعاملين قد يشعرون بأنه ليس بمقدورهم تنفيذ الصفقات المبرمة ذلك لأن الأسعار قد تطورت على منوال يخالف ما تم التنبؤ به، وطلب تأجيل موعد التصفية إلى موعد آخر يأخذ صنفين رئيسيين:
 - **المرابحة:** إذا كان عدد الأوراق المالية المؤجل - موعد تصفيتهما - من قبل المستثمرين يفوق كثيرا الأوراق المالية المؤجل تصفيتهما من قبل البائعين، ففي هذه الحالة تحتاج البورصة إلى تدخل

الممولين الذين يقبلون بتقديم الأموال اللازمة للمستثمرين الذي بإمكانه تأجيل وضعيته حتى موعد التصفية المقبل، وتتم هذه العملية مقابل دفع فائدة " عمولة " من قبل المشتري إلى الممولين وتدعى فائدة " العمولة " المرابحة.

■ **الوضعية:** على عكس المرابحة؛ إذا كان عدد الأوراق المؤجلة موعد تصفيتها من قبل البائعين يفوق بكثير عدد الأوراق المؤجل تصفيتها من طرف المستثمرين، ففي هذه الحالة تحتاج البورصة إلى بعض حاملي الأوراق المالية الذين يقبلون بالتنازل عنها لصالح البائعين، مقابل عمولة يحصلون عليها تعرف بالوضعية.

المطلب الثاني: أوامر سوق الأوراق المالية

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية عن طريق إصدار الأوامر، حيث أن كل عملية بالسوق تتم بمجرد تلقي الوسيط أمراً بالشراء أو البيع، وسنحاول من هذا المطلب التعرف على أهم أنواع الأوامر ومفهومها في سوق الأوراق المالية.

أولاً: مفهوم الأوامر بسوق الأوراق المالية:

يقصد بأمر البورصة 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⁽¹⁾.

ويجب تحديد أمر البورصة بكل وضوح دفعا لكل التباس في المستقبل كبيان:⁽²⁾

- نوع الأوراق المالية.

- موضوع الصفقة.

- كمية السندات المطلوبة وسعر الفائدة لها.

- السعر الذي يريد صاحب الأمر أن تجري الصفقة بموجبه.

كما يجب تسمية الورقة المالية حسب ورودها في التسعيرة وبيان نوعها فيما إذا كانت أسهما أو سندات حصص أم حقوق، وكذلك تحديد نوع الأسهم فيما إذا كانت رأس المال أو أسهم تمتع، أسهما

(1) حياة زيد، مرجع سبق ذكره، ص: 29.

(2) عبد القادر حمزة، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2010، ص: 79.

قديمة أو جديدة، أما فيما يتعلق بالسندات فيجب ذكر الفائدة وسنة الإصدار وحقوق التمتع المنبثقة بالصك.

ثانياً: أنواع الأوامر:

تنوع الأوامر الصادرة من المتعاملين في السوق سواء كانت أوامر بيع أو شراء وفقاً لاعتبارات متنوعة نذكر منها مايلي:

1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: ونميز بين:⁽¹⁾

- **أوامر السوق:** وهي أكثر أنواع الأوامر شيوعاً وهنا يصدر المستثمر أمراً للسماح لشراء وبيع عدد محدد من الأوراق فوراً، وهنا يكون السماح ملتزماً ببذل أقصى جهد للتوصل إلى أفضل سعر ممكن في وقت صدور الأمر، وعلى هذا الأساس فإن المستثمر عند إصدار الأمر يكون في حالة شبه تأكيد أن الأمر سيتم تنفيذه، وعلى كل فإنه عادة ما تتوافر سلفاً معلومات مناسبة عن السعر المحتمل تنفيذ الأمر على أساسه، وتعتبر أوامر السوق هي أوامر يومية.

- **الأوامر المحددة:** وهنا يتم النص على سعر محدد بواسطة المستثمر عند إصدار الأمر للسماح، فإذا كان الأمر محدد خاص بالشراء، فإن السماح سيقوم بتنفيذ الأمر على أساس سعر أقل من السعر المحدد أو يتساوى معه.

وإذا كان الأمر خاص بالبيع، فإن السماح سينفذ الأمر على أساس سعر أكبر من السعر المحدد أو يتساوى معه، وعادة ما يضع المستثمر حد أقصى للفترة الزمنية التي يجب أن ينفذ خلالها الأمر وذلك على النحو الذي سيرد عند مناقشة الأوامر التي تجمع بين وقت وسعر التنفيذ وبدلاً أن ينتظر الوسيط حتى يصل سعر السوق إلى السعر المحدد، عادة ما يقوم بتسجيل الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في الأسهم محل الصفقة والذي يعمل بدوره كما لو كان ممثلاً للوسيط، إذ يقوم بتنفيذ الأمر عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد⁽²⁾.

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص:43.

(2) عبد الرحمان بن عزوز، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2011/2012، ص:129-130.

2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

يكون العامل الزمني هو المحدد الأساسي لهذا النوع من الأوامر حيث نميز بين:⁽¹⁾

- **أوامر محددة بيوم، أسبوع أو شهر:** يقصد بالأمر الذي مدته يوم ذلك الأمر الذي يظل ساريا لما تبقى من ساعات اليوم وغالبا ما يكون هذا النوم من الأوامر مبنيا على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في ورقة مالية معينة. أهم ما يميز الأمر بيوم هو أن ظروف السوق والظروف الاقتصادية إضافة إلى ظروف الشركة كلها عرضة للتغيير بين لحظة وأخرى، ومن ثم فإن ما قد يكون ملائما للمستثمر في يوم ما قد لا يكون ملائما له في يوم آخر.

أما الأمر الذي مدته أسبوع فهو ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه، بينما الأمر الذي مدته شهر فإنه ينتهي بنهاية الشهر الذي اصدر فيه الأمر. وتجدر الإشارة إلى أن الأمر قد يتحدد بفترة أكبر من ذلك وقد تمتد مدته لتتحول إلى أمر مفتوح.

- **الأوامر المفتوحة:** يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغاؤه، ويرتبط بالأوامر المفتوحة نوعان من المخاطر هما مخاطر النسيان ومخاطر تغيير المعلومات فقد ينسى المستثمر أنه اصدر أمرا مفتوحا نظرا لطول الفترة التي انقضت منذ إصداره وحتى إذا ما نبهه الوسيط بوجود الأمر فقد لا يكون الأمر ملائما لتنفيذه، كذلك قد تصل إلى السوق معلومات مشجعة بشأن الشركة التي أصدرت الورقة، في هذه الحالة تعطي الأولوية لأوامر البيع المحددة بينما قد لا تتاح فرصة لأوامر البيع المفتوحة وإذا ما وصل السوق معلومات كان من شأنها انخفاض القيمة السوقية للورقة، حينئذ ستنفذ منها أوامر الشراء المحددة، بينما قد لا تتاح الفرصة لأوامر الشراء المفتوحة.

3- الأوامر التي تجمع بين السعر ووقت التنفيذ:

نجد من بين هذه الأوامر مايلي:⁽²⁾

- **الأمر المحدد للسعر خلال فترة زمنية:** يقصد بها تلك الأوامر التي تحدد سعراً معيناً للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة (يوماً أو شهراً أو أكثر).

- **الأمر المفتوح في حدود سعر معين:** يقصد بها تلك الأوامر التي لا تحدد زمناً معيناً للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

(1) منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 2002، ص:125.

(2) حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص:80.

4- الأوامر الخاصة:

نجد من أهمها مايلي:⁽¹⁾

- أ. **أوامر الإيقاف:** هي عبارة عن الأوامر المحددة المتبوعة بأمر الإيقاف، وتعني إشارة قف تدنيت المخاطر بمعنى تدنيت الخسائر الناتجة عن التقلبات في الأسعار ونجد ضمن هذه الأوامر:
- **أمر الإيقاف المتعلق بالبيع:** حيث يجب على الوسيط تنفيذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه.
 - **أمر الإيقاف المتعلق بالشراء:** حيث يجب أن يقوم الوسيط بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها.
- ب. **أوامر الإيقاف المحددة:** تعالج هذه الأوامر عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف، ففي هذا النوع من الأوامر يضع المستثمر حد أدنى لسعر البيع وحد أقصى لسعر الشراء ولا يتم التعامل بذلك السعر أو بسعر أفضل منه. ومن أبرز المخاطر التي تعترض هذا النوع من الأوامر أن أسعار السوق قد تتغير بسرعة انخفاض في حالة البيع وارتفاعاً في حالة الشراء، بحيث لا يتمكن الوسيط من تنفيذ الصفقة بالسعر المحدد في الوقت الذي تستثمر فيه الأسعار في الانخفاض مما يعني تضائل القيمة السوقية لما يملكه المستثمر من أوراق².
- ج. **أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:** يقصد بهذا الأمر أن يترك للوسيط الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه، وقد تكون حرية الوسيط في هذا النوع من الأوامر مطلقة فهو الذي يختار الورقة محل التعامل والسعر وما إذا كانت الصفقة بيعاً أو شراءً وتوقيت تنفيذها، أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية الوسيط على توقيت التنفيذ والسعر الذي تبرم على أساسه الصفقة، وتجدر الإشارة إلى أن التعامل بهذا النوع من الأوامر يقتصر على العملاء الذين لديهم صفة كاملة في كفاءة وأمانة الوسيط وقدرته على التحكم.
- من مزايا هذا النوع من الأوامر إعطاء قدر كبير من المرونة للوسيط بما يمكنه من التصرف بسرعة لاغتنام الفرص الملائمة دون انتظار الأوامر المحددة من الوسيط، كما يمكن للعميل استخدام هذا النوع من الأوامر عندما يكون في إجازة ولا يرغب أن يشغل نفسه بمحفظه أوراق مالية.

(1) عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص ص: 134-135.

² منير إبراهيم الهندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، ص: 26.

ومن ناحية أخرى لا يرحب الكثير من الوسطاء بهذا النوع من الأوامر لأنه يزيد من عبء العميل الواقع عليهم إضافة إلى خشيتهم من أن تنفذ بعض الأوامر قد يأتي بنتائج غير مرضية للعملاء.

ثالثاً: تلقي وتنفيذ الأوامر والتأكد من تسويتها:

يقوم الوسيط يتلقى الأوامر من طرف المستثمر لغرض تنفيذها عن طريق المفاوضة بعد ذلك يقوم بأهم إجراء وهو التأكد من تسوية العملية التي قام بها، وسيتم توضيح ذلك كمايلي:

1- تلقي وتنفيذ الأوامر:

يتلقى الوسيط أوامر الشراء أو البيع من عملائه الذين بادروا بفتح حساب لديه إما كتابيا أو هاتفيا، وفي كلتا الحالتين لابد من تأكيد الأمر بوثيقة " أمر البيع أو الشراء " التي تملأ لهذا الغرض من طرف الوسيط، وتقدم للعميل من أجل الإمضاء عليها بهدف تفادي خطر الخطأ إلى أكبر حد ممكن.

يتضمن أمر البيع أو الشراء المعلومات التالية:

- ✓ اسم العميل.
- ✓ رقم الحساب.
- ✓ عدد الأصول المالية.
- ✓ العنوان.
- ✓ نوع الأصل المالي.
- ✓ السعر الودودي.
- ✓ معدل الفائدة.
- ✓ العمولة والمصاريف.
- ✓ تاريخ إصدار الأمر.
- ✓ تاريخ التسوية والتسليم.
- ✓ القيمة الإجمالية للعملية.
- ✓ القيمة الصافية.
- ✓ نوع الأمر.

بمجرد تلقي الأوامر يقوم الوسيط بالسعي إلى تنفيذها في أحسن الشروط عن طريق المفاوضة التي تعتبر أحد أهم وظائفه وفي هذا الإطار يوجد ثلاثة طرق للمفاوضة وهي:

أ. **المفاوضة بالهاتف:** في هذه الحالة يتصل الوسيط المكلف بالعملية هاتفياً بوسيط أو وسطاء آخرين للحصول على الكمية المراد شراؤها، أو لاقتراح الكمية المراد بيعها حيث تتم مفاوضة الأسعار بين الطرفين إلى غاية الوصول إلى سعر توازني بينهما، ومن بين إجراءات الحماية المتخذة في مثل هذا النوع من المفاوضة نجد التسجيل الأوتوماتيكي للمكالمة وتاريخ العملية.

ب. **المفاوضة الإلكترونية:** وهنا يتم استخدام الإعلام الآلي؛ حيث يوضع تحت تصرف الوسيط حاسوب آلي ينشر على شاشته أسعار وكميات مختلف القيم المعروضة للبيع والشراء. ويقوم الوسيط فور تلقيه الأمر بإدخال الكمية والسعر للقيمة المعنية بالشراء أو البيع حيث يتم بعد ذلك تنفيذ الأمر أوتوماتيكياً إذا ما وجدت هذه العملية طرفاً مقابلاً لها على الشاشة.

ج. **المفاوضة في مقصورة البورصة:** في هذه الحالة تتم عملية المفاوضة على مستوى مقصورة البورصة ذاتها باستخدام طريقة المناداة حيث تقوم الأطراف المختصة في المؤسسة بإرسال الأوامر المتلقاة من العملاء إلى المفاوض المتواجد في مقصورة البورصة للمفاوضة مع الوسطاء الآخرين مستخدمين في ذلك الإشارات فقط.

تدل كل إشارة مستخدمة في هذا المجال على معنى خاص ووحيد، وللتمكن من فض النزاعات القائمة بخصوص خطأ تفسير الإشارات، وضمان السير الحسن لهذا النوع من المفاوضات، اتخذت البورصات إجراءً خاصاً يتمثل في استخدام نظام التصدير بالكاميرا لكل جلسات المفاوضة. في حالة تنفيذ الأوامر المرسله يقوم مساعد المفاوض بتبليغ تنفيذها إلى المؤسسة أين تعني أطراف أخرى باتخاذ الإجراءات اللازمة لإتمام العملية.

2- التأكد من تنفيذ الأوامر تسوية العمليات:

بعد تنفيذ الوسيط للأوامر التي تلقاها ينبغي عليه التأكد من هذه العملية والقيام بتسويتها كآخر مرحلة كمايلي:⁽¹⁾

أ. **تأكيد تنفيذ الأوامر:** يلتزم الوسيط في العمليات التي تتم على مستوى البورصة بعد أي أمر شراء أو بيع بتأكيده إلى صاحبه، بواسطة إرسال ما يسمى في هذا المجال بـ " إشعار التنفيذ " إلى العنوان المسجل في وثيقة فتح الحساب، حيث يتم هذا الإرسال في اليوم ذاته من تنفيذ العملية أو اليوم المفتوح الموالي. ويحتوي إشعار التنفيذ بصفة عامة على المعلومات التالية:

(1) عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص ص: 134-135.

- ✓ تعيين القيمة المالية أو الأصل المالي.
- ✓ نوع العملية (شراء أو بيع).
- ✓ عدد القيم.
- ✓ السعر الوحدوي.
- ✓ السعر الإجمالي.
- ✓ العمولات والمصاريف.
- ✓ صافي الدفع.
- ✓ تاريخ تنفيذ العملية.
- ✓ تاريخ التسديد أو التسليم.

ب. **التسوية والتسليم:** تعتبر هذه العملية آخر مرحلة للإتمام الكلي لتنفيذ الأمر، حيث يتولى الوسيط في هذه المرحلة مهمة تتبع تسديد المبالغ مقابل الحصول على القيم وتحويلها باسم العميل، أو العكس أي تسليم وتحويل القيم باسم حاملها الجديد مقابل الحصول على رؤوس الأموال اللازمة، فلا بد من تتبع هذا الإجراء والتأكد من أن عمليتي التسليم والتسديد تمتا في الأجل المقررة.

المطلب الثالث: التسعير في سوق الأوراق المالية

تتفاعل قوى العرض والطلب لتحديد الأسعار لمختلف الأدوات المالية، وتتم هذه العملية بعدة تقنيات وعلى عدة مراحل تشرف عليها لجان متخصصة في سوق الأوراق المالية بمساعدة الوسطاء الماليين، وسنتطرق في هذا المطلب لأهم تقنيات التسعير في سوق الأوراق المالية.

1- مفهوم التسعير في سوق الأوراق المالية:

سعر سوق الأوراق المالية وبالتحديد البورصة هو القيمة التي يبلغها الصك أثناء إحدى جلسات البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، وترتبط العمليات التي تجري في البورصة على إحدى الصكوك ببعضها أشد الارتباط، بحيث يقوم مجموعها بتحديد السعر وفقاً لقانون العرض والطلب⁽¹⁾.

2- طرق التسعير في البورصة:

هناك تقنيات عديدة فيما يتعلق بالتسعير في البورصة كما يلي ذكرها:

(1) حياة زيد، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

أ. التسعير بالمناداة: تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في قاعة تداول البورصة وعقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض (الباعة والمشترون)، وبذلك يخلق عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به.

عادة ما يتفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشطة، أي الأكثر تداولاً في البورصة ومن أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة⁽¹⁾، كما تتميز هذه التقنية بأنها تمكن الوسطاء المتفاوضين من مراقبة التسعيرة ومعرفة حالة السوق، بالإضافة أنها تمكنهم من فهم ميكانيزمات البورصة⁽²⁾.

ب. التسعير بالدرج: هي طريقة كتابية سهلة وبسيطة، يتم اللجوء إليها في حالة ما إذا كان التبادل بكميات قليلة من الأوراق المالية، في ظل هذه التسعيرة يتم تسجيل كل الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج موجود في البورصة، حيث يخصص درج لكل ورقة مالية ويوضع تحت تصرف وسيط مالي، ويحتوي هذا الدرج على اسم الورقة المالية أين تتركز كل المعاملات من عروض وطلبات.

في بداية كل حصة بورصية؛ يقوم الموظف التابع للوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المالية المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها، ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة ويحدد سعر التعامل من قبل الوسيط المالي. وأهم ما يميز التسعيرة بالإدراج أنها تتم بطريقة كتابية تتميز بالسهولة والسرعة، كما يتم التعامل بها خاصة بالنسبة للأوراق المالية التي تتميز بسيولة قليلة في السوق الثانوية⁽³⁾.

ج. التسعير بالصندوق⁽⁴⁾: هذه التقنية شبيهة بالتسعير بالدرج، غير أنه يلجأ إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء أو البيع أو التبادل، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي. ويكمن جوهر هذه الطريقة في

(1) صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 107.

(2) عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص: 118.

(3) محمد يوسف ياسين، البورصات (عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2006، ص: 107.

(4) صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 107-108.

تركيز كافة أوامر الشراء والبيع للورقة المالية المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة، وليس في درج تابع للوسيط المالي وبعد ذلك تفحص تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن.

د. **التسعير بالمقابلة⁽¹⁾**: هي تقنية تقع بين الطريقة الشفوية والكتابية، حيث يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه السجلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأسهم وحدود الأسعار المعروضة. ويعتمد نجاح هذه التقنية على فعالية شخصين هما السعر (الموظف في البورصة)، والخبير (مندوب آخر الوسطاء) إذ يقوم المسعر بتعبئة السجل حسب البطاقات التي يتلقاها كل صباح من الوسطاء الذين سجلوا طلبياتهم في حدود معينة.

هـ. **التسعيرة الرسمية**: يمكن تعريف التسعيرة الرسمية بأنها الوثيقة الأصلية التي تنشرها لجان التسعيرة في البورصة في كل جلسة وغايتها إعلان السعر أو الأسعار التي يتم بموجبها تداول فعلي للأوراق المالية المقيدة بالتسعيرة، هذه التسعيرة تحتوي على المعلومات التالية:⁽²⁾

- ✓ عدد السندات وقيمة القرض المقبول في التسعيرة.
- ✓ عدد السندات وقيمة القرض الموضوع في التداول.
- ✓ اسم الورقة المالية.
- ✓ الفائدة ومقدار الضريبة وموعد استحقاق الفوائد بالنسبة للأوراق المالية.
- ✓ أسعار الأوراق المالية في جلسة اليوم.
- ✓ السعر السابق للأوراق المالية.

(1) عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص ص: 119-120.

(2) عبد القادر حمزة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 73-74.

المبحث الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

يعتبر الاستثمار في سوق الأوراق المالية استثماراً طويل الأجل في غالب أحيانه، وبالتالي يحتاج الاستثمار إلى أدوات مالية تتميز بهذه الصفة، ومن أبرز الأدوات المتداولة نجد الأسهم والسندات والمشتقات المالية وسوف نتطرق في هذا المبحث لتعريفها وخصائصها ومختلف أنواعها.

المطلب الأول: الأسهم

تعتبر الأسهم من الأدوات المحركة لسوق الأوراق المالية، باعتبارها السلعة الأساسية المتداولة فيها، وسنتطرق في هذا المطلب لمفهومها وأهم خصائصها وأنواعها.

أولاً: مفهوم الأسهم ومختلف قيمه:

1- مفهوم الأسهم:

- **ت01:** تعرف الأسهم على أنها عبارة عن حصة من الحصص المتساوية لرأس مال شركة مساهمة ويتم تقديم الحصة من طرف الشريك لأي شخص مكتتب مقابل الحصول على وثيقة تسمى السهم وتحصيل قيمته الاسمية⁽¹⁾.
- **ت02:** تعرف أيضاً على أنها أداة ملكية ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام أو الخاص، لها قابلية على التداول في الأسواق الثانوية وتتصف بديمومتها مع عمر الشركة أو المشروع.
- **ت03:** عبارة عن حصة في ملكية المنشأة أو حصة في رأس المال المنشأة، يحق لصاحب السهم المشاركة في أرباح الشركة بعد تسديد المنشأة لالتزاماتها تجاه الآخرين⁽²⁾.
- **ت04:** كما يمكن تعريف الأسهم على أنها صكوك متساوية القيمة عند إصدارها، قابلة للتداول بالطرق التجارية، ويتمثل فيها حق المساهم في حق رأس مال الشركة التي ساهم فيها، وتخول له بصفته هذه ممارسة حقوقه لاسيما حقه في الحصول على الأرباح واختيار مجلس الإدارة⁽³⁾.

(1) حياة زيد، مرجع سبق ذكره، ص: 09.

(2) عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد، عمان، الأردن، 2008، ص: 81.

(3) أحمد أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة للبركة، إدارة التطوير والبحوث، قسم الدراسات والبحوث الشرعية، 1995، ص: 107-108.

من خلال ما سبق نجد أن السهم هو ورقة مالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية تمثل حق ملكية بالنسبة لحاملها في أرباح الشركة، ولها صفة الديمومة مع عمر الشركة أو المشروع وللسهم مزايا عديدة ومتنوعة تميزه عن غيره من الأدوات المالية.

كما نستنتج من التعاريف السابقة أن تعرف السهم يستوجب أن يكون:

- ✓ صك أو شهادة سواء لحاملها أو لاسمه أو لأمر.
- ✓ تدل على حق أو امتلاك جزء في شركة المساهمة أو شركة الأموال.
- ✓ يتمتع حامل الأسهم بحقوق والتزامات اتجاه الشركة.
- ✓ السهم ورقة مالية غير قابلة للتجزئة أو التقسيم.
- ✓ يمكن تداولها أو التنازل عليها حسب نوع السهم.

2- قيم الأسهم:

للسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي: (1)

أ. **القيمة الاسمية للسهم:** هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة.

وتعرف أيضا بأنها قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيم السهم، وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس، إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملا وربما أكثر، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم.

ب. **القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية:** وهي القيمة المسجلة في السجلات المحاسبية للشركة من خلال معرفة القيمة الدفترية لأصول الشركة في سجلاتها وكذا التزاماتها، إضافة إلى قيمة الأسهم الممتازة باعتبارها التزام على الشركة اتجاه حاملي هذه الأسهم، ويعطينا هذا المؤشر قيمة السهم

(1) محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص:191.

الدفترية ويساعد ذلك في معرفة درجة المخاطر التي يتحملها المستثمر بعد مقارنة سعر السهم بالسوق مع القيمة الدفترية ومدى إمكانية استرداد قيمة المبلغ المستثمر في حالة تصفية الشركة⁽¹⁾. ويمكن اعتماد الصيغة الآتية لاحتساب القيمة الدفترية:⁽²⁾

$$\frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} + \text{أرباح غير موزعة}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الدفترية}$$

ج. **القيمة السوقية:** وهي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية، الذي يخضع لظروف العرض والطلب، علماً بأن هذه الظروف كثيراً ما تعكس البيئة الاقتصادية، السياسية والاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة لظروف التبادل الدولية والداخلية، وانعكاس التقلبات الاقتصادية السوقية، واختناقات الاقتصاد المحلي، وهذا فضلاً عن واقع الشركة المعنية من حيث مستويات ربحيتها، والقيمة السوقية للسهم تمثل محصلة التقاء قوى العرض والطلب، أي من خلالهما يتحقق السعر العادل للسهم الذي يتداول به في سوق الأوراق المالية، وتلعب كل من القيمة الدفترية والقيمة الاسمية دوراً هاماً في تحديد القيمة السوقية التي تباع بها الأسهم في سوق الأوراق المالية⁽³⁾.

د. **القيمة التصفية:** وهي القيمة التي يتوقع أن يحصل عليها في حالة تصفية الشركة وسداد الالتزامات التي عليها وكذلك حقوق حملة الأسهم الممتازة وتسمى القيمة الحقيقية للسهم أو نصيب السهم من بيع الشركة⁽⁴⁾.

ثانياً: خصائص وحقوق حملتها:

1- خصائص الأسهم:

تتمتع الأسهم بخصائص ومميزات تجعلها مختلفة عن باقي أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية ومن هذه الخصائص نذكر مايلي:⁽⁵⁾

- **الأسهم متساوية القيمة:** تعنى هذه الخاصية أنه حيث تقوم شركة المساهمة بإصدار عدد من الأسهم العادية فإنها تكون أسهم متساوية القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيمة مختلفة

(1) سمية بلعيد، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

(2) رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص: 54.

(3) المرجع السابق، ص ص: 55-56.

(4) عباس كاظم الدعمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء، الأردن، 2009، ص: 161.

(5) عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص: 29.

بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى، إذ يمكن لشركة معينة أن تصدر مثلاً سندات مختلفة القيمة الاسمية في آن واحد، بينما لا يمكن ذلك في الأسهم إلا أنه يمكن للشركة في البلدان التي تسمح قوانينها التجارية بإصدار أسهم ممتازة أن تقوم بإصدار مثل هذه الأسهم بقيمة اسمية تختلف عن القيمة الاسمية لأسهمها العادية.

- **خاصية القابلية للتداول:** تتوفر للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية من خلال هذه الخاصية، حيث تجعل بالإمكان التنازل عن هذا السهم بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة، وخاصية التداول وإن كانت تتوفر استثناءً في بعض الأوراق المالية فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم شركات المساهمة العامة. لكن القوانين التجارية تضع في معظم الأحيان شروطاً خاصة على عملية التداول بقصد الحد من عمليات المضاربة غير المشروعة بالأسهم، منها على سبيل المثال عدم السماح للمؤسسين أن يتصرفوا بأسهمهم إلا بعد مضي سنتين على تأسيس الشركة نهائياً، أو بعد توزيع نسبة محددة من أرباحها على المساهمين.

- **الأسهم غير قابلة للتجزئة:** لا يجوز أن يتعدد مالك السهم الواحد أمام الشركة، فمثلاً إذا آلت ملكية السهم إلى أكثر من شخص نتيجة الإرث أو هبة أو وصية... إلخ، فإن هذه التجزئة لا تسري في مواجهة الشركة ويتعين إما بيع السهم أو أقسام قيمته أو إجراء صلح تؤول بموجبه ملكية السهم إلى شخص واحد، ينتدب بالوكالة الشرعية ليصبح بمثابة الحائز الوحيد للسهم أمام الشركة، مع اعتبار باقي الشركاء في السهم مسؤولين بالتضامن - في حدود قيمة السهم - عن الالتزامات الناتجة عن هذه الملكية وتسهل هذه الخاصية مباشرة الحقوق مثل حق التصويت في الجمعية العمومية وكافة الحقوق التي لا يتصور تجزئتها⁽¹⁾.

- **خاصية المسؤولية المحدودة للمساهم⁽²⁾:** تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، وهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموماً حيث تكون مسؤوليته غير محدودة.

(1) سليم قط، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، 2015/2016، ص: 80.

(2) عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص: 29.

2- حقوق حملة الأسهم:

تمنح الأسهم لجمالها حقوق عدّة بقدر مساهمتهم في رأس مال الشركة، ومن أهم الحقوق التي يتمتع بها حملة الأسهم:⁽¹⁾

- أ. حق اقتسام الربح المتحقق عن نشاط الشركة بعد استثناء الاحتياطي القانوني من صافي الأرباح، كما أنه قد تقوم شركة المساهمة بتوزيع أرباح على المساهمين تفوق الربح الفعلي للشركة وذلك بالسحب من احتياطي دعم الأرباح بهدف ترغيب الآخرين في الاكتتاب في أسهم الشركة.
- ب. حق المساهم في توجيه ومراقبة نشاط الشركة وذلك من خلال حق التصويت في الجمعية العمومية، حق مراقبة ميزانية الشركة وحساب الأرباح والخسائر.
- ج. حق المساهم في الحصول على نصيبه من موجودات الشركة عند تصفيتها وذلك بمقدار حصته فيها وذلك بعد ترتيب أصحاب الحقوق حسب الأولوية في استرجاع أموالهم فمثلاً أصحاب الديون وأصحاب الأسهم الممتازة أولى من أصحاب الأسهم العادية.
- د. حق البقاء في الشركة وحق الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة.
- هـ. حق التنازل عن الأسهم والتصرف بها بالبيع أو الهبة وغيرها من التصرفات القانونية.

ثالثاً: أنواع الأسهم:

يمكن تقسيم الأسهم إلى عدّة أنواع وحسب مجموعة من الاعتبارات المختلفة:

1- حسب الشكل:

من حيث الشكل نميز بين:⁽²⁾

- **أسهم اسمية:** السهم الاسمي هو السهم الذي يحمل اسم صاحبه وتدون فيه البيانات المقيدة في سجلات الشركة، يتداول بطريقة التسجيل أي تقييد اسم مشتري أسهم في سجل المساهمين.
- **أسهم لحاملها:** يكون السهم لحاملة عند إصداره بشهادة لا تحمل اسم صاحبها أو مالکها والهدف من ذلك تحقيق المرونة العالية في التداول في سوق الأوراق المالية إذ تنتقل الملكية إلى المشتري بمجرد استلامه لشهادة السهم.

(1) سليم قط، مرجع سابق، ص:80.

(2) قيصر عبد الكريم الهني، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية، دار رسلان للطباعة للنشر والتوزيع، سوريا، 2006، ص:43.

- **أسهم لأمر:** وهذا النوع من الإصدار يتم فيه ذكر اسم مالكة في شهادة الإصدار مقترنا بشرط الأمر أو الإذن والمقصود بذلك أن يتم انتقال ملكية السهم بواسطة الشهادة دون الحاجة للرجوع إلى الشركة.

2- من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:

وتقسم إلى مايلي:⁽¹⁾

أ. **الأسهم العادية:** يعرف السهم العادي على أنه: وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، وهكذا فإن الأسهم العادية هي الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها.

ومن أهم الحقوق التي يتمتع بها حملة الأسهم العادية مايلي:⁽²⁾

- **الحق في الأرباح الموزعة:** يحق للمساهمين باعتبارهم ملاك الشركة الحصول على جزء من الأرباح التي حققتها شركتهم، وتمتاز هذه الأرباح بالتغير حسب النتيجة المحققة من قبل الشركة كما أنها غير ملزمة بتوزيع الأرباح سنويا حسب ما يقرره مجلس الإدارة والجمعية العمومية للشركة المصدرة للسهم.
- **حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة المصدرة لسهم:** ويعتبر التصويت وسيلة للسيطرة على الشركة، حيث يتم التصويت على مسائل هامة جدا مثل:
 - اختيار أعضاء مجلس الإدارة.
 - تعديل القانون الأساسي للشركة.
 - كيفية توزيع الأرباح بين الشركات باختلاف أصنافهم.
 - اتخاذ قرارات رفع رأس مال الشركة... إلخ.
- **حق الأولوية في الاكتتاب:** بمجرد إصدار أسهم عادية جديدة أو أوراق مالية قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، فإن للمساهمين العاديين القدامى الأولوية في شرائها بنسبة ما يمتلكونه من أسهم قديمة.
- حق نقل ملكية السهم بالبيع أو بالتنازل أو بأي طريقة أخرى.
- حق الاطلاع على وثائق الشركة خاصة ووثائق المحاسبة وقائمة المساهمين الآخرين.

(1) معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص ص: 92-93.

(2) حياة زيد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 10-11.

▪ **حق المساهم في موجودات الشركة بعد التصفية:** عند تصفية الشركة يقوم مالكوها ببيع أصولها وتسديد ما عليها من ديون، ثم تدفع حصص حملة الأسهم الممتازة وما تبقى يقسم فيما بين المساهمين العاديين، كما أنه إذا ما تجاوزت ديونها الأصول السابقة فإن حملة الأسهم لا يحصلون على شيء، ولكن في أسوأ الأحوال لا يخسرون أكثر من مساهمتهم في تلك الشركة، لأن مسؤوليتهم محدودة بتلك المبالغ التي ساهموا بها.

وتمر الأسهم العادية بمرحلتين في التعامل:⁽¹⁾

- **في المرحلة الأولى:** يجري الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية وبالتالي فإنها تعد إضافة حقيقية لرأس المال الشركة.

- **وفي المرحلة الثانية:** يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب، وتتميز هذه المرحلة بأنها مجرد عملية للتداول بين البائعين والمشتريين ونقل حقوق الملكية من شخص إلى آخر، وبذلك فإن المستثمر يحصل على أسهم الشركات بشرائها في كل من الأسواق الأولية والأسواق الثانوية.

وللأسهم العادية عدة أنواع لعل أهمها مايلي:⁽²⁾

▪ **الأسهم المرتبطة بسمعة الشركة:** عند تداول الأسهم العادية؛ فإن المستثمرين يفضلون الأسهم الخاصة بالشركات التي تحقق أرباحاً عالية نسبياً وتقوم بتوزيع هذه الأرباح بشكل منتظم، وبالمقابل يبتعدون عن أسهم الشركات التي تعاني من انخفاض في أرباحها الصافية ولكن التوجه قد يكون بالعكس في حالة التركيز على سعر السهم في السوق.

▪ **الأسهم المتنامية والأسهم المتباطئة:** عندما يقيم سهم بأقل من قيمتها الطبيعية فمن المتوقع أن يحقق هذا السهم عوائد متنامية متفوقة على الأسهم الأخرى ذات المخاطر المماثلة.

ومن خلال مقارنة الأسهم المتنامية والأسهم المتباطئة خلال فترة زمنية معينة يمكن للمستثمر انتقاء أكثر الفرص الاستثمارية ربحية.

ب. **الأسهم الممتازة:** وهي من الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض الصعوبات المالية ويمكن تعريف السهم الممتاز على أنه: « السهم الذي يقع في مكان وسط بين الأسهم العادية والديون

(1) معروف هوشيار، مرجع سبق ذكره، ص: 93.

(2) المرجع السابق، ص ص: 97-98.

حيث تتحدد له نسبة توزيعات معروفة مقدماً لحامل هذا السهم ولكن لا يوجد التزام قانوني بدفع هذه التوزيعات، وتدفع في حالة إقرار مجلس الإدارة لها .»

ولحملة الأسهم الممتازة حقوقاً أعلى من حقوق أصحاب الأسهم العادية وتتمثل هذه الحقوق فيما يلي:⁽¹⁾

- تقرير نسبة معينة من الأرباح لحملة هذه الأسهم قبل توزيعها بالتساوي على المساهمين.
- منح أصحاب هذه الأسهم نسبة أرباح أعلى من نسبة أرباح أصحاب الأسهم العادية.
- لهم الأولوية عند تصفية موجودات الشركة.
- منح أصحاب هذه الأسهم عدد أعلى من أصوات أصحاب الأسهم العادية في الجمعية العامة للمساهمين.
- لهم الحق في تحويل أسهم إلى أسهم عادية ولاشك أن هذا الحق يكون بتكلفة حيث يباع هذا السهم بأعلى من مثيله في السوق.
- منح أصحاب هذه الأسهم أولوية في الترشح لعضوية مجلس الإدارة.
- يحق لهم الاحتفاظ بمستحقاتهم في أرباح السنوات التي لم يجري فيها توزيع ذلك من أرباح سنوات لاحقة.

وبالرغم من المزايا العديدة لهذه الأسهم إلا أنه من الناحية التمويلية يعاب على هذه الأسهم ارتفاع تكلفتها حيث لا تسمح الجهات الضريبية باعتبار توزيعها لهذه الأسهم عبئاً على الإيرادات، كما هو الحال بالنسبة لفوائد الاقتراض مما يجعل تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة أعلى من تكلفة التمويل بالاقتراض من الخارج.

3- حسب طبيعة الحصة المساهم بها:

ونميز هنا الأنواع التالية:⁽²⁾

- أ. أسهم عينية: هي الأسهم التي تعود ملكيتها لأصحابها بعد أن يدفعوا قيمتها عينا كأرض أو بضاعة أو مبنى.. إلخ، إلا أنه يشترط في هذا النوع من الأسهم مايلي:
 - الوفاء بتقديمها كاملة.
 - تقرير الحصة الغينية تقريراً صحيحاً قبل منح الأسهم العينية.

(1) محمد الفاتح محمود بشير، البورصات والأسواق المالية، المكتبة العصرية، المنصورة، مصر، 2017، ص:81.

(2) سليم قط، مرجع سبق ذكره، ص:82.

- عدم تداولها قبل مضي سنتين.

ب. **الأسهم النقدية:** فهي تمثل حصصاً نقدية في رأس مال الشركة، وهذه الأسهم قد تكون محررة أي وقعت قيمتها كلها وقد تكون غير محررة أي دفع بعض قيمتها، ويمكن دفع جزء من القيمة الاسمية عند الاكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط في المواعيد التي تحددها الشركة⁽¹⁾.

ج. **الأسهم المجانية:** تقوم الشركة بإصدار هذا النوع من الأسهم عند زيادة رأس المال من خلال ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأسمالها الأصلي، وبالتالي فإن هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة المقررة في رأس المال، ويتم توزيعها مجاناً على المساهمين حيث أن قيمتها قد تم تسديدها من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي، ويكون التوزيع على المساهمين بنسبة ما يملكه كل مساهم من الأسهم الأصلية.

د. **الأسهم المختلطة:** وهي الأسهم التي يمتلكها أصحابها بعد دفع قيمتها نقدًا وبعينًا، لمن يدخل مساهماً أو مكتتباً في أسهم شركة بأن يدفع مقابل ذلك عقاراً ومبلغاً نقدياً.

رابعاً: التوجهات الجديدة بشأن الأسهم:

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

1- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم العادية:

نذكر منها:

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** من المعتاد أن الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي حققتها المؤسسة ككل، أما هذا النوع من الأسهم فإن التوزيعات ترتبط بقسم إنتاجي معين بها⁽²⁾.
- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** حسب التشريع الضريبي الأمريكي، فإنه يسمح للمؤسسات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى عمالها بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي⁽³⁾.

(1) عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص: 30-31.

(2) رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

(3) لحسن دردوري وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 114.

- الأسهم العادية المضمونة: هي الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في مطالبة المنشأة بتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم عن مستوى معين خلال فترة محددة عقب الإصدار، ويتم التعويض إما نقداً أو بحصول المساهم على أسهم عادية مجانية أو أسهم ممتازة⁽¹⁾.

2- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم الممتازة:

يمكن ذكر مايلي:

أ. الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: حيث ترتبط فيها التوزيعات بمعدل عائد سندات الخزينة، ويجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناءً على التغيير الذي يطرأ على عائد سندات الخزينة، وحدد مجال تغير نسبة التوزيعات بين 75% إلى 15,5% من القيمة الاسمية للسهم.

ب. الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: هي الأسهم الممتازة التي تعطي لصاحبها حق التصويت كتعويض لحملة الأسهم العادية عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي⁽²⁾.

ج. أسهم التمتع: سهم التمتع هو الصك الذي يستلمه المساهم تعويضاً له عن أسهمه التي ردت قيمتها له (استهلكها) أثناء قيام الشركة، ولصاحب هذا الصك الحقوق التالية⁽³⁾:

- حق الحصول على نسبة ضئيلة من أرباح الشركة يحددها نظام الشركة.
- حق الحصول على نسبة من أموال التصفية بعد استرداد أصحاب الأسهم العادية لقيمة أسهمهم.
- حق المشاركة في مداورات الجمعية العمومية والتصويت فيها

المطلب الثاني: السندات

تلجأ الشركات لتلبية احتياجاتها من الأموال طويلة الأجل إلى العديد من المصادر كالاقتراض من البنوك، فتح رأس مالها للاكتتاب العام، أو إصدار السندات، وسنتطرق في هذا المبحث لمفهوم هذه الأخيرة وذكر أهم خصائصها مع مختلف الأنواع التي تميزها.

(1) محمد الفاتح محمود بشير، مرجع سبق ذكره، ص: 82-83.

(2) عبد الرحمان بن عزوز، مرجع سبق ذكره، ص: 35.

(3) علي محي الدين، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد 07، ص: 12.

أولاً: مفهوم السندات وخصائصها:

1- مفهوم السند:

تعريف الأول: « تمثل السندات صكوك مديونية وليست ملكية، وتتمثل عائدها في معدل الفائدة المقرر على السند إذ يحصل حامل السند على الفوائد المقررة بغض النظر عن تحقيق الشركة أرباحاً وخسائر»⁽¹⁾.

كما يعرف على أنه: « التزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقرض المصدر (المصدر للسند) تقديم مدفوعات إلى المقرض (المحتفظ بالسند) والتي هي فائدة تدفع خلال عدد محدود من السنوات بالإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الاسمية، وهكذا فإن الفائدة عبارة عن التزام مالي إضافي للأشخاص أو الوحدات ذات العجز والذي يقابل المال المطلوب للوحدات ذات الفائض كمكافأة على تأجيل استهلاكهم، وبذلك تتساوى الالتزامات المالية الكلية مع الموجودات المالية الكلية في الاقتصاد المعني»⁽²⁾.

ويعرف كذلك: « صك قابل للتداول أو يثبت حق مالكه فيما يتعلق من مال على سبيل القرض للشركة، وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة، واقتضاء دينه في الموعد المحدد لإنهاء مدة القرض»⁽³⁾.

من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن السندات تمثل ديناً على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، تثبت حق حاملها، وله الحق في الحصول على عوائد دورية ثابتة تتمثل في فائدة محددة والتي تنقضي بانقضاء الموعد المحدد لانتهاء عمر السند.

2- خصائص ومميزات السندات:

تتميز السندات بخصائص متعددة أهمها:⁽⁴⁾

(1) حيدر يونس الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية، الأردن والسعودية حالة تطبيقية

للمدة (1990-2007)، أطروحة دكتوراه، قسم الاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2009، ص: 25

(2) معروف هوشيار، مرجع سبق ذكره، ص ص: 109-110.

(3) سليم قط، مرجع سبق ذكره، ص: 96.

(4) معروف هوشيار، المرجع نفسه، ص: 110.

- أ. السندات أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر والمستثمر، تحدد فيها العوائد الدورية وحتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة وذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية ومهما كانت ربحية الجهات المصدرة وظروفها المالية.
- ب. تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.
- ج. تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمها الاسمية وهما: قيم أولى عند بيعها بخصم وقيم أعلى عند بيعها مع علاوة.
- د. تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مستثمري السندات يخصمون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد، وهنا فإن المعدلات الأعلى للخصم تعطي قيما حالية أدنى للسندات.
- هـ. كلما كانت فترات التسديد أصول وأسعار الفوائد أدنى فإن السندات تحمل مخاطر أكبر، حيث أن الفترة الأطول للتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة، علما بأن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص.

كما يتميز السند بخصائص أخرى نذكر منها:⁽¹⁾

- **خاصية الاستدعاء:** تمنح السندات القابلة للاستدعاء حق للجهة المصدرة باستدعاء السند بسعر محدد يسمى سعر الاستدعاء وخلال مدة محددة ضمن اتفاقية العقد، والدوافع الرئيسية من إصدار هذه السندات هو الاستفادة من انخفاض معدلات الفائدة السوقية المتوقعة في المستقبل، وبشكل يمنح الشركة خيار استبدال السندات القائمة ذات الكوبون المرتفع بالسندات ذات الكوبون المنخفض وتسمى هذه العملية بإعادة تمويل السندات، وينظر لهذا النوع من السندات بأنها أكثر مخاطرة من السندات غير قابلة للاستدعاء، وفي هذه الحالة سوف يفقد حامل السند القابل للاستدعاء أي عوائد مستقبلية كان سيجنيها من ارتفاع قيمة السند أو أي تغير ايجابي قد يحدث مستقبلاً لصالح السند.
- **خاصية التحويل إلى أسهم:** تسمح هذه الخاصية لحاملي السندات بالاستفادة من فروقات العوائد والامتيازات التي يمكن أن يحصلوا عليها من عملية التحويل⁽²⁾، وفي مقابل تلك الميزة عادة ما تصدر تلك السندات بأسعار فائدة أقل من السندات العادية ويتم التحويل على أساس ما يسمى بمعدل

(1) سليم قط، مرجع سبق ذكره، ص: 98.

(2) معروف هوشيار، مرجع سبق ذكره، ص: 111.

التحويل (سعر التحويل) ويقصد بنسبة التحويل عدد الأسهم التي يمكن الحصول عليها في مقابل تحويل السند، فيما يعني سعر تحويل السعر الفعال للسهم العادي من خلال تحويل السند؛ حيث يحسب كمايلي:⁽¹⁾

$$\begin{aligned} \text{سعر التحويل} &= \frac{\text{القيمة الاسمية للسند}}{\text{عدد الأسهم المشكلة}} \\ \text{نسبة التحويل} &= \frac{\text{قيمة السندات المحولة}}{\text{سعر التحويل}} \end{aligned}$$

- **خاصية التسديد الجزئي (السنوي)⁽²⁾**: هنا تتعهد الجهات المصدرة للسندات- وذلك تحفيز للمستثمرين- باستعدادها لتسديد جزء من قيم السندات المعنية سنويا وقبل الموعد النهائي لإضفاء الكلية، ولاشك بأن هذه القابلية تمثل ضمانا للمستثمرين فتعمق ثقتهم بالأداء المذكور غير أن في ذلك جانبا سلبيا أيضا لأن التسديد الجزئي يحمل خصما على الفوائد المستحقة، أي تكون العوائد التي سيتلقاها المستثمرون فعلا أقل من العوائد التي تتضمنها القيمة الكلية في نهاية الفترة.

ثانيا: حقوق حملة السندات:

يمكن إجمال هذه الحقوق في النقاط التالية:⁽³⁾

1. لحامل السند حق الأولوية في الحصول على قيمة السند عند التصفية قبل حملة الأسهم.
2. لمالك السند فائدة ثابتة، مهما كانت أوضاع الشركة المصدرة للسند من ربح أو خسارة، يستوفياها في المواعيد المتفق عليها عند الاكتتاب في هذه السندات.
3. الحق في استرداد القيمة الاسمية في الموعد المتفق عليه مسبقاً دون تأخير أو استهلاك السندات.
4. الحق في إنشاء هيئة لحاملي السندات، تحضر الجمعيات العامة للشركة، ويحق لهذه الهيئة اتخاذ التدابير التحفظية لحماية حقوق حملة السندات.

ثالثا: أنواع السندات:

تشمل السندات على عدة أنواع تختلف ميزاتها وخصائصها عن بعضها وفيمايلي نذكر

أهمها:

(1) عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص:85.

(2) حياة زيد، مرجع سبق ذكره، ص ص:14-15.

(3) علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي، الأردن، 2012، ص:131.

1- حسب الجهة المصدرة:

وتقسم السندات حسب هذا المعيار إلى:⁽¹⁾

1-1 - **سندات حكومية:** هي صكوك متساوية القيمة تمثل ديناً في ذمة الحكومة، ويتم تداولها بالطرق التجارية، وتكون دائمة أو مستهلكة، وعادة ما تقوم وزارة المالية ممثلة في الخزينة العمومية بإصدار هذه السندات وتسمى سندات الخزينة وتصدرها الحكومة من أجل:

- تمويل العمليات الاقتصادية.
- تمويل عجز الميزانية.
- مواجهة التضخم.

وتصدر الحكومة السندات عن طريق الاكتتاب العام أو طرحها في البورصة بصفة تدريجية أو الاستعانة بالبنوك لبيعها، وتتميز هذه السندات بكونها خالية من المخاطر، وتتمتع بدرجة من السيولة وعدم خضوعها للضرائب وتتقسم السندات الحكومية إلى مايلي:⁽²⁾

أ. **أذونات الخزينة وسندات الخزينة:** أما أذونات الخزينة فهي أداة دين قصيرة الأجل تهدف الحكومة من إصدارها إلى تمويل عجز مؤقت في الميزانية العامة، أما بالنسبة لسندات الخزينة فهي أداة دين طويلة الأجل وتتمتع سندات الخزينة بأن العائد عليها معفى من الضريبة مع عدم تعرضها للمخاطر، لكن تتعرض لمخاطر تقلبات أسعار الفائدة السوقية، وتتميز كونها قابلة للتداول أما أذونات الخزينة فهي غير قابلة للتداول.

ب. **صكوك المديونية وشهادات الاستثمار:** بالنسبة لصكوك المديونية هي سندات تصدرها الحكومة على موارد إضافية لتغطية العجز في موازنتها، وشهادات الاستثمار هي سندات دين تصدرها البنوك لصالح الحكومة وهي على ثلاثة أنواع:

- **المجموعة (أ):** هي سندات مدتها عشر سنوات، ولا تسترد القيمة ولا الفوائد إلا بعد انتهاء المدة، حيث يحصل صاحب السند على القيمة الاسمية يضاف إليها التراكم من الفوائد بالنسبة المتفق عليها في نهاية المدة.

- **المجموعة (ب):** وهي سندات تعطي لصاحبها الفوائد المستحقة كل سنة أو ستة أشهر حسب شروط الإصدار، وتسترد قيمة السند في نهاية المدة.

(1) سليم قط، مرجع سبق ذكره، ص:100.

(2) محمد الفاتح محمود بشير، مرجع سبق ذكره، ص:91.

- **المجموعة (ج):** هي شهادات ذات جوائز تجري عليها عملية السحب الدورية بإعطاء جوائز للشهادات الفائزة اعتماداً على اليانصيب، ولا يترتب عليها فوائد ثابتة لحاملها.

1-2- **سندات الهيئات المحلية والمؤسسات والدوائر الرسمية:** وهي التي تصدر عادة لأغراض استثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية وبالتالي تكون هذه السندات كالسندات الحكومية طويلة الأجل، وتتسم غالباً بنفس خصائصها حيث الضمانات الرسمية والإعفاءات الضريبية وخاصة بالنسبة لفوائدها وهي على نوعين:⁽¹⁾

- **سندات إجبارية عامة:** والتي تضمن بالنفوذ الضريبي للإدارة المصدرة لها.

- **سندات العوائد:** وهي تضمن من خلال إمكانية الحصول على عوائدها من مشروع معين.

1-3- **السندات الصادرة عن المؤسسات الأهلية:** تصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص ومن الأمثلة عليها ما يعرف بالسندات العادية والسندات المضمونة بعقار، أما أهم ميزاتها إصدارها بمعدلات فائدة مرتفعة على السندات الحكومية، بالمقابل من أهم عيوبها تعرض حاملها لمخاطر أكثر من حامل السندات الحكومية⁽²⁾.

2- **حسب شكل إصدار السند:**

ونميز حسب هذا المعيار مايلي:⁽³⁾

▪ **السند لحامله:** يكون السند لحامله عندما يصدر حالياً باسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها، ويمكن تداوله بيعة أو شراءً أو بالتنازل وفي تواريخ استحقاق الفائدة بتقديم صاحب السند للبنك المختص بالكوبون لتحصيل قيمة الفائدة ويطلق على هذا النوع أيضاً سندات الكوبون⁽⁴⁾.

▪ **السند الاسمي أو المسجل:** ويكون السند اسماً أو مسجلاً من حمل اسم مالكه، كما يوجد سجل خاص لملكية السندات لدى الجهة المصدرة، والسندات الاسمية أو المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل، ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي وفائدته ولذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك

(1) معروف هوشيار، مرجع سبق ذكره، ص: 115.

(2) صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 126.

(3) سليم قط، مرجع سبق ذكره، ص: 101.

(4) رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، المعزز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 110.

يحمل اسم صاحب السند وعن طريق البنك، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلًا جزئيًا ويقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط، أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحامله شكل كوبونات ترفق بالسند وتوزع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة⁽¹⁾.

3- حسب تاريخ استحقاقها:

وحسب هذا المعيار تقسم إلى:⁽²⁾

- أ. **سندات قصيرة الأجل:** وهي السندات التي لا تتجاوز أجالها عامًا واحدًا، وهذا النوع من السندات أداة تمويلية قصيرة الأجل، فيتم تداولها في سوق النقد، وهذه السندات تمتع بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطر المرافقة لها، لذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيًا.
- ب. **سندات متوسطة الأجل:** وهي السندات التي يزيد أجالها من عام ولا يتجاوز سبعة أعوام، وتعتبر أداة تمويلية متوسطة الأجل وتكون معدلات الفائدة عليها أعلى من تلك التي على السندات قصيرة الأجل.
- ج. **سندات طويلة الأجل:** وهي السندات التي يزيد أجالها عن سبعة أعوام، وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا يتم تداولها في سوق رأس المال وتصدر بمعدلات فائدة عالية عادة⁽³⁾.

4- أنواع السندات حسب الضمان:

وفي هذا الصدد يميز نوعين من السندات، سندات بضمان وسندات بدون ضمان.

- **السندات المضمونة:** وهذا النوع من السندات مغطى برهن على أصول معينة كالعقارات مثلا، ويجب أن تكون القيمة السوقية للعقار الذي يتم رهنه مقابل السندات المصدرة أعلى من قيمة تلك السندات من أجل ضمانها، وفي حالة عدم قدرة الشركة على دفع قيمة السندات المستحقة مع الفوائد أو في حالة تصفية الشركة فإنه يتم دفع قيمة السندات من قيمة العقار المرهون بعد تصفيته، كما أن عقد إصدار السندات قد ينص على وجود وصيٍّ أو أمين على الإصدار، وعادة ما يكون بنكا يطلق عليه البنك الأمين، حيث يكون البنك هو الضامن في دفع قيمة السندات في حالة عدم قدرة الشركة المصدرة على ذلك⁽⁴⁾.

(1) صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص:126.

(2) محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية...، مرجع سبق ذكره، ص:217-219.

(3) معروف هوشيار، مرجع سبق ذكره، ص:114.

(4) عبد النافع عبد الله الزوري، توفيق غازي، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001، ص:164-165.

- **السندات غير المضمونة:** هي السندات التي تصدر عن الشركات بدون ضمانات مما قد يسبب لحاملها مخاطر كبيرة لذلك فإنها عادة ما تصدر بمعدلات فائدة أعلى من غيرها والضمان الوحيد لحامل هذا النوع هو سمعة الشركة ومركزها المالي وثقة المتعاملين فيها.⁽¹⁾

5- أنواع السندات حسب العوائد:

وفقا لمعيار العائد فإنه يمكن تمييز عدد كبير من أنواع السندات والتي جاءت بها ابتكارات الهندسة المالية في أسواق الأوراق المالية:⁽²⁾

أ. **سندات ذات فائدة ثابتة:** وهي تلك السندات التي تتضمن قيمة كوبون ثابت طويل الأجل للسند وتكون متفق عليها مسبقاً ضمن شروط الإصدار ويتم سداد هذه الفوائد في تاريخ محدد من كل عام، وهذه النوعية من السندات تضمن لحاملها عائداً ثابتاً وهو ما يرغبه الكثير من المستثمرين وتتأثر هذه السندات بأي تغيرات تطرأ على أسعار الفائدة في السوق في الأجل القصيرة نظراً للعلاقة العكسية بين أسعار السندات السوقية وسعر الفائدة السوقي⁽³⁾.

ب. **سندات ذات معدل فائدة متغيرة:** أستخدمت في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات، وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليتماشى مع معدلات الفائدة السائدة في السوق، وفي السندات ذات سعر الفائدة القائم يتم ربط سعر فائدتها بسعر فائدة على أصل مالي آخر قصير الأجل يتسم بحساسية للتغيير في أسعار الفائدة السوقية سواء كان التغيير يفعل التضخم أو تغيير سعر الفائدة الحقيقي⁽⁴⁾.

ج. **سندات الدخل:** قامت الهندسة المالية في الثمانينات بتقديم سندات الدخل التي من شأنها أن تحمي الشركات من التعرض لمخاطر التوقف عن السداد، إذ لم تستطع الوفاء بالفوائد الدورية في مواعيدها فحلمة تلك السندات ليس من حقهم المطالبة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها الشركة الأرباح، وإن كان من الممكن النص في نشر الإصدار على حق حامل هذه السندات في الحصول على فوائد

(1) محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1998، ص: 139.

(2) منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005، ص: 367.

(3) سليم قط، مرجع سبق ذكره، ص: 104.

(4) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 21.

مجموعة عن سنة سابقة لم تتحقق فيها الأرباح، وذلك من أرباح السنوات اللاحقة بعد أقصاه فوائد ثلاثة سنوات لاحقة⁽¹⁾.

د. **سندات المشاركة:** وهي نوع من السندات تعطي المستثمر الحق في أرباح الشركة إضافة إلى الفوائد الدورية، وتصدر سندات المشاركة من قبل الشركات التي تعامي من وضع ائتماني ضعيف لأنها لم تستطع الحصول على أموال لتبقى مستمرة إلا بهذه الطريقة، مع ملاحظة أن أصحاب الأسهم العادية يعارضون إصدار هذا النوع من السندات لعدم انخفاض مقدار الأرباح الموزعة عليهم⁽²⁾.

هـ. **سندات منخفضة الجودة (رديئة الجودة):** تصدر هذه السندات الشركات الصغيرة والشركات التي لا تستطيع أن تستوفي متطلبات الإصدار ودرجة الجدارة الائتمانية المطلوبة للإصدارات العادية، ويتم إصدار هذه السندات بعائد أعلى من عائد السندات السائد بهدف جذب المستثمرين وتعويضاتهم عن المخاطر المصاحبة للاستثمار في هذه السندات⁽³⁾.

6- أنواع السندات حسب قابلية الاستدعاء:

وحسب هذا النوع تقسم إلى:⁽⁴⁾

- **سندات غير قابلة للاستدعاء:** وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها حين انتهاء أجلها، ولا يجوز للجهة المصدرة استدعاؤها للإضفاء، ولأي سبب من الأسباب والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء، إلا إذا نص قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار.
- **السندات القابلة للاستدعاء:** وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء وتصدر بعلاوة استدعاء، يقصد بها تشجيع المستثمر على شرائها لأن شرط الاستدعاء يمكن استغلاله من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت أسعار السندات في سوق الأوراق المالية. وتجدر الإشارة إلى أن شرط الاستدعاء وكذلك طول مهلة الحماية يلعبان دوراً كبيراً في تحديد معدل فائدة السند، فالسندات القابلة للاستدعاء بشكل عام تصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك الغير قابلة للاستدعاء ، فكلما طال مهلة حماية السند من الاستدعاء نقص معدل الفائدة والعكس بالعكس⁽⁵⁾.

(1) منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص:367.

(2) عبد النافع عبد الله الزوري، فرح توفيق غازي، مرجع سبق ذكره، ص:166.

(3) عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص:84.

(4) صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص:128.

(5) Higgins Robert, **Analysis for financial management**, 6th er, McGraw Inc, USA, 2001, P:118.

وبعدما تطرقنا لأنواع السندات يمكننا أن نعطي جدولاً مبسطاً ومختصراً لأهم الفروقات بين الأسهم والسندات:

جدول رقم (01): أهم الفروقات بين الأسهم والسندات

السند	السهم
1. دين على الشركة.	1. جزء من رأس مال الشركة.
2. حامل السند دائن بقيمة السند.	2. حامل السهم شريك بقدر مساهمته.
3. عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	3. ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
4. حامل السند ليس له الحق في الإدارة في حالتي تغيير شكل قانوني أو إدماج الشركة في شركة أخرى.	4. حامل السهم له الحق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
5. حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.	5. حامل السند لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل للزيادة أو النقصان.
6. حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	6. عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون الكاملة.
7. القيمة الجارية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.	7. القيمة الجارية أو السوقية للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.
8. الفوائد على السندات تعتبر من النفقات ولا تخضع للضريبة.	8. عائد السهم يعتبر توزيعاً للأرباح ويخضع للضريبة.
9. حملة السندات ليس لهم حق الإصلاح أو الحضور لاجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.	9. للمساهمين حق الاطلاع والحصول على المعلومات، خاصة لما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة.

المصدر: سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية- دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص تجارة دولية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014/2015، ص:44.

رابعاً: اهتلاك ومخاطر السندات:

1- اهتلاك السندات:

يمثل السند أصل قرض طويل الأجل عادة، وبذلك فإن على الجهة المصدرة له أن تسدده حين استحقاق اجله أو قبل ذلك باهتلاكات السندات، ولهذا الأخيرة عدة طرف ينص عليها نظام الإصدار

السندات، وإن غاب نص صريح في هذا الشأن فإن اختيار الطريقة يرجع إلى الجهة المصدرة عادة وفيما يلي أهم تلك الطرق:⁽¹⁾

▪ **السداد الجزئي للسندات:** تكون عملية السداد الجزئي للسندات قبل آجال استحقاق القرض المجرأ، أما مقدار الجزء المسدد من قبل الشركات المصدرة فيتوقف كل الإمكانيات المالية المتاحة لها وبناءً على نص قانوني خاص بهذه العملية في نظام الإصدار.

▪ **تكوين احتياطي استهلاك السندات:** قد ينص نظام الإصدار على شرط تكوين احتياطي خاص باهلاك السندات، وفي هذه الحالة تصبح عملية التسديد إلزامية وقانونية، وبشكل هذا الاحتياط بعدة طرق منها:

- كأن يخصص مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد.

- تخصيص مبلغ لا يكفي لاستهلاك نسبة معينة من السندات المصدرة.

- تخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

▪ **السداد التدريجي:** تصدر بعض الشركات نوعاً من السندات يمكن أن يطلق عليها اسم السندات ذات مواعيد الاستحقاق المتسلسل، ومعنى ذلك أن السندات المصدرة لا تستحق السداد دفعة واحدة، بل تسدد في تواريخ استحقاق متوالية، وحسب هذه الطريقة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبطة، حيث يستحق سداد كل مجموعة في السنة الموالية لاستحقاق المجموعة التي تسبقها، يؤدي هذا النوع إلى سداد السنوات تدريجياً وبطريقة منظمة معروفة لجميع الأطراف.

2- مخاطر السندات:

يحصل حامل السند على تدفقات نقدية تتأثر هذه الأخيرة بمجموعة من العوامل نذكر منها:

أ. **مخاطر أسعار الفائدة:** إن عائد السند يتأثر بالتقلب في أسعار الفائدة السائدة في السوق وإذا حدث وارتفعت أسعار الفائدة السائدة في السوق بعد إصدار السند وكانت لحامل السند رغبة في بيعه، فإنه في هذه الحالة يكون سعر البيع أقل من القيمة الاسمية للسند الذي ينجر عنه خسائر مالية يتحملها حامل السند، وأيضاً إذا أصبحت أسعار السندات نفسها أكثر تقلباً، فإن المخاطر المقترنة بحياسة السندات تزداد ومن ثمة تصبح أصولاً أقل جاذبية.

(1) صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 130.

ب. **مخاطر إعادة الاستثمار:** تشير مخاطر إعادة الاستثمار إلى تلك المخاطر الناجمة عن إعادة استثمار الفوائد التي يحصل عليها المستثمر حامل السند، بالإضافة إلى القيمة الاسمية التي يستردها عند الاستحقاق عند سعر فائدة منخفض عن سعر الفائدة السائد في السوق وقت إصدار السند والتي على أساسها قبل المستثمر شراء السند، وكلما كان السند قابلاً للاستدعاء كلما زادت مخاطر إعادة الاستثمار فغالباً ما تلجأ المنشأة المصدرة إلى هذا الإجراء عند انخفاض أسعار الفائدة في السوق مما يؤدي إلى عدم حصول حامل السند على العوائد التي اتخذ قرار شراء السند على أساسها، ليس هذا فقط بل تقوم بإعادة استثمار المبلغ الذي يتحصل عليه من الاستدعاء عند سعر فائدة منخفض.

ج. **مخاطر التوقف عن السداد:** تظهر هذه المخاطر عند فشل الشركة المصدرة في مقابلة التزاماتها نحو حملة السندات (دفع الفائدة أو سداد قيمة الأصل عند الاستحقاق)، وهذه المخاطر يمكن التنبؤ بها من خلال الترتيب الذي تنشره المؤسسة المالية المتخصصة في تحديد وقياس الجدارة الائتمانية للشركة المصدرة للسندات.

د. **مخاطر السيولة:** تتعلق مخاطر السيولة بقدرة حامل السند على التخلص منه وذلك بالبيع في أي وقت وبسعر مناسب، وعليه كلما انخفض احتمال بيع السند قبل تاريخ استحقاقه بسعر سوقي مناسب كلما دل ذلك على ارتفاع مخاطر سيولة السند

المطلب الثالث: المشتقات المالية

لقد أدى التحرير المتسارع لأسواق المال العالمية وإزالة القيود التي تحد من نشاط المؤسسات المالية وانتقال رؤوس الأموال والتنافس بين المؤسسات المالية على اختلاف أنواعها، لابتكار أحدث الأدوات والمنتجات المالية وطرحها في الأسواق؛ وسنتطرق في هذا المطلب لأهم هذه الأدوات وهي المشتقات المالية.

أولاً: مفهوم المشتقات المالية وأهميتها استخدامها:

1- **تعريفها:** عقود المشتقات المالية بأنها: « أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة، مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم والسندات، وقيمتها السوقية تنشق أو تتوقف كلياً على القيمة السوقية لأصل آخر يتداول في السوق الحاضر سواء المنظم أو غير المنظم »⁽¹⁾.

(1) عادل رزق محمد، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، دار طيبة للنشر، القاهرة، 2004، ص:96.

تعرف كذلك على أنها: « عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة مرجعية يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط والاستثمار والمضاربة ويكون تقلب قيمتها اشد من تقلب قيمة الموجود الضمني لها وتتعلق بفقرات والتزامات خارج الميزانية»⁽¹⁾.

2- أهمية استخدام المشتقات المالية:

لم يكن ظهور عقود المشتقات وليدًا الصدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية جديدة، بل جاء لسد حاجة وضرورة تتمثل في:⁽²⁾

- أداة الاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر.
 - إتاحة فرصة أفضل لتخطيط التدفقات النقدية.
 - تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد.
 - سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية.
 - الاحتياط من مخاطر التغير المتوقع في أسعار الأصول محل التعاقد، أي الاحتياط ضد مخاطر التغير في معدلات العائد، أسعار الأسهم، أسعار الصرف، وكذلك أسعار السلع بما في ذلك الذهب والمعادن الثمينة الأخرى.
 - استخدام المشتقات لزيادة السيولة.
 - استخدام المشتقات بهدف الاستثمار المضاربة والاستفادة من تقلبات أسعار السوق لهذه المشتقات.
 - تشجيع الحكومات المحلية لأسواق المشتقات كعنصر لجذب رؤوس الأموال الأجنبية.
- ثانياً: أنواع المشتقات المالية:

من الصعب بما كان حصر كافة أنواع المشتقات المالية ولكننا نستطيع التمييز بين ابرز واهم عقود المشتقات المالية المتعامل بها.

1- العقود الآجلة:

أ. مفهومها: يمكن تعريفها على أنها: « عقود تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً وبحيث يتم التسليم في تاريخ لاحق»⁽³⁾.

(1) شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2015، ص: 165.

(2) محفوظ حبار، عدلية مريم، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة- دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد 10، 2010، ص: 25.

(3) عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 83.

ويمكن تعريفها كذلك: « هي اتفاق بين طرفين أحدهما مشتريا للعقد والآخر بائعا له يلتزمان بموجبه بتسليم أو استلام كمية من الأصل (سلعة أو ورقة مالية أو عملية أجنبية أو احد مؤشرات الأسهم) بتاريخ في المستقبل في مكان محدد وبسعر محدد يتفق عليه مسبقا بتاريخ التعاقد»⁽¹⁾.

والعقود الأجلة هي عقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين وفي وقت مستقبلي يحدد مسبقا وبسعر يحدد مسبقا، ويظهر هنا سعران أحدهما يعرف بسعر التسليم الذي هو السعر السائد والآخر وبالسعر لأجل يتساوى السعران وقت التعاقد، إلا أن السعر الأول يكون ثابت والسعر الثاني يكون قابلا للتغيير⁽²⁾.

ب. خصائصها: نذكر أهمها:⁽³⁾

- يصعب المضاربة بهذه العقود: حيث ان الغرض الأساسي لها هو الحماية من مخاطر التقلبات في المستقبل كما يوجد التزام بالتنفيذ من الطرفين وليس هناك سوق ثانوية يتم تداولها فيه.
- تعتبر عقودا نهائية بمجرد التوقيع ولا يمكن الرجوع فيها أو تعديلها.
- يتم التنفيذ في تاريخ التنفيذ: وليس قبله كما في عقود الخيار الأمريكي.
- تلك العقود تمتاز بمرونة التفاوض على أي شرط من شروطها بما يتفق مع طرفي العقد وتمتاز بسهولة الاستخدام.
- الهامش يكون في حالة واحدة يوم الصفقة الاصلية.

2- العقود المستقبلية:

أ. مفهومها: يمكن تعريفها على أنها: « عقود قانونية أو رسمية يجري ترتيبها في أسواق منظمة لتؤكد تعهد بالتسليم إلى المشتري أو بالاستلام من البائع وذلك لكمية ونوعية تم الاتفاق عليها من أصل استثماري معين وفي وقت ومكان محددين بالمستقبل وتجرى كافة التقديرات حسب التوقعات السوقية وقت التسليم»⁽⁴⁾.

وتعرف كذلك على أنها: « عقد يلزم الطرفين المتعاقدين على تسليم واستلام سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية، بسعر متفق عليه في تاريخ محدد وتعد العقود المستقبلية بمثابة ورقة مالية قابلة للتداول،

(1) مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، اثناء للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2012، ص:215.

(2) معروف هوشيار، مرجع سبق ذكره، ص ص:154-155.

(3) شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص ص:169-170.

(4) معروف هوشيار، مرجع سبق ذكره، ص:152.

وتتمتع بسهولة عالية، ولذا يتم استخدامها في كل من أغراض المضاربة والتحوط، حيث يمكن للمستثمر وبسهولة أن يبيع العقد في أي وقت وبالسعر السائد في السوق، وفي هذه الحالة سيلزم المشتري الجديد بمضمون العقد بطبيعة الحال»⁽¹⁾.

وتعرف كذلك: «التزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض أحدهما أن يسلم الآخر (أو يستلم منه) وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محدودة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدود وزمان محدد وبموجب سعر محدد»⁽²⁾.

ومن التعاريف السابقة نستنتج أن العقد المستقبلي يتم بين طرفين أحدهما بائعا للعقد والآخر مشتريا له ويتم العقد على أساس تسليم وإسلام أصل محدد قد يكون معادن أو سلع أو أوراق مالية، حيث يتم مسبقا الاتفاق على سعر ومدة العقد وتاريخ تنفيذه، كل ذلك يتم بواسطة سمسار أو بيت سمسرة التي تكون عبارة عن وسيط وضامن من خلال إلزام المتعاقدين على تقديم هامش مبدئي يقدر بنسبة مئوية من قيمة الصفقة.

ب. خصائص العقود المستقبلية: تمتاز العقود المستقبلية بخصائص نذكر منها:⁽³⁾

- تتميز بأنها نمطية في شروط التعاقد فلا تتباين العقود من عقد لآخر ولا تخضع لرغبة المتعاقدين كما هو الحال في العقود الآجلة من حيث حجم العقد ومدته وصفاته أو جودته.
- تكلفة التعامل في الجلسات المفتوحة للمزاد العلني في أسواق العقود المستقبلية تميل للانخفاض.
- يتم الشراء في العقود المستقبلية بسعر محدد متفق عليه مسبقا في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد، وبذلك يتم تجنب مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضرة عند التنفيذ والذي قد يكون مرتفعا.
- إن العقود المستقبلية طرفين أحدهما بموقع المشتري أو المتسلم للأصل الاستثماري والآخر بموقع البائع أو المتسلم للأصل الاستثماري. وبالتالي فإن مكاسب أحد الطرفين هي نفسها خسائر الطرف الآخر.
- إن طرفي العقود المستقبلية غالبا ما لا يعرف أحدهما الآخر، وبالتالي لا يقوم هذان الطرفان بالتبادل مع بعضهما البعض مباشرة، ولكن من خلال بنود التصفية أو التسوية التي تعمل كمشتري أو بائع

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، دار الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2001، ص: 413.

(2) هشام السعدني خليفة البدوي، عقود المشتقات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011، ص: 246.

(3) سهام عيساوي، الإدوات المالية المشتقة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص: 135.

دون أن تتنافس أي من المشتريين أو البائعين، وهي تمارس وظائفها الأساسية في توازن الحسابات ودفع الأرباح وتجميع المدفوعات وتحقيق الاستقرار وتجاوز التبادلات المباشرة بين المتعاملين وضمان انجاز العقود بكفاءة⁽¹⁾.

- رغم أن تنفيذ العقد المستقبلي إلزامي لكل من المشتري والبائع، إلا أن هناك إمكانية أمام كل طرف للتخلص من التزامات العقد، وذلك بأخذ مركز مضاد أو معاكس في السوق على عقد مماثل، فلو أن المركز كان مركز طويل أي مركز مشتري، فيمكن التخلص من التزامات ذلك المركز يأخذ مركز قصير أي مركز بائع على عقد مماثل، لنقل كل التزاماته للصرف الثاني في العقد الثاني⁽²⁾.

ج. أنواع العقود المستقبلية: من بين أهم أنواع العقود المستقبلية مايلي:

- عقود مستقبلية على أسعار الفائدة: هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، اغلب هذه العقود يتم إخلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم الاتفاق عنها في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة⁽³⁾.

- العقود المستقبلية التي تنص على مؤشرات السوق: هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محدد مسبقاً، وتكون قيمة العقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددتها البورصة مضروبة في قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.

- عقود مستقبلية على السلع: وهي بمثابة عقد بين طرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقداراً محدداً من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد وذلك في ظل توفر شروط محددة حتى تكون السلعة قابلة لذلك⁽⁴⁾.

3- أوجه المقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:

يمكن تلخيص أوجه المقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة في الجدول التالي:

(1) معروف هوشيار، مرجع سبق ذكره، ص:153.

(2) عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص:82.

(3) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط:3، دار وائل للنشر، الأردن، 2003، ص:100.

(4) هشام السعدي خليفة البدوي، مرجع سبق ذكره، ص:255.

جدول رقم (02): أوجه المقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
ماهيتها	هي عقود شخصية إذ أن العلاقة بين الطرفين المتعاقدين شخصية حيث يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروفهما الشخصية التي قد لا تتفق مع غيرها	هي عقود نمطية إذ أن جميع الشروط هذا السعر والكمية هي شروط ليست محللاً للتفاوض بما يجعلها عقوداً غير شخصية والعلاقة بين الطرفين المتعاقدين غير مباشرة حيث يتوسط بين التسوية بين الطرفين بما يضمن حقوق كل منهما
درجة الالتزام	ليس لها سوق ثانوي الأمر الذي يعني أنه بمجرد إبرام العقد فلا يستطيع أي من الطرفين إلغائه (دون خسائر) وبالتالي فهي تتطوي على مخاطر عدم القدرة على التسليم ومخاطر حدوث تغير في سعر الأصل محل التعاقد في المستقبل	لها سوق ثانوي فيمكن لأي من الطرفين إقفال مركزه متى شاء
مدى التعرض للخسارة	تحدد خسائر الطرفين المتعاقدين وفقاً لتحركات أسعار الأصل محل التعاقد في السوق الحاضر	خسائر مشتري العقد المستقبلي قد تمتد لتشمل قيمة العقد بالكامل، ولكن يمكن استرداد الهامش المبدئي بالكامل إذا لم يتعرض المشتري للخسارة
استخدامها	لا يجد المضاربون مكاناً في سوق العقود الآجلة فهم لأغراض لهم في الأصل محل التعامل، بل إن كل ما يهم المضارب هو اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة لتقوم بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق أرباح	يجد المضاربون في سوق العقود المستقبلية الفرصة لتحقيق الأرباح

المصدر: سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية- دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص تجارة دولية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015/2014، ص:50.

4- عقود الخيارات:

أ. مفهومها: تعتبر عقود الخيار من أهم مشتقات الأصول المالية التي تتداول في أسواق الخيار، والتي قد تكون أسواق مستقلة أو جزء من السوق الحاضرة، وانتشرت عقود الخيار بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار.

ويمكن تعريف عقود الخيار على أنها: « اتفاقية تجري بين طرفين بغرض تداول أصول حقيقية (سلع مختلفة) أو أدوات مالية كالأسهم والأدوات ذات العوائد الثابتة أو بعض المؤشرات، وذلك لتنفيذ في وقت لاحق بسعر يتفق عليه الطرفان يعرف بسعر الخيار أو سعر التسليم»⁽¹⁾.

كما يمكن تعريفها بأنها: « عقود يمنح بموجبها مصدر الاختيار حامل العقد الحق دون الالتزام لشراء أو بيع أصل مالي سعر متفق عليه وقت تحرير العقد وفي خلال مدة زمنية أو في تاريخ محدد، ويمنح المشتري هذا الحق في مقابل مبلغ من المالي تمثل علاوة الاختيار تدفع لمصدر الاختيار»⁽²⁾.

كما تعرف أيضا على أنها: « أداة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة ويطلق عليه الخيار الأمريكي، أو في تاريخ محدد ويسمى الخيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدما ويضمن عقد الخيار لحامله حقا وليس التزاما، أي أن حامل عقد الخيار لديه حق الخيار في شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، وعند حلول موعد التنفيذ، فإن مفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه، أما إذا قام بتنفيذه فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك لأن العقد يصبح ملزما»⁽³⁾.

ب. عناصر عقود الخيار: تشمل عقود الخيار على العناصر التالية:⁽⁴⁾

- طرفي العقد إذ أن لكل عقد خيار طرفين هما البائع والمشتري.
- تاريخ التعاقد.
- نوع الأصل محل التعاقد.
- كمية العقود وكمية الأصل في كل عقد.
- سعر التنفيذ أي السعر الذي بموجبه ستتم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذه، ويسمى أيضا بسعر التعاقد وهو غالبا ما يعادل القيمة السوقية في تاريخ إبرام الاتفاق وهو بذلك يختلف عن سعر السوق الذي تباع به الورقة المالية.

(1) معروف هوشيار، مرجع شيق ذكره، ص: 158.

(2) عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

(3) سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية- دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص تجارة دولية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2014/2015، ص ص: 45-46.

(4) حاكم الربيعي ومؤلفون آخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2011، ص ص: 183-184.

- تاريخ التنفيذ أو تاريخ الاستحقاق أو الممارسة (إذا كان الخيار من النوع الأوروبي) أو الفترة الزمنية التي يسري خلالها (إذا كان الخيار من النوع الأمريكي) وهذه الميزة لهذا الأسلوب تؤدي إلى زيادة العلاوة المدفوعة من قبل مشتري الحق.
- قيمة العلاوة أو المكافأة التي يحصل عليها محرر الخيار، وتتوقف عادة قيمة هذه العلاوة على عدة عوامل مثل: القيمة السوقية للأصل المشمول بالخيار وسعر التنفيذ وتاريخ التنفيذ وأسعار الفائدة السائدة- العرض والطلب على شراء وبيع عقود الخيار- تقلبات الأسعار.
- ج. أنواع عقود الخيار: يمكن التمييز بين عدة أنواع من عقود الخيار كمايلي:
- ❖ حسب الحق الذي يحصل عليه حامل الخيار:
- خيار الشراء: يكون العقد خيار شراء عندما يعطي للطرف الأول أي المشتري الحق بأن يشتري (أو ينفذ) من الطرف الثاني محرر الخيار أصلاً معيناً بكمية معينة، وسعر معين وفي تاريخ معين خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق، وذلك مقابل علاوة يدفعها المشتري للبائع. ووفقاً لما سبق فإن خيار الشراء يكون ملزماً ببيع الأصل محل العقد ووفق الشروط التي يتضمنها العقد وذلك إذا ما رغب مشتري الخيار بتنفيذ العقد⁽¹⁾.
- خيار البيع: هو عقد يسمح للمستثمر ببيع عدد من الأوراق المالية بسعر وتاريخ محددين نظير مبلغ (علاوة) يدفعها مشتري خيار البيع لمحرر خيار البيع، والغرض من هذا الخيار أو الحق هو الحماية من مخاطر فقدان الاستثمارات لقيمتها السوقية، فتنفيذ هذا الحق يتم بالسعر المنقوع عليه مسبقاً وإن انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية محل العقد في تاريخ التنفيذ، ومما سبق فإن مشتري خيار البيع ينفذ العقد إذا انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية محل العقد وفي المقابل فإن خيار البيع ملزماً بقبول تنفيذ الصفقة مقابل علاوة يحصل عليها⁽²⁾.
- ❖ حسب مدة التنفيذ: يمكن أن نميز فيها نوعين:⁽³⁾
- عقود خيار أمريكية: هي عقود يسمح فيها المشتري العقد بأن يمارس حقه في الاختيار وذلك بالتنفيذ في أي وقت خلال فترة زمنية من فترة سريان العقد.

(1) مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، مرجع سبق ذكره، ص: 52.

(2) منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمارات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 85.

(3) السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الأردن، ص: 245.

- عقود خيار أوروبية: هي عقود يكون فيها المشتري العقد حق في تنفيذ الخيار إذا أراد في تاريخ محدد، هو تاريخ نهاية صلاحية العقد وليس خلال مدة سريان العقد.

❖ حسب التغطية: وتنقسم إلى نوعين:

- عقود خيار مغطاة: هي عقود يمتلك فيها محرر العقد للأصل محل العقد أي أنه يستطيع أن يوفي بالتزامه بالبيع إذا أراد المشتري تنفيذ العقد.

- عقود خيار غير مغطاة: هي العقود التي لا يمتلك فيها محرر العقد الأوراق المالية محل الاتفاق، فإن محرر العقد ملزم بتوفير الأصل المتفق عليه في حالة ما أراد مشتري الحق تنفيذ العقد.

5- عقود المبادلة:

أ. مفهومها: عقود المبادلات تعتبر من أهم المشتقات المالية وتستخدم في الغالب من أجل تغطية المخاطر المستقبلية لتقلبات قيم الأصول المالية المستثمر فيها وتستخدم هذه العقود في مبادلة أسعار الفائدة.

ويمكن تعريفها كمايلي: « بأنها اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية تتحدد آنيا وفقا لقيمة الصفقة، على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في تاريخ لاحق، وعقود المبادلات باعتبارها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ يتم تسوية العقد على فترات دورية وتكون ملزمة لطرفي العقد»⁽¹⁾.

كما تعرف على أنها: « اتفاق تعاقدى بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة في المستقبل ومحددة وتسمى الاطراف التي توافق على التبادل باسم الاطراف المتقابلة»⁽²⁾.

كما يمكن تعريف عقود المبادلة على أنها: « التزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي يمتلكه أحد الطرفين مقابل تدفق أو أصل يمتلكه الطرف الآخر وبالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق».

وبهذا المفهوم تحدد شروط عقد المبادلة عدة عناصر رئيسية وهي:

- طرفي العقد،الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المبادلة، مدة سريان العقد
- قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المبادلة، السعر الأجل لمبادلة الأصل المتفق عليه.

(1) عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 83.

(2) سهام عيساوي، مرجع سبق ذكره، ص: 256.

وتستخدم عقود المبادلات في عدة أغراض منها:⁽¹⁾

- الوقاية من المخاطر السعرية في فترات مختلفة.
- تخفيض تكلفة التمويل
- الدخول إلى أسواق جديدة.
- استحداث أدوات مركبة.

ومن خلال التعاريف السابقة نجد أن عقود المبادلة هي عقود تمتاز بكونها غير نمطية مثل العقود المستقبلية، وكذلك هي عقود لاحقة التنفيذ مثل العقود الآجلة يتوجب قيامها وجود طرفين على الأقل وفي بعض الحالات طرف ثالث كوسيط.

ب. أهميتها: تكمن أهمية عقود المبادلات في دورها الفاعل عند التحوط من المخاطر المختلفة وكذلك يمكن ذكر النقاط التالية:⁽⁴⁾

- تعتبر عقود المبادلة وسيلة سريعة المقترضين لتغيير طبيعة الأصول والخصوم والمساواة بين نوعية الآجال للأصول والخصوم.
- يمكن للمقترضين من خلال الميزة النسبية الحصول على ما يتطلعون إليه من تمويل بتكلفة أقل، وذلك من خلال الاقتراض من السوق الذي يتمتع فيه المقترض بميزة نسبية، ثم يستبدل التزاماته بنوع التمويل الذي يرغب فيه.
- وجود ما يسمى بفرض المراجعة والتي تمكن المقترض من تخفيض تكاليف تمويله بالاقتراض بالعملية الأجنبية وتغطية المخاطر المصاحبة لذلك.
- مساهمة الوسطاء بدور فعال في تطوير سوق المبادلات، حيث تحول دورهم من مجرد سمسرة إلى تجار أو شركاء في العقد، وذلك لعدة أسباب منها: صعوبة إيجاد الطرفين المتطابقين لقيمة وشروط العقد، بالإضافة إلى دور الوسيط كضامن للطرف الأقل ائتماناً.

ج. أنواع العقود المبادلات:

- مبادلات أسعار الفائدة: تتضمن عقود المبادلات الخاصة بأسعار الفائدة نوعين رئيسيين:⁽²⁾

(1) سميحة بن محياوي، مرجع سبق ذكره، ص: 51.

(2) معروف هوشيار، مرجع سبق ذكره، ص: 170.

- أحدهما: مبادلات تقوم على ثبات المبلغ الأساسي الافتراضي والآخر مبادلات تعتمد أساساً افتراض متغيراً، ويعد النوع الأول الصيغة الأكثر شيوعاً للمبادلات المعنية فهو يعتمد على التعاقد بين طرفين يلتزم أحدهما بدفع معدل ثابت للكوبون (طويل أو متوسط الأجل).
- بينما يتعهد الطرف الثاني بدفع معدل معوم (قصير الأجل)، أما بالنسبة للنوع الثاني فهو أقل ممارسة مقارنة بالنوع الأول فهو يقوم على اتفاق الطرفين على تبني مؤشرات.
- **مبادلات العملات:** عبارة عن بيع (أو شراء) عملة معينة في استحقاق معين، ثم شراء (أو بيع) نفس العملة في استحقاق آخر حيث يقوم طرفان بعد اتفاق بينهما يتضمن عمليتين:⁽¹⁾
 - عملية شراء (أو بيع) عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الفوري بسم الصرف الحالي بين العمليتين.
 - عملية بيع (أو شراء) في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبق بين العمليتين.
- وتعتمد عمليات مبادلة العملات على التوقعات المستقبلية للفروق في معدلات فائدة وأسعار الصرف بين العمليتين محل التعاقد.
- وتهدف مبادلات العملات إلى تجاوز مخاطر أسعار الصرف خلال فترة المبادلة حيث يقبل أحد الطرفين بالأسعار الثابتة يكسب من استقرار هذه الأسعار، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر على تغيير الأسعار المعنية.
- ✓ **خيارات المبادلات:** وهي جمع بين خصائص عقود المبادلات وخصائص الخيارات، حيث أن هذا النوع من المبادلات يستمد خاصية رئيسية للخيارات في أن للمشتري الحق وليس عليه الواجب في إلغاء العقد أو في استمرار ممارسته حتى نهاية الفترة المعتمدة، وفي المقابل يجري تبادل حقوق تدفق موضوعات ثابتة مع حقوق تدفق مدفوعات معومة كما هو الحال في عقود المبادلات⁽²⁾.
- ✓ **مبادلة الأسهم:** عبارة عن اتفاق على مبادلة لمعدل العائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر في تاريخ لاحق⁽³⁾.

(1) سمية بلعيد، مرجع سبق ذكره، ص: 38.

(2) معروف هوشيار، مرجع سبق ذكره، ص: 172-173.

(3) سميحة بن محياوي، مرجع سبق ذكره، ص: 52.

د. شروط عقود المبادلات: إن هناك شروط عديدة تسهم في بناء عقود المبادلات وضمن تحقيقها،

أهدافها الرئيسية في التحوط من المخاطر وبلوغ الأرباح لكافة أطرافها ومن هذه الشروط نذكر: (1)

- الفترة الملائمة للسداد.
- المؤشر الواقعي للعائد
- ايجابية دور السماسرة والمتاجرين.
- توافق المراكز الائتمانية للأطراف المتعاقدة.
- توافر المزايا النسبية.
- نطاق المعلومات المتاحة.

(1) فرج عبد العزيز عزت، اقتصاديات البنوك (الصناعة المصرفية والمالية الحديثة)، بيان للطباعة والنشر، مصر، 2002، ص:38.

المبحث الرابع: التقنيات الأساسية في سوق الأوراق المالية

إن سوق الأوراق المالية يعمل في إطار ميكانيزما خاصة به حيث تشمل هذه الأخيرة على عدة جوانب مسؤولة عن تطور السوق، ولعل من أهم هذه الجوانب نجد كفاءة سوق الأوراق المالية والتي يوجد لها العديد من المفاهيم الخاصة بها وإلى جانب ذلك نجد كذلك أن للمؤشرات دور هي الأخرى في تطور السوق بالإضافة إلى تحرير سوق الأوراق المالية من خلال العولمة المالية.

وسنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم الكفاءة وأهم أنواعها وأهدافها إضافة إلى ذكر بعض المؤشرات المستخدمة في تحليل سوق الأوراق المالية وكذلك العولمة المالية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية، وبالرغم من كل ذلك إلا أن لسوق الأوراق المالية معوقات تحول دون تطورها وهو ما سنتطرق إليه كذلك مع ذكر أهم طرق تفعيلها.

المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية

أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية ومازالت تثير اهتماما للباحثين والمتعاملين في هذه الأسواق وسنتطرق في هذا المطلب لمفهوم الكفاءة وأهم فرضياتها ومستوياتها.

أولاً: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها:

قبل التطرق لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية نتطرق لمفهوم الكفاءة بصفة عامة والمفاهيم المرتبطة بها.

1- مفهوم الكفاءة:

للكفاءة عدة تعاريف نذكر منها:⁽¹⁾

« القدرة على حل المشاكل المهنية ضمن إطار مغطى » فالكفاءة مكتسبة حسب هذا التعريف إذ يتم تشكيلها من خلال الخبرة التي تراكمها الموارد البشرية نتيجة مواجهة أوضاع العمل، وبالتالي يمكن اعتبار المعرفة العلمية بالإضافة إلى المعرفة عنصراً جوهرياً آخر تتضمنه الكفاءة. ويمكن تعريفها كذلك بأنها: « مجموعة المعارف العلمية التي تضمن تميزاً تنافسياً في الأسواق » فالكفاءة أساسية لتعزيز الوضع التنافسي للمنشأة التي تتوفر على كفاءات يعني أن لها ميزة تنافسية تمثل إحدى نقاط القوة⁽²⁾.

(1) محمد الفاتح محمود بشير، مرجع سبق ذكره، ص: 51-52.

(2) إبراهيم مزبود، خديجة بلحياي، اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية على المستوى الضعيف باستخدام طريقة الأنماط الطارئة RUN TEST - حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2015، مجلة المعارف، العدد 22، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة البويرة، 2017، ص: 310.

ومن خلال ما سبق يمكن التمييز بين الكفاءة الفردية التي تتمثل في القدرة على استخدام الدرايات والمعارف العملية المكتسبة معا من أجل التحكم في وضعيات مهنية معينة وتحقيق النتائج المنتظرة هذا من جهة، ومن جهة أخرى الكفاءة الجماعية التي لا تعتبر محطة جمع الكفاءة الفردية بل تتجسد في أثر الدمج الذي يتحقق نتيجة إدماج الكفاءات الفردية التي تتقاسم ثقافة مشتركة للمنشأة ومعرفة عملية تنظيمية جماعية⁽¹⁾.

❖ الكفاءة والمفاهيم المرتبطة بها:

- المهارة: مجموعة محصورة ضمن كفاءات معينة تنتج عموماً عن حالة تعلم، وهي الكفاءات الحديثة تعني خصوصاً الإتقان.
- القدرة: إمكانية النجاح، وكفاءة ضمن مجال علمي أو نظري، والقدرة تتمثل في بعض الانجازات التي ترتبط مع بعضها البعض في خاصية معينة.
- الاستعداد: قدرة ممكنة أي وجود بالقوة، وأداء متوقع يتمكن الفرد من انجازه فيما بعد عندما يسمح بذلك عامل النمو والنضج أو عالم التعلم، أو عندما تتوفر في ذلك الشروط الضرورية والاستحقاق كأداء كامل يمكن على أساسه التنبؤ بالقدرة في المستقبل، والاستعداد هو نجاح كل نشاط سواء تعلق بمهمة أو سلوك أو تعلم على مهنة ما، فإنه يتطلب من الفرد التحكم في القدرات والتحفيزات.
- الانجاز: ما يتمكن الفرد من تحقيقه آنياً من سلوك محدد، وهو بهذا المعنى يقترن نوعاً ما بمفهوم الاستعداد والقدرة، وإذا كانت القدرة تدل على ما يستطيع الملاحظ الخارجي أن يسجله بأعلى درجة من الوضوح والدقة، فإنها بذلك تشير إلى إمكانية الفرد المتعددة في الانجاز.
- السلوك: السلوك أو التصرف وهو يشمل نشاط الإنسان وحتى الكائن الحي في تفاعل مع بيئته من أجل تحقيق أكبر قدر من التكيف معها.

2- تعرف كفاءة سوق الأوراق المالية:

يوجد العديد من التعريف لكفاءة سوق الأوراق المالية نذكر منها:

« يعكس مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية العلاقة بين أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها وبين البيانات والمعلومات المتوفرة على مستواه »⁽²⁾.

(1) منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمارات، مرجع سبق ذكره، ص: 38.

(2) صفية صديقي، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية لسلوكية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2012/2011، ص: 05.

ويمكن تعريفها أيضا: « تلك السوق التي تتمتع بقدر عالٍ من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، وتكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق»⁽¹⁾.

كما تعرف أيضا: « هي تلك الأسواق التي يجب أن تعكس أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها المعلومات جميعا، لذا يجب أن تكون الأوراق المالية تعكس المعلومات المتوافرة كلها»⁽²⁾. ويرى كل من فاما " FAMA " ولوري وبريلي أن « السوق المالي الكفاء هو الذي يعكس أسعاره في أي وقت وبصورة كاملة في جميع المعلومات المتوفرة، طالما أن جميع المعلومات الجيدة متوفرة بشكل رخيص وسريع وواسع للمستثمرين، وأن هذه المعلومات تضم ما هو معروض ومناسب لتقديمه للأوراق المالية»⁽³⁾.

ومن خلال التعاريف السابقة نستنتج أن كفاءة سوق الأوراق المالية تقوم على توافر المعلومات لكل المتعاملين الاقتصاديين، حتى لا يكون هناك مشاكل عدم تماثل المعلومات، بمعنى أن أسعار الأداة المالية خاصة الأسهم تكون عادلة عندما تعكس القيمة الحقيقية الواقعية لها ولأن وظائف سوق الأوراق وهدفها الأساسي تخصيص الموارد المالية للمشاركة الأكثر إنتاجية، فإنه لا بد من تحقيق الكفاءة لتتمكن هذه الأسواق من تحقيق أهدافها بشكل أمثل وبالتالي يجب أن تعكس أسعار الأسهم قيمتها الحقيقية. ووفقا لمفهوم الكفاءة يفترض أن تؤدي دورين بارزين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر:

- الدور المباشر: يتجسد من خلال قيام المستثمر بشراء أسهم شركة ما، فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية وبالتالي فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

(1) سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم - دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، اطروحة دكتوراه غير منشورة، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010/2009، ص:50.

(2) Charles P. Jones, *investments analysis and management*, john midget sons in New York, 1996, P:245.

(3) عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص:201.

- الدور غير المباشر: يقوم على إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع مؤسسات وعادة ما تكون بسعر فائدة معقول⁽¹⁾.

3- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:

لكي يتحقق التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ينبغي أن يتوفر في سوق الأوراق المالية الكفاءة، كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل كمايلي:⁽²⁾

أ. **كفاءة التسعير:** ويطلق عليها كذلك بالكفاءة الخارجية وهي بسرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق دون فاصل زمني، وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يجعل أسعار الأسهم مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة في السوق.

وبذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أحدهم تحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين⁽³⁾.

ب. **كفاءة التشغيل:** ويطلق عليها كذلك بالكفاءة الداخلية وهي تعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، ودون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح التجار والمتخصصين (أي صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيها، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فحتى تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرين لإتمام الصفقة في حدها الأدنى بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة، ولو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة وقد يكون العائد من وراء البحث على المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف لإبرام الصفقة⁽⁴⁾.

(1) صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية- دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد07، 2010/2009، ص:08.

(2) حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص ص:33-34.

(3) براق محمد بن صوشة ثامر، تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر، مجلة الحقول والعلوم الإنسانية، العدد28، جامعة عاشور زيان، الجلفة، (د.س.ن)، ص:94.

(4) نوري موسى شعري وآخرون، إدارة الاستثمار، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2012، ص:102.

ثانياً: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية والعلاقة بينهما:

تتخذ صيغ كفاءة السوق الأوراق المالية أشكالاً عدة في ضوء سعة المعلومات وشمولها مما ينعكس على الأسعار السوقية بشكل كامل وسريع، ويمكن تصنيف كفاءة السوق إلى ثلاث مستويات بالاعتماد على فرضية وفرة المعلومات وكلفتها.

1- صيغ الكفاءة لسوق الأوراق المالية:

أ. **فرضية الصيغة الضعيفة:** وهي التي تقضي بأن يكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، مما يعني بأن أي محاولة للتنبؤ لما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى⁽¹⁾، ويظهر من خلال مضمون الكفاءة بالشكل الضعيف أن قواعد التحليل الفني وأدواته غير قادرة على اكتساح السوق وتحقيق المستثمرين لعوائد إضافية، لأن المعلومات التاريخية التي يحصل عليها المتعاملين في السوق لا تحقق أي ميزة معلوماتية لمستثمر على آخر⁽²⁾.

ويعرف مفهوم الكفاءة عند المستوى الضعيف بنظرية الحركة العشوائية للأسعار ذلك أنه إذا كان من المستحيل التنبؤ بسعر السهم اعتماداً على المعلومات المتاحة عن الأسعار وحجم الصفقات في الماضي، فإن التغيرات التي طرأت على سعره في الماضي أي أنه لا يوجد ترابط بين سعر أمس وسعر اليوم وسعر الغد⁽³⁾.

ب. **فرضية الصيغة المتوسطة:** وفقاً لهذه الفرضية فإن أسعار الأسهم في السوق تعكس، بالإضافة إلى البيانات التاريخية المتعلقة بأسعار وتعاملات الأسهم في الماضي، كافة المعلومات العامة المتاحة للجماهير والتي تتمثل في الآتي:⁽⁴⁾

- الأحداث الاقتصادية والسياسية على المستوى العالمي.
- الظروف الاقتصادية والسياسات الاقتصادية على الصعيد الوطني.
- ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة.

(1) حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

(2) أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية- إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان، 2010، ص: 47.

(3) نوري موسى شعري وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 103.

(4) عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص: 108.

- ظروف الشركة الداخلية.

- التقارير والقوائم المالية الخاصة بالشركة والتحليلات والتفسيرات الخاصة بهذه القوائم والتي تعدها بعض الجهات المتخصصة في هذا المجال.

وفي ظل هذا الشكل من أشكال السوق الكفؤة يتوقع أن تستجيب أسعار السهم لما يتاح من هذه المعلومات، غير أن الاستجابة قد لا تكون صحيحة في بداية الأمر لأنها قد تكون مبنية على رؤية أولية لهذه المعلومات، غير أنه بمضي وقت قصير سوف يتوافر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس أثره على أسعار الأسهم وفي حدود ذلك المستوى من المعلومات، لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية ذلك أن الوقت متاح للمستثمر لتحليل المعلومات بهذا والوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم قد لا يكون كافياً، إذ قد تتدفق معلومات أخرى جديدة تحدث تغييراً على سعر السهم قبل أن يصل المستثمر إلى نتيجة تحليله للمعلومات التي وصلت له من قبل.

ج. **فرضية الصيغة القوية:** وفقاً لهذه الصيغة يفترض أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته، وبالتالي لا يمكن لأي مستثمر استخدام معلومات تسمح له بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار⁽¹⁾.

لأن التغيرات التي تحصل في الأسعار تكون عشوائية ومستقلة وبالتالي من يمتلك ميزة معلوماتية ذات طبيعة سرية تكون عديمة الفائدة، لأنها بالتأكيد سوف تأخذ طريقها إلى السوق ومن ثم تنعكس بالأسعار وبسرعة عالية.

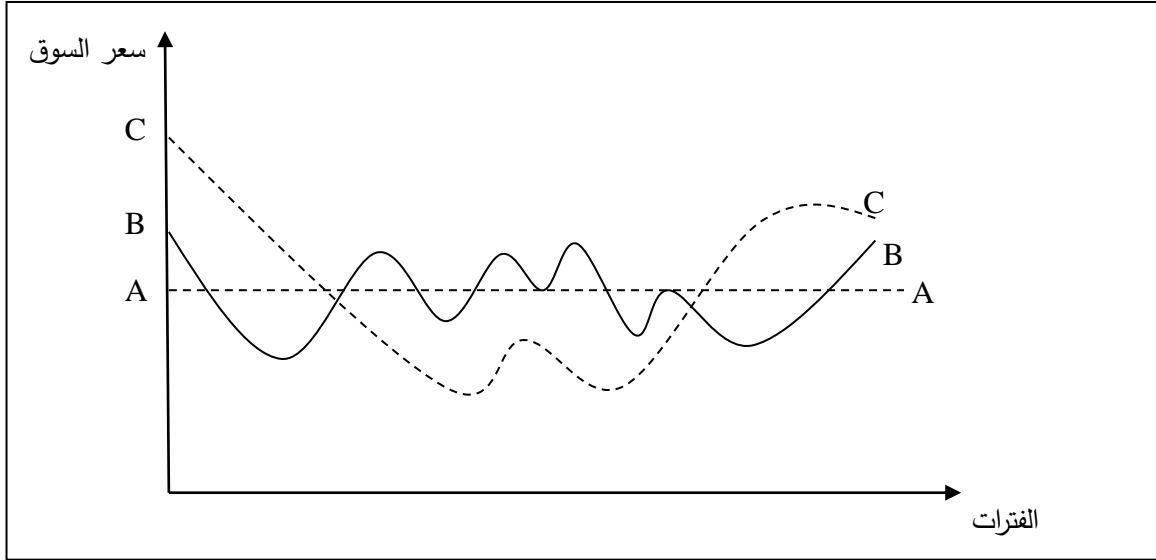
2- العلاقة بين صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية:

تحظى الكفاءة الضعيفة لسوق الأوراق المالية بقبول عام من قبل محلي الأوراق المالية وعموماً المتعاملين في سوق الأوراق المالية، ويشد الخلاف حول حقيقة افتراضات الشكل القوي وشبه القوي للكفاءة، ويعود السبب في ذلك إلى طبيعة التداخل الحاصل بالمعلومات المتعلقة بكل شكل من الأشكال السابقة الذكر، وقد وضع Sharpe al scander عام 1990 هذه الأشكال ضمن مجاميع المعلومات ويتم تصنيفها من حيث السعة والشمول، أي من المجموعة الأمنية للمعلومات بالكفاءة الضعيفة إلى المجموعة

(1) حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

الأوضح والأمثل والخاصة بالشكل القوي وهذا يعني تداخل هذه المجاميع من المعلومات بكل شكل من أشكال الكفاءة⁽¹⁾، كما يوضح الشكل التالي:

الشكل رقم (01): العلاقة بين صيغ الكفاءة لسوق رأس المال



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2004، ص:145.

يتضح من الشكل أن سعر السهم ما هو إلا انعكاس للمجاميع الثلاثة من المعلومات وهي معلومات الكفاءة الضعيفة، معلومات الكفاءة شبه القوية ومعلومات الكفاءة القوية، وعليه فإذا كان السوق كفؤً بشكل قوي فلا بد أن يكون كفؤً بالشكل الضعيف أولاً وكذلك لكي يكون كفؤً بالشكل القوي فلا بد أن يمر السوق بمرحلة الكفاءة الضعيفة وشبه القوية، ففي ظل السوق بالكفاءة الضعيفة وكما يمثلها المنحنى A يكون هناك اختلاف كبير بين سعر الورقة وقيمتها العادلة (القيمة التي تنعكس حقائق مالية واقتصادية)، أما الزمن B يوضح الفجوة الزمنية قريبة من الصفر لتعكس الكفاءة القوية المتمثلة في الخط المستقيم.

المطلب الثاني: مؤشرات قياس حالة السوق

تحتل المؤشرات مكانة هامة عند الاقتصاديين أو المتعاملين في سوق الأوراق المالية، باعتبارها تقيس مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينة الأسهم التي يتم تداولها فيه، وعادة ما يتم اختيار العينة بدقة وبطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق الأوراق المالية المستهدفة قياسها.

(1) أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص:48.

أولاً: مفهوم المؤشرات وأهميتها:

أ. مفهومها: ظهرت المؤشرات وتبلورت عبر الزمن ابتداء من القرن 19 حيث كانت تستعمل كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، وقد شهدت هذه الأخيرة تطوراً كبيراً جعلها تستعمل كأداة من الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية مثلها مثل الأوراق المالية العادية الأخرى، ويمكن تعريفها كمايلي:

« مؤشرات السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشرات تحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواءً لأعلى أو لأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها»⁽¹⁾.

كما يمكن تعريفه: « بأنه قيمة عددية يقاس بها التغير في الأسواق المالية، ويعرف المؤشر نسبة مئوية للتغير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما قي فترة الأساس، أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق... إلخ ارتفاع وانخفاض الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها، أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمرين معياراً لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضا لقياس أداء سعر معين بالنسبة للسوق ككل»⁽²⁾.

ويمكن أن تعريفه كذلك بأنه: « أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات»⁽³⁾.
ومن خلال التعاريف السابقة نستنتج أن المؤشر عبارة عن قيمة عددية تهدف لقياس أداء السوق المالية سواء بالارتفاع أو الانخفاض ويرتبط بصورة مباشرة بارتفاع أسعار الأوراق المالية، سواء كانت أسهم أو سندات، وبالتالي فهو أداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات.

ب. أهميتها: تبرز أهمية وجود مؤشرات لسوق الأوراق المالية فيمايلي:⁽⁴⁾

(1) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص:251.

(2) حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص:35.

(3) عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص:70.

(4) عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص:175.

- تساعد المؤشرات على قياس السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، إذ يمكن للمتعاملين في السوق تحديد المشكلات التي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تصويب اتجاه السوق، الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.
 - التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق، إذ أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات، فإنه قد يمكنه التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للمتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية لاتجاه حركة الأسعار في السوق.
 - يلحق المؤشر أداء السوق الإجمالي، إذ يتكون من أسهم الشركات في مختلف القطاعات الاقتصادية، لذا فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، إذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، وبالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين.
- وتكمن أهمية المؤشرات كذلك في النقاط التالية:⁽¹⁾
- تعديل المحفظة الاستثمارية وفق أفضل المؤشرات السائدة للأوراق المتداولة من حيث علاقة العوائد بالمخاطر.
 - استخدام المؤشرات كقواعد معلومات لتحليل حركة الأسعار في الأسواق المالية وربطها بالمتغيرات السائدة في أسواق السلع والخدمات.
 - تقدير درجة حساسية أسواق الأوراق المالية ومن ثم الاقتصاد للمتغيرات التي تحدث في السياسة الدولية أو اتجاه بعض الأزمات الإقليمية المتولدة عن مصادر أو أسباب مختلفة مع بيان الارتباطات، فيما بين التقنيات المختلفة مثل تأثير تقلبات أسعار النفط وانعكاساتها على الأسواق المالية وعلاقة هذه التقلبات بالمتغيرات التي تحدث في أسعار الصرف الدولية.
 - الاعتماد على مؤشرات أسواق الأوراق المالية كأساس لمتابعة النشاطات غير المشروعة لبعض الشركات وهذا ما تمارسه هيئة الأوراق المالية والتبادل الأمريكية (SEC)، وقد تم كشف الفساد في عدد من الشركات في العام 2002 من خلال مؤشرات الربحية في أسواق الأوراق المالية.

⁽¹⁾ معروف هوشيار، مرجع سبق ذكره، ص ص: 198-199.

ثانياً: أسس بناء المؤشرات والعوامل المؤثرة فيها:

لكي يتم بناء مؤشرات لسوق الأوراق المالية يوجد هناك شروط يجب مراعاتها في ذلك فضلاً عن وجود عدة عوامل تؤثر في تلك المؤشرات.

1- أسس بناء المؤشرات:

تتمثل أهم أسس المؤشرات فيما يلي:⁽¹⁾

أ. **حجم العينة:** حجم العينة والممثلة في المؤشر، إذ لا بد أن يكون معنوياً بمعنى أن يكون جزءاً كبيراً من الأسهم في سوق الأوراق المالية، وكلما زاد هذا الجزء كلما كان المؤشر المحسوب على هذه العينة ممثلاً للسوق ويمكن الثقة فيه، وبالطبع يفضل استخدام كل الأسهم المقيدة في السوق المتداولة فيه، إلا إذا كان بعض هذه الأسهم يعاني من مشكلات معينة خاصة مشكلة عدم التعامل بهذه الأسهم أو إن كانت أسعارها لا تمثل القيمة الحقيقية لها وإلا أعطى المؤشر في هذه الحالة القيمة الخاطئة.

ب. **الاتساع:** عند اختيار عينة ببناء مؤشر سوقي لا بد وأن يتضمن ذلك كل الأنشطة الاقتصادية والقطاعات الممثلة في السوق حتى يمكن القول بأن هذا المؤشر يمثل فعلاً هذا السوق، أما إذا كان المؤشر لصناعة معينة فالأمر هنا يختلف حيث يجب أن يتضمن هذا المؤشر عدد من عينة الشركات التي تنشط في هذا القطاع.

ج. **الأوزان النسبية:** لا بد من تخصيص وزن لكل مفردة (سهم) من مفردات العينة وقد يعطي وزناً متساوياً لكل سهم في العينة، أو يعطي وزناً على أساس القيمة السوقية لهذه الورقة في يوم معين وعندما يعطي وزناً متساوياً فإنه في هذه الحالة تكون كل مفردة لها احتمال مساوٍ في العينة المختارة، أما الوزن المعطى على أساس القيمة السوقية فإنه يعبر عن القيمة السوقية لسهم متساوياً للقيمة السوقية لكل سهم في العينة.

د. **المصدر:** والمقصود به هو مصدر الحصول على أسعار الأوراق المالية المكونة للعينة التي يبني بها المؤشر فينبغي في هذه الحالة أن يكون المصدر هو السوق الأساسي التي يتم فيه تداول الأوراق المالية.

(1) سليم قط، مرجع سبق ذكره، ص ص: 43-44.

2- العوامل المؤثرة فيها:

- هناك عدة عوامل تؤثر في مؤشرات سوق الأوراق المالية لعل أهمها:
- مدى دقة وشفافية الأخبار في سوق الأوراق المالية.
 - قدرة المتعاملين على استخدام الإشاعات للتأثير على حركة الأسعار وحجم التداول.
 - التوقيت أو الزمن وطبيعة المتغيرات الاقتصادية.
 - طبيعة المنافسة والمضاربة في سوق الأوراق المالية خاصة وأن الشركات الكبيرة تؤثر على الشركات الصغيرة.

ثالثاً: أهم المؤشرات المستخدمة في تحليل سوق الأوراق المالية:

تقوم البورصة في القارات الخمسة بنشر عدد هائل من المؤشرات البورصية، غير أن الذي اشتهر منها قليل نسبياً ومن بينها نذكر مايلي:

1- مؤشرات أسواق الأوراق المالية الأمريكية:

أ. **مؤشر داو جونز:** يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً إذ نشر لأول مرة في صحيفة دول ستيريت سنة 1984، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز دو الذي أصبح فيما بعد محرر للصحيفة نفسها، ويمثل هذا المؤشر المرتبة الأولى في العالم، إذ يمثل هذا المؤشر أبسط أداة يستخدمها المتعاملون كافة لقياس الأداء العام لسوق الأوراق المالية الأمريكية والتي تمثل أكبر سوق مالية في العالم، ويسهم هذا المؤشر في إعطاء صورة واضحة للمستثمر العادي كما يحدث في سوق الأوراق المالية العالمية من تقلبات⁽¹⁾.

وقد قام هذا المؤشر في البداية على عينة مكونة من 09 أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 12 سهم ثم ارتفع إلى 20 سهماً في 1916، ليصل في عام 1928 إلى 30 سهماً أي بمعدل سهم لكل شركة، تتسم هذه الشركة بارتفاع قيمتها السوقية وبضخامة الحجم وعدد المساهمين، وعلى أي حال يعتمد مؤشر داو جونز على حساب متوسط السعر للأسهم الثلاثون الداخلة في تكوينه كمايلي:

- حساب مجموع القيم السوقية للأسهم الداخلية في المؤشر.
- حساب متوسط السعر للسهم عن طريق قسمة مجموع القيم السوقية للأسهم على عدد الأسهم (30 سهم).

(1) سليم قط، مرجع سبق ذكره، ص: 50.

- يتم حساب نسبة التغير في السعر المتوسط للأسهم داخل المؤشر.

ب. **مؤشر ستاند اندبورز**: بدأ تكوين مؤشر ستاند اندبورز في 1957/03/04 ويعتمد أسلوب بناء هذا المؤشر على أساس القيمة، ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة واستخداما واصب حالان يعرف باسم Sap 500 لأنه يتكون من 500 سهم، وهو يضم معظم الشركات كبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية مثل شركة " IBM " وشركة "جينرال موتورز" حيث تحظى هذه الشركات بوزن نسبي في المؤشر عند مقارنتها بالشركات صغيرة الحجم التي يضمها المؤشر، وما تجدر الإشارة إليه أن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المؤشر⁽¹⁾.

وعلى عكس مؤشر داوجونز، لا يعتبر مؤشر ستاند أندبورز 500 متوسط بل رقما قياسيا ويقاس

كمايلي:

$$\text{قيمة المؤشر اليوم} = \frac{\text{القيمة السوقية لمجموع الأسهم}}{\text{القيمة السوقية لمجموع الأسهم بالأساس}} \times \text{مؤشر القيمة السابقة}$$

ومن بين الانتقادات الموجهة لهذا المؤشر تأثره الشديد بالتغير في أسعار الأسهم مرتفعة السعر والتي لها عدد كبير من الأسهم، أي قيمة المؤشر تتأثر بالتغير في أسعار الأسهم المنخفضة القيمة وخير مثال على ذلك تغير أسعار شركات المنافع العامة التي تمثل 5% من العينة لا يؤثر على قيمة المؤشر الكلي.

ج. **مؤشر نسداك (NASDAQ)**: يتكون من 6 مؤشرات منفصلة كلها مرجحة بالقيمة السوقية للأسهم وتغطي هذه المؤشرات الشركات الصناعية والبنوك وشركات التأمين وشركات مالية أخرى، وكذلك شركات المنافع العامة بالإضافة إلى مؤشر مركب من تلك المؤشرات (06) السابقة، ويتم نشر هذه المؤشرات في جريدة وول ستريت.

2- مؤشرات أسواق الأوراق المالية الأوروبية:

ومن أكثر المؤشرات استعمالا في الأسواق الأوروبية مايلي:⁽²⁾

(1) صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 149.

(2) عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 193.

- **مؤشر (IBFX) الإسباني:** ويضم هذا المؤشر (35) شركة وهي من أكبر الشركات سيولة في السوق الإسبانية وهو المؤشر الرئيسي لهذه السوق ووضع بقيمة أساس (3000) نقطة سنة 1989.
- **مؤشر داكس الألماني:** يضم أسهم (30) شركة الأكثر تميزاً في سوق فرانكفورت بقيمة أساس.
- **مؤشر (MIB) الإيطالي ومؤشر (SMI) السويسري:** أما مؤشر (MIB) يضم (30) شركة في إيطاليا وهذا المؤشر يتداول في سوق ميلانو بأساس (10000) نقطة وضعت عام 1992.
- أما مؤشر (SMI) فهو مؤشر مرجح به رأسمال سوقي لأكثر من (21) شركة أكثرها سيولة ويتم تداولها بنظام السوق الالكترونية السويسرية للأوراق المالية وبقيمة أساس (1500) نقطة وضعت عام 1988.
- **مؤشر فوتسي البريطاني ومؤشر كاك الفرنسي:** أما مؤشر فوتسي هو مؤشر جريدة فانيشيال تايمز ويضم أسهم أكبر (100) شركة مدرجة في سوق لندن المالي بدأ هذا المؤشر عام 1989 وبقيمة أساس (100) نقطة.
- أما مؤشر كاك (CAC 40) الفرنسي يمثل سوق الأوراق المالية الفرنسية ويضم أكبر وأهم (40) شركة في سوق باريس وبأساس (10000) نقطة وضعت عام 1987.
- 3- مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية:**
ومنها نذكر مايلي:⁽¹⁾
- **مؤشر سوق عمان للأوراق المالية:** يعتمد سوق عمان رقماً قياسياً لأسعار الأسهم، ويبنى على أساس اختيار عدد من الأسهم لتمثيل السوق، وتنتشر الأرقام في نهاية وبداية كل شهر من أشهر السنة، حيث قام سوق عمان المالي باحتساب رقم قياسي غير مرجح لأسعار الأسهم عام 1980 وتم اختيار عينة تتكون من (38) شركة وأعطى قيمة أساس للرقم القياسي (100) نقطة، ثم بدأ السوق عام 1992 باحتساب رقم قياسي جديد مرجح بالقيمة السوقية وتم تحديد عام 1991 كفترة أساس بـ (100) نقطة، حيث ضم هذا المؤشر الجديد (50) شركة ثم أصبحت (100) شركة عام 2007 مع الإشارة إلى تغير قيمة الأساس للمؤشر عام 2004 حيث أعطى (1000) نقطة.
- **مؤشر (CASE 30) ومؤشر (EGX 70) في مصر:** في 2 جانفي 1998 بدأ العمل بمؤشر (CASE 30) في بورصة القاهرة والإسكندرية بقيمة أساس بلغت (1000) نقطة، ويضم

(1) سليم قط، مرجع سبق ذكره، ص ص: 53-54.

- المؤشر أعلى (30) شركة من حيث السيولة النشاط، ويعد مؤشر (CASE 30) مؤشرا للأسعار حيث يقيس العائد على الاستثمار من خلال التغير في القيمة السوقية للسهم فقط.
- أما مؤشر (EGX 70) فهو مؤشر جديد والذي أطلقته البورصة المصرية في فيفري 2009 وقياس المؤشر أداء 70% من أنشطة الشركات في السوق وغير المدرجة بالفعل في مؤشر (CASE30).
- **مؤشر بنك أبو ظبي الوطني:** مؤشر مرجع يضم (52) شركة مدرجة في كل من سوق أبو ظبي، ودبي للأسواق المالية، وهذه الشركات تمثل 75% من السوق الكلي للإمارات والرأسمال السوقي قيمته 22 مليار دولار موزعة على القطاعات التالية:
 - 18% للمؤسسة المالية والمصرفية.
 - 12% شركة التأمين.
 - 22% شركة الخدمات.
 - **مؤشر البحرين المالي:** هو مؤشر مرجح يتألف من (24) شركة وينقسم على (06) مؤشرات ثانوية تمثل القطاعات التالية: البنوك، الفنادق، السياحة والتأمين، الاستثمار والخدمات وقد بدأ هذا المؤشر عام 1989 بقيمة (06) بليون دولار.
 - **مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية:** وهو مؤشر مرجح بالقيمة السوقية لأسعار (35) شركة مدرجة في سوق الكويت من مجموع (90) شركة رأسمالها الإجمالي نحو (25) مليار دولار وتمثل القطاعات التالية، شركات، بنوك وشركات في قطاع الاستثمار والتأمين والقطاع العقاري والصناعة والأغذية وبعض الشركات غير الكويتية.
 - **المؤشر العام للأوراق المالية في المملكة العربية السعودية:** تقوم مؤسسة ساما للنقد السعودي باحتساب المؤشر العام للأوراق المالية إذ يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودية، ويضم هذا المؤشر (76) شركة في قطاعات مختلفة.

المطلب الثالث: العولمة المالية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية

نظرًا للتطور السريع الذي شهدته العولمة قام بعض العلماء باكتشاف أداة لقياس هذه الظاهرة وانتشارها سميت هذه الأداة بمؤشر العولمة، وسيتم في هذا المطلب التعريف بهذا المؤشر وكذلك يتم التعرف على أهم مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية.

1- مؤشر العولمة:

بدأت كل من مجلة الشؤون الخارجية " فورين افيرز " ومجموعة " أي تي كيرتي " الاستثمارية في علوم الإدارة بإصدار مؤشر العولمة منذ عام 2001 لقياس درجة التكامل والاندماج في الاقتصاد العالمي، وقد دخل في المؤشر 50 دولة في البداية، ثم ارتفع العدد إلى 62 دولة للعامين التاليين منها دول صناعية متقدمة، وقال معدو المؤشر أنه على الرغم من تدهور الأسواق المالية العالمية عام 2000 بانفجار ما يدعى بفقاعة أسهم شركات التكنولوجيا وتباطأ في النمو الاقتصادي خاصة في اقتصاديات الدول المتقدمة والأزمة المالية في الأرجنتين وقبلها الأزمة المالية الآسيوية مع سيادة حالة القلق وتقلب الدورات الاقتصادية، كل هذه العوامل لم تؤثر في إنهاء تيار العولمة ويحاول مؤشر العولمة قياس مدى انتشار العولمة وتجدها ويدخل في المؤشر 04 مكونات رئيسية تتضمن 12 عنصراً تشمل:

- درجة الاندماج الاقتصادي.
- العلاقة مع العالم كالسياحة الدولية، استخدام الهاتف والتحويلات عبر الحدود.
- درجة التقدم التكنولوجي في مكونات الاقتصاد الجديد.
- المشاركة السياسية كالعضوية في المؤسسات الدولية.

2- مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية:

يمكن تلخيص مظاهر عولمة أسواق الأوراق المالية فيما يلي:

- أ. الترابط بين البورصات: تحاول البورصات توسيع نطاق التداول وتوزيع الأوراق المالية بعرض تخفيض المخاطر عن طريق الربط والتشابك، ويتم الربط بين البورصات بأساليب مختلفة منها:⁽¹⁾
 - الربط الحاسوبي للبورصات: ويقضي ذلك وجود شبكة من الحواسيب الإلكترونية في مختلف الأسواق عن طريق الانترنت وشبكة الهاتف، وهو ما يلاحظ على أسواق الدول المتقدمة من حيث يتطلب الربط وجود خطوط مباشرة بين شبكة نقل المعلومات لكل سوق مع الشبكة العالمية فمثلا توجد في أمريكا 35 شبكة معلومات، وهناك شبكة تربط بين بورصة لندن وباريس وفرنكفورت من خلال شبكة المعلومات البريطانية.
 - الربط بالوسطاء الماليين: وذلك بتواجد عدد من ممثلي البورصات العالمية في مختلف الأسواق والسماح لهم بالتسجيل فيها: وهم يلعبون دوراً هاماً في ربط أسواق الأسهم والسندات والعملات.

(1) رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص ص: 138-140.

- الربط بين الشركات المالية العالمية: ويكون بطريقة غير مباشرة عن طريق وجود مكاتب وفروع لهذه الشركات في الدول والمراكز المالية.
 - الربط بمحفظة الاستثمار الدولية: من خلال بناء محفظة الاستثمار ذات الأوراق المالية المتعددة الجنسيات وتغيير مكوناتها لضمان أعلى عائد بأقل مخاطر مشتركة.
 - الربط بالسياسات المالية: بتوحيدها بين مختلف الأسواق من حيث سياسة الإقراض والاقتراض والاستثمار وقوانين شركات المساهمة وشروط تسجيل الأوراق المالية فيها.
 - الربط التنظيمي: تقوم بعض البورصات باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع تلك الهياكل الموجودة بالبورصات الأخرى المستهدفة الربط معها مما يعني أن جميع الأدوات والآليات تكون موحدة مما يسهل اتصالات التسويقية بين تلك الأسواق.
 - الربط المتكامل: تحقق الدول في الاتحاد الأوروبي ربط للبورصات بأكثر من طريقة والية، حيث ترتبط البورصات الأوروبية بالحاسوب والبريد السريع وتوحيد نظم التسجيل والتداول والإفصاح... إلخ، وتستخدم الأقمار الصناعية في الاتصالات واستقبال المعلومات بالإضافة إلى شبكة من المعلومات المعقدة.
- ب. **عولمة الأسهم والسندات:** بدأت عولمة أسواق السندات في نهاية السبعينات، وكان الهدف من ذلك البحث عن أفضل تمويل وبأقل تكلفة، فاختلاف معايير التقييم المحاسبي وتنوع قطاعات الخدمات لكل دولة وتباين معدلات الفائدة وآجال وشروط وإصدار السندات كل ذلك خلق فرص كبيرة للمؤسسات، بإصدار سندات على المستوى الدولي بأحسن الأحوال وأفضل الشروط مقارنة بالمستوى الوطني.
- ولقد أدى ميل المستثمرين للأوراق القابلة للتفاوض إلى تمكين البنوك الدولية إلى قطع مرحلة جديدة تتمثل في الإصدار الدولي للأوراق المالية القابلة للمشاركة والأسهم القابلة للتوظيف في عدة أسواق، وهذا المرحلة تم اجتيازها بتدشين سوق الأورو- أسهم ويتم إصدار هذه الأسهم في السوق الدولية، إما بشكل مترافق مع الإصدارات الوطنية أو بشكل منفرد عبر التوظيفات الدولية ويمكن القول أن ميلاد سوق الأورو- أسهم تعود إلى سنة 1983 وهو تاريخ متأخر مقارنة بالسندات وسوق الصرف.
- وعلى هذا الأساس فعولمة أسواق الأسهم عرفت تباطؤ كبيراً وهذا يعود إلى ضعف العلاقة بين أسعار مختلف الأسواق المالية آنذاك وإلى اختلاف طرق تقييم الأسهم من سوق إلى آخر حتى مع مؤسسات نفس القطاع، فقد قدر حجم التداول اليومي آنذاك في سوق الصرف 100 مليار دولار و200

مليار دولار لسوق السندات في حين لم تحظى سوق الأسهم سوى على 25 مليار دولار، لكن بدخول مرحلة جديدة من العولمة تعتمد على تكنولوجيا المعلومات شهدت هذه الأسواق مرحلة جديدة في تاريخ عولمتها.

ج. تزايد دور تكنولوجيا المعلومات في عولمة أسواق الأوراق المالية: إن التقدم العلمي في عالم الاتصالات والمعلومات من أهم مظاهر هذه الفترة إذ أصبح تجميع المعلومات وتصنيفها يتم بسرعة فائقة وكان هذا عامل أساسي في تقدم عولمة الأسواق خاصة الأسواق المالية، حيث توجد سوق مالية عالمية تضم معظم المراكز المالية ويرتبط كل مركز من هذه المراكز بشبكة عملاقة من الاتصالات والمعلومات متعددة الأطراف مع الأسواق العالمية الأخرى منتشرة في كل أجزاء العالم، إذ تستطيع الحواسيب الإلكترونية تحويل معلومات البورصات عبر الحدود الجغرافية وذلك من خلال تكنولوجيا البرمجيات والأقمار الصناعية، ومن أهم آليات تكنولوجيا المعلومات في قطاع المعلومات المالية الدولية:⁽¹⁾.

- النظام الإلكتروني للتحويلات المالية بين البنوك.

- النظام الأوتوماتيكي للمقاصة.

- نظام الاتصالات عبر البنوك والبورصات العالمية ونظام التيلكس.

المطلب الرابع: معوقات سوق الأوراق المالية العربية وطرق تفعيلها

بالرغم من التطورات في التشريعات والأنظمة التي حققتها أسواق الأوراق المالية العربية إلا أنها مازالت تعاني من العديد من النقائص التي تعترض نموها وتطورها وفعاليتها وسنتطرق في هذا المطلب إلى أهم تلك العراقيل، بالإضافة إلى إعطاء بعض الطرق الكفيلة بتفعيل تلك الأسواق.

1- معوقات سوق الأوراق المالية العربية:

هناك مجموعة من العوائق تحد من العمل الجيد لأسواق الأوراق المالية العربية وتتجلى

فيمايلي:⁽²⁾

(1) عبد المجيد قدي، مقدم عبيرات، العولمة وتأثيرها على الاقتصاد الغربي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 01، 2002، ص 39-40.

(2) صلاح الدين حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 162.

أ- المعوقات التنظيمية:

- وجود عقبات تشريعية تحول دون إمكانيات الربط بين البورصات العربية حيث لا تسمح التشريعات التي تحكم عمل البورصات العربية إمكانيات الربط بين هذه البورصات كإدراج المشترك للأسهم .
 - تباين أسواق الأوراق المالية العربية من حيث درجة تطورها، إذ يلاحظ بأن بعضها لازالت في بداياتها في حين أن هناك مجموعة من الأسواق العربية قد أسست منذ بداية القرن الماضي.
 - ضعف الهياكل التنظيمية واعتمادها على الشكل الهرمي الذي لا يتناسب مع طبيعة العمل بالبورصات.
 - غياب التخطيط الاستراتيجي للبورصات العربية.
 - انتشار الشركات الاستثمارية المالية مما يقيد حجم الاستثمارات المالية وشكلها.
 - تعدد المصطلحات المالية والاستثمارات نتيجة لتباين الثقافات العربية، وتأثيرها على البورصات كل ذلك يعوق الاتصالات فيما بين البورصات العربية وبين الشركات المقيدة والمتعاملة داخل البورصات.
 - عدم وجود ربط بين البورصات والمجتمع وجمهور المتعاملين.
 - غياب الابتكار والتجديد في أدوات الاستثمار والادخار .
 - نقص التوجه نحو العالمية في الأداء والتركيز على الأبعاد المحلية.
 - عدم تنوع الأدوات المالية حيث تكاد الأسهم تكون الأداة الوحيدة التي تتوفر لدى أسواق الأوراق المالية العربية.
- كما أن هناك معوقات لتطبيق الربط بين البورصات العربية وهي:⁽¹⁾
- الرقابة النقد الأجنبية.
 - قيود تحويل العملات الأجنبية.
 - تأخر تحويل قيمة الأوراق المالية إلى الخارج.
 - فرض الضرائب على الأوراق المالية محل التداول.
 - أثر التضخم على عائد السندات.
 - ضعف البورصات من حيث حجم التداول.
 - غياب السماسرة المتخصصين.

(1) رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص: 266.

- غياب بنوك الاستثمار والاستثمار في الأوراق المالية.
- ب- **معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي:** بالإضافة إلى المعوقات التنظيمية فتوجد هناك معوقات تتعلق بالإطار الاقتصادي ويمكن ذكرها فيمايلي:
- ❖ **ضعف نطاق السوق:** تتصف معظم أسواق الأوراق المالية العربية بالضيق ويتمثل ضيق هذه الأسواق ومحدوديتها في قلة الأدوات الاستثمارية المتاحة، إذ يقتصر معظم نشاط التداول على التعامل في الأسهم في حين أن أسواق السندات لا تزال في مراحلها الأولى، حيث تعتمد الشركات في تدويل مشاريعها الاستثمارية على المصادر التقليدية كالبنوك أو المساهمات الشخصية، رغبة منها في عدم الخضوع لمراقبة السلطات وعدم التزامها بقواعد الشفافية والإصلاح، إضافة إلى النقص الواضح في الأدوات المالية الحديثة الجاذبة لرؤوس الأموال، حيث تسيطر على التعاملات في هذه الأسواق الأسهم ووسائل التدويل التقليدية.
- ويعتبر ضيق هذه الأسواق في قلة عدد الشركات المدرجة فيها، وترتكز ملكية أسهم الشركات المدرجة على امتلاك المعلومات عن جزء هام من هذه الأسهم مما يؤدي إلى قلة نسبة الأسهم المتداولة وضعف حركة التداول وانخفاض معدل الدوران.
- ❖ **ضآلة الطلب والعرض:** وتعود أسباب ضآلة الطلب إلى العناصر الأساسية التالية:
- **انخفاض معدلات الادخار:** ويعود انخفاض معدلات الادخار في الدول العربية إلى ضعف دخل الفرد، مما يقلل من الإمكانات المالية المتاحة للاستثمار، إضافة إلى انعدام ثقافة الاستثمار في أسواق الأوراق المالية لدى الكثير من المستثمرين، والتباين في مستوى دخل الفرد فيما بين الدول العربية راجع إلى أن هناك تناقضا صارخا بين الدول العربية النفطية والدول العربية غير النفطية.
- **انخفاض العائد:** انخفاض العائد المحصل عليه من الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية وتفضيل المستثمرين حيازة الموجودات الثابتة كالعقارات أو الودائع.
- **ارتفاع سعر الفائدة:** يعتبر سعر الفائدة محددًا من محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، إذ أنه كلما كان سعر الفائدة منخفضا كلما أغرى ذلك المستثمرين على الاستثمار فيها، وكلما كان سعر الفائدة مرتفعا كلما أحجم المستثمرون عن الاستثمار فيها.
- **عدم ملائمة النظام الجبائي المطبق في المعاملات في أسواق الأوراق المالية، مما يجعل الضريبة تلعب دور المتفرج في عملية الاستثمار في السوق، خاصة في بعض البورصات العربية إذ نجد**

- ازدواجية الضريبية على أرباح الشركات المقيدة في البورصة، ثم تليها الضريبة على توزيعات عوائد الأسهم وارتفاع معدلاتها، مما يقلص من حجم الادخار ومن ثم على الاستثمار.
- عزوف عدد كبير من المدخرين عن استثمار أموالهم في السندات وذلك لسببين:
 - ✓ تأثير التضخم على السندات.
 - ✓ أما السبب الثاني فإنه يتمثل في تحريم الإسلام للربا.
- **ضآلة الانفتاح على الخارج:** من العوامل التي لا تزال تعيق عمل أسواق الأوراق المالية العربية هو عدم وجود أنظمة استثمار مفتوحة بالكامل في غالبية البلدان العربية مما يؤثر سلبا على ثقة المستثمرين بأسواق الأوراق المالية العربية وبالتالي الحيلولة دون فتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وتقل الخبرات.
- بالإضافة إلى المعوقات الاقتصادية السابقة يمكن إضافة المعوقات الآتية:⁽¹⁾
 - **ضعف الفرص المتاحة للتنوع:** تتسم جميع البورصات العربية شأنها في ذلك شأن البورصات الصغيرة، بضعف الفرص المتاحة أمام المستثمرين لتنوع، وهذه السمة المشتركة تضع قيودا على استراتيجيات الاستثمار سواء للمستثمر الفرد أو المستثمر المؤسسي، وفي معظم البورصات العربية يسيطر قطاع البنوك وقطاع المقاولات على حجم التداول.
 - **ضعف السيولة:** تؤدي سوق الأوراق المالية وظيفتها في تخصيص الكفاءة للموارد من خلال نظام الحوافز والعقوبات، حيث يزداد التعامل على أسهم الشركات الناجحة فترتفع قيمتها السوقية والعكس صحيح بالنسبة للشركات غير الناجحة، حيث يقل التعامل على أسهمها وتنخفض قيمتها، ولعل الوظيفة الأساسية للسوق هي تحقيق السيولة للأوراق المالية عندما تكون كفاءة، وعادة ما تكون سيولة السوق في مقدمة أولويات المستثمر المحلي والأجنبي.
- ويمكن رصد ما تتمتع به البورصات العربية من ضعف سيولتها من خلال انخفاض عدد العمليات التي تيرم يوميا، وعدد أيام التداول في السنة، ويساعد انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية على جذب صغار المستثمرين، ويلاحظ في البورصات العربية أن أسعار الأسهم وحتى وحدات صناديق الاستثمار تفوق مثيلاتها في الأسواق الناضجة في كثير من الأحيان.

(1) سميحة بن محياوي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 133-135.

- التقلبات الشديدة في الأسعار: ويرجع ذلك إلى اعتماد الأسواق على التمويل من المصادر الخارجية المتمثلة في القروض وإصدار المزيد من الأسهم، مع الاعتماد أقل على الأرباح المحتجزة، وهذا النمط التمويلي في ظل ما يسمى بالرفع المالي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وفي قيمته السوقية.
- ارتفاع درجة تركيز التداول: وتعكس ذلك جودة الأوراق المالية المتداولة، وتعاني كافة بورصات الأوراق المالية العربية من هذه المشكلة التي تعكس قلة عدد الأسهم ذات الجاذبية، ويرجع ذلك لسببين وهما:
 - ✓ احتفاظ بعض كبار المستثمرين بأسهم الشركات الواعدة.
 - ✓ انخفاض جودة غالبية الأسهم المدرجة وبخاصة أسهم شركات القطاع العام.

خلاصة الفصل:

تحتل سوق الأوراق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة، نظرا لما تقوم به من وظائف تمثل حلقة من حلقات نمو القطاع المالي في أي دولة، فهي تعتبر بمثابة وسيط بين أطراف الادخار سواء كانوا فراد أو مؤسسات وبين المشروعات المختلفة التي تحتاج إلى رؤوس أموال لتمويلها، وحتى تتمكن أسواق الأوراق المالية من تأدية هذه الوظائف يتطلب ذلك تمتعها بمستوى من الكفاءة، حيث أن فكرة كفاءة أسواق الأوراق المالية أثارت الكثير من الاهتمام والجدل والنقاش بين صانعي السياسة الاقتصادية للدول، كون أن سوق الأوراق المالية التي تتميز بالكفاءة العالية تعزز الثقة بالاستثمار في هذا السوق كونه يعكس السعر العادل للأدوات المالية المتداولة فيه، كما تعد المعلومات في سوق الأوراق المالية أساس اتخاذ القرارات الاستثمارية وان انعكاس المعلومات في الأسعار السوقية للورقة المالية يعد مضمون كفاءة السوق.

وتلعب الأدوات المالية السلعة الرئيسية في سوق الأوراق المالية والتي تتشكل أساسا من أدوات الملكية المتمثلة في الأسهم وأدوات المديونية والمتمثلة في السندات بالإضافة إلى الأدوات المستحدثة والمتمثلة في المشتقات المالية، فقد أدى التنافس بين المؤسسات المالية على اختلاف أنواعها وكذلك التحرير المتسارع لأسواق المال العالمية إلى ابتكار احدث المنتجات والأدوات المالية .

الفصل الثاني:

الصناديق الاستثمارية ماهيتها،

سياساتها وطرق تقييم أدائها

تمهيد:

إن هدف المستثمرين في سوق الأوراق المالية هو تنمية عائداتهم مقابل تدنيه المخاطر، وتحقيق هذا الهدف يتطلب توفر الإمكانيات الضرورية التي تمكن من حسن سير العملية الاستثمارية، ومع اتساع وتيرة نشاط أسواق الأوراق المالية وتزايد المخاطر المرتبطة بتوظيف الأموال فيها، أضحت الدخول إليها والاستفادة من المزايا التي توفرها حكرا على الجهات ذات المكانة المعتبرة والخبرة الكافية.

لذلك فمن صالح المستثمرين الاستثمار عبر جهات وسيطة كصناديق الاستثمار باعتبارها وعاء مالي يقوم بتجميع الأموال من المدخرين وتوجيهها لمجال استثماري غير بنكي يؤدي إلى زيادة نشاط وفعالية سوق الأوراق المالية، مما يسمح لهم من تحقيق عوائد معتبرة مع إمكانية تخفيض مستوى المخاطر، حيث تتعدد صناديق الاستثمار بتعدد رغبات وأهداف المستثمرين كما إن مكونات أصول الصندوق تختلف من صندوق لآخر تبعا للسياسات المتبعة وكذلك للأهداف المعلنة من طرف الصندوق. ونظرا لأهمية صناديق الاستثمار باعتبارها أداة استثمارية في سوق الأوراق المالية وما يمكن أن تؤديه من دور في تفعيل وتطوير سوق الأوراق المالية ومن أجل الإحاطة أكثر بصناديق الاستثمار ثم تقسيم الفصل إلى أربعة مباحث

المبحث الأول: ماهية الاستثمار

المبحث الثاني: الإطار النظري لصناديق الاستثمار

المبحث الثالث: صناديق الاستثمار الإسلامية

المبحث الرابع: السياسة الاستثمارية في صناديق الاستثمار وطرق تقييم أدائها

المبحث الأول: ماهية الاستثمار

يعد الاستثمار من أهم المتغيرات الاقتصادية التي تعتمد عليها عملية التنمية في كافة دول العالم، حيث إن عملية التنمية الاقتصادية لا يكتمل تأثيرها على النشاط الاقتصادي إلا بتوافر رؤوس الأموال اللازمة للتنمية، لذا سنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم الاستثمار وأهدافه الرئيسية ودوافع الاستثمار من الناحية الوصفية والناحية الإسلامية.

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار

سنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم الاستثمار من حيث المعنى اللغوي والتعريف الإصلاحي وكذلك أهم أهدافه الرئيسية التي يرمي إليها الاستثمار.

أولاً: تعريف الاستثمار:

لغويًا: أصله من الفعل ثمر؛ وثمر بمعنى نتج وتولد أو نمى وزاد، وله عدة معان منها ما يحمله الثمر ومنها أنواع المال؛ حيث يقال: قمر ماله، أي نماءه، فالاستثمار إذا هو استلام ثمرة المال بتنميته وكل ما حقق هذا الهدف يسمى استثماراً⁽¹⁾.

اصطلاحًا: لقد تعددت محاولات تعريف الاستثمار من قبل رجال الاقتصاد واختلف مفهومه ومن بين هذه التعاريف نذكر مايلي:

- **التعريف الأول:** التخلي عن أصول يمتلكها الفرد في لحظة معينة ولفترة معينة من الزمن قد تطول، وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الأموال.
- **التعريف الثاني:** إنه التوظيف المنتج لرأس الماس، من خلال توجيه المدخرات نحو استخدامات تؤدي إلى إنتاج سلع أو خدمات وإلى إشباع الحاجات الاقتصادية للمجتمع، وزيادة رفاهيتهم وهو جزء من الدخل لا يستهلك وإنما يعاد استخدامه في العملية الإنتاجية بهدف زيادة الإنتاج أو المحافظة عليه⁽²⁾.
- **التعريف الثالث:** عملية اقتصادية مدروسة من قبل شخص طبيعي أو قانوني تقوم على أسس أو قواعد عملية أو عقلانية بموجبها يجري توجيه أصول مادية أو بشرية أو معلوماتية نحو تحقيق عوائد اقتصادية أو اجتماعية أو ثقافية أو علمية... في المستقبل بتدفقات مستمرة عادة تضمن فيما تتجاوز

(1) محمد عدنان بن الضيف، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2013، ص: 21.

(2) صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

القيم الحالية للأصول الرأسمالية، وفي ظروف تتسم بالأمان قدر المستطاع مع عدم استبعاد هامش مقبول للمخاطر⁽¹⁾.

- **التعريف الرابع:** هو عبارة عن عملية من خلالها يتم تنمية رصيد المال أو الطاقة الإنتاجية للمشروع، أو تكوين السلع الإنتاجية الجديدة⁽²⁾.

وتخلص من هذه التعاريف إلى الحقائق الآتية حول الاستثمار:

1. إن الاستثمار عملية وبالتالي يحمل تحولا ديناميكيا على وقف أسلوب معين يتميز بوجود الخصائص الآتية:⁽³⁾

أ. الزمن كمتغير مستقل أساس في تغيير النشاط الاستثماري وما يتبعه من تأثيرات على المتغيرات الثابتة.

ب. تغيير معدل التغيير بسبب عدم اشتراط تكرار أو انتظام أو ثبات أو دورية التغيرات التي تحدث في دوائر الإنتاج ومنافذ التسويق.

ج. عدم اشتراط التوازن والحل الإستقراري حيث يمكن أن يمر الاستثمار باختلالات ولأسباب مختلفة.

2. إن الاستثمار عملية اقتصادية حيث أنه مجموعة من النشاطات الاقتصادية تهدف إلى تحقيق عوائد اقتصادية وأنه يقوم على معايير اقتصادية في حساباته المختلفة سواء أكانت لتقييم الجدوى أول تقييم الأداء.

3. إن الهدف الأساسي الذي قام من أجله الاستثمار هو المحافظة على رأس المال أو تنميته.

4. إن الاستثمار يقوم على أسس عملية مدروسة من خلال القيام بتوجيه الأصول الرأسمالية بمختلف أشكالها المادية والمادية والبشرية، وبذلك بهدف تحقيق عوائد متباينة ويتوقف نوع هذه العوائد على الهدف الرئيسي للمستثمر⁽⁴⁾.

(1) معروف هوشيار، المرجع السابق، ص: 17.

(2) خلف بن سليمان، شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص: 28.

(3) معروف هوشيار، مرجع سابق، ص ص: 17-18.

(4) محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص ص: 23-24.

ثانيا: الأهداف الرئيسية للاستثمار

- لا بد أن يكون للمستثمر أول لمشروع الاستثماري هدف قائم من أجل تحقيقه، وتختلف أهداف الاستثمار باختلاف الإمكانيات والمناخ الاستثماري وطبيعة الاستثمار ويمكن ذكر أهم الأهداف كالاتي: (1)
1. **الحفاظ على الأصول المادية والمالية:** إن هدف الحفاظ على الأصول الرأسمالية يعد أمراً استراتيجياً لأن التضحية بجزء من هذه الأصول أو كلها، إما يؤدي إلى ضياع ممتلكات خاصة حققها المستثمر في نشاطات سابقة أو يجعله تحت طائلة الديون دون أن يتمكن من الإيفاء بها في الوقت المناسب ووفق الشروط المحددة.
 2. **تحقيق عوائد مستقرة:** أي أن تكون هذه العوائد ذات تدفقات غير متقطعة، وهنا يجب الاهتمام بمسألة القيمة الحالية الصافية للعوائد المعينة، بحيث تحافظ هذه العوائد على قوتها الشرائية أي على قيمتها الحقيقية من جانب وتتجاوز التكاليف المتأتية من البدائل الأخرى من جانب آخر. وعليه فإن المستثمر لا يقدم على الاستثمار إلا إذا كانت عوائد الاستثمار الصافية بقيمتها الحالية أكبر من كلفة الاستثمار (2).
 3. **استمرار السيولة النقدية:** يعتبر هذا الأخير هدفاً أساسياً للاستثمار وذلك رغم أن هذه السيولة لا تعد المحور الاستراتيجي لاهتمام المستثمر إلا أنها تعتبر ضرورية كجزء من الموارد المتاحة لعدة أسباب:
 - أ. تغطية النفقات الجارية الخاصة بعمليات التشغيل والصيانة والتصليح والتطوير.
 - ب. إيفاء الديون المستحقة وبنفس العملات التي تم تمويل هذه الديون بها.
 - ج. مواجهة متطلبات الحياة الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والصحية الخاصة عندما يعمل المستثمر بشكل فردي أو أسري ومواجهة متطلبات التنظيم الإداري للاستثمار عندما يجري الاستثمار في إطار مؤسسي.
 4. **استمرار الدخل وزيادتها:** ويمثل هذا الهدف من أهم طموحات المستثمر للخروج من دورة حياته الاعتيادية ولتوكيد رغباته في رفع مستويات معيشته ثم قدراته الإنتاجية، ويمكن من خلال ذلك تعزيز المحفظة الاستثمارية بمزيد من النشاطات الجديدة (3).

(1) معروف هوشيار، مرجع سابق، ص ص: 20-21.

(2) محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص: 25.

(3) معروف هوشيار، مرجع نفسه، ص: 21.

5. الرغبة في إشباع الطلب المحتمل: إذا توقع المستثمر أن هناك زيادة في الطلب على سلعته التي ينتجها، فإنه يتوسع في قدراته الإنتاجية لأن الهدف الأساسي هنا هو إشباع الطلب المحتمل أو المحافظة على نصيبه في السوق.

6. التقدم التكنولوجي: قد يؤدي التقدم التكنولوجي إلى فتح مجال من مجالات الاستثمار وذلك بفتح وحدة إنتاجية تنتج هذه الآلات المتطورة أو بإعادة تغيير الآلات القديمة بأخرى حديثة، ولذلك من أجل البقاء في السوق أو زيادة حصته السوقية⁽¹⁾.

المطلب الثاني: تصنيفات الاستثمار ومحدداته

سنتناول في هذا المطلب تصنيفات الاستثمار وأنواعه المختلفة التي تنقسم وفقا لمعايير وأسس متعددة وكذلك سوف يتم التطرق إلى أهم محددات الاستثمار.

أولا: تصنيفات الاستثمار:

يمكن تصنيف الاستثمار وفق معايير وأسس متعددة منها:

1- تصنيف الاستثمارات من حيث الزمن:

- تتباين الاستثمارات من حيث الفترات التي يمكن أن يحتفظ خلالها المستثمرون بالأدوات المعتمدة أو التي تستثمر، فهنا يمكن أن نميز بين صنفين من الاستثمار المنظور إليها وفق الزمن:⁽²⁾
- **استثمارات طويلة الأجل:** وهي الاستثمارات التي تضم أدوات سوق رأس المال المتمثلة في الأسهم والسندات، كما تضم أيضا الأصول والمشروعات الاقتصادية التي تنشأ لأجل تشغيلها والاستفادة منها لمدة طويلة نسبيا كالمشاريع العقارية التي لا تؤسس لغرض البيع، عقارات للكرام، الفنادق...إلخ.
 - **استثمارات متوسطة الأجل:** حيث يتم انجاز هذا الصنف من الاستثمارات في فترة لا تقل عن سنتين ولا تزيد عن سبع سنوات، ولهذه الاستثمارات عدّة أشكال حيث نجد أن هذه الفئة هي الأكثر انتشارًا مثل مؤسسات النقل، الاستثمار في السلع والخدمات...
 - **استثمارات قصيرة الأجل:** وهي الاستثمارات التي يتم انجازها وجني عوائدها في مدة تمتاز بالقصر نسبيا حيث تتراوح المدة بين سنة إلى سنتين، ونجد أن هذه الصدد يضم أو راق السوق النقدية التي لا تتجاوز آجالها غالبا سنتين ومن أهم هذه الأدوات نجد:

(1) محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص:26.

(2) صلاح الدين شريط، المرجع السابق، ص:53.

- أ. شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول.
- ب. القبولات المصرفية.
- ج. أدونات الخزينة.
- د. الأوراق التجارية.

2- تصنيف الاستثمارات حسب اتجاه التأثير:

تصنف الاستثمارات حسب اتجاهات التأثير إلى: (1)

- أ. **استثمارات إنتاجية مباشرة:** تهتم الاستثمارات المباشرة بتوليد قيم جديدة سواء أكانت قيم السلع أو الخدمات أو العوائد المتولدة عن نشاطات المحفظة الاستثمارية في الأسواق المالية، وكما يرى من وجهة نظر خبراء توظيف الأموال أنه امتلاك أصلا استثماريا إنتاجيا طويل الأجل مثل الاشتراك مع الغير في مشروع جديد، إنشاء مشروع جديد، الامتلاك الكامل لمشروع قائم... بمفهومه العام هو دخول رأس المال مباشرة بالنشاط الاقتصادي.
- ب. **استثمارات إنتاجية غير مباشرة:** فإنها تسهم في بناء مشروعات أو أنها ركائز اقتصادية أو تكنولوجية أو اجتماعية تخدم الإنتاج المباشر وتشمل هذه الاستثمارات، كالأمن مشروعات البنية التحتية، مشروعات البنية الفوقية كالاتي: (2)
- **مشروعات البنى التحتية:** وتتضمن كافة النفقات الاستثمارية التي يتم إنفاقها على مباني السكن والتعليم والصحة وشبكات الري وغيرها.
- **مشروعات البنى الفوقية:** تتناول إعداد القوى العاملة المؤهلة للعمل في الوحدات الإنتاجية الصناعية والزراعية والخدمية وكذلك تلك العاملة في الأسواق والمؤسسات والنادي المالية.

3- تصنيف الاستثمار حسب المجال الجغرافي: (3)

تتخصر مجالات الاستثمار من الوجهة الجغرافية إلى استثمارات محلية وأجنبية:

- أ. **استثمارات محلية:** ونعني بها توظيف الأموال في مختلف المجالات المتاحة للاستثمار في السوق المحلي بغض النظر عن الإدارة الاستثمارية التي يتم اختيارها للاستثمار، وقياسا على ذلك فإن

(1) محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص: 29.

(2) معروف هوشيار، مرجع سابق، ص: 38.

(3) حسين علي خربوش وآخرون، الأسواق المالية (بورصة الأسهم والسندات المالية)، دار زهران، الأردن، 2013، ص: 34.

الأموال التي قامت المؤسسات بتوظيفها داخل الوطن تعتبر من قبيل الاستثمارات المحلية ومهما كانت أداة الاستثمار المستخدمة مثل مشاريع، عملات أجنبية، أو راق مالية... إلخ.

ب. **استثمارات أجنبية " خارجية "**: هي جميع الفرص المتاحة للاستثمارات في الأسواق الأجنبية من قبل الأفراد أو المؤسسات المالية إما بشكل مباشر أو غير مباشر، إذ تكون مباشرة في شكل شركات أو فروع مؤسسات تنشأ في البلد المضيف الاستثمار أو قيام المستثمرين المحليين بشراء عقارات أو حصص في شركات أجنبية، ويكون الاستثمار غير مباشر للبلد المصدر لرأس المال عن طريق مؤسسات مالية دولية أو عن طريق صناديق الاستثمار، حيث تستثمر الأموال في مشروعات استثمارية في شتى دول العالم.

4- تصنيف الاستثمارات حسب مجالاتها:

يمكن توزيع الاستثمارات حسب مجالاتها الرئيسية كما يأتي:⁽¹⁾

أ. **استثمارات حقيقية (اقتصادية)**: يعتبر الاستثمار حقيقياً إذا تم توظيف الأموال في حيازة أصول حقيقية، ويعرف الأصل الحقيقي بأنه كل أصل له قيمة اقتصادية، ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تظهر على شكل خدمة تزيد من ثروة المستثمر ومن ثروة الجميع؛ وذلك بما تخلفه من قيمة مضافة والاستثمارات الحقيقية تتناول الموجودات الحقيقية مثل الذهب والفضة والمعادن النفيسة والطوبع النادرة والعقارات... إلخ.⁽²⁾

حيث أن الاستثمار في هذا المجال يؤدي إلى زيادة الدخل الوطني مباشرة ويسهم في تكوين رأس المال في الدولة لذلك يطلق على الاستثمارات الحقيقية مصطلح استثمارات الأعمال أو المشروعات، وكذلك نجد أن عامل الأمان متوفر بدرجة كبيرة وهي ميزة نسبية للاستثمار الحقيقي، إلا أن المستثمر في هذا المجال يمكن أن يواجه مشاكل أخرى أهمها:⁽³⁾

- أن الأصول التي تتم فيها عملية الاستثمار ضعيفة السيولة بعكس الأوراق المالية وكذلك مشكلة التحول السريع إلى السيولة النقدية، مما قد يعيق عملية تسيير الكثير من مهمات المستثمر ونشاطاته وإشباع حاجاته اليومية؛ فضلاً عن ذلك فإن غالبية الموجودات.
- وجود نفقات غير مباشرة مرتفعة نسبياً: تكاليف الصفقات المالية، النقل، التخزين... إلخ.

(1) حسين علي خربوش وآخرون، مرجع سابق، ص: 35.

(2) معروف هوشيار، مرجع سابق، ص: 32.

(3) محمد مطر، إدارة الاستثمارات - الإطار النظري والتطبيقات العملية، ط: 5، دار وائل للنشر والتوزيع، 2009، ص: 76.

- اختلاف درجة المخاطر في الاستثمار الحقيقي من أصل آخر مع صعوبة التقييم لأن الأصول غير متجانسة.
- ب. **الاستثمارات المالية:** وهي الاستثمارات بالأسهم والسندات وأذونات الخزنة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية... إلخ.
- تركز الدراسات الاستثمارية عادة على هذا النوع من الاستثمارات باعتباره الأكثر تنظيماً وفق مؤسسات وأسواق وتشريعات وسياسات (محلية ودولية) والأكثر استقطاباً للنشاطات الاقتصادية على كافة المستويات⁽¹⁾.
- ج. **الاستثمارات البشرية:** تهدف هذه الاستثمارات إلى بناء قاعدة بشرية عريضة، من ذوي المهارات والمؤهلات والخبرات العلمية والثقافية والتكنولوجية، وما مثلها من خدمات تنمي طبقات المجتمع، وذلك بما يكفل وجود قوى عاملة مؤهلة قادرة على انجاز الوظائف التي يتطلبها التشغيل الاقتصادي الكفء⁽²⁾.

5- تصنيف الاستثمارات حسب الهدف:

يمكن تصنيف الاستثمارات من هذه الزاوية إلى:⁽³⁾

- **استثمارات توسعية:** حيث يكون الغرض من هذا النوع من الاستثمارات هو توسيع الطاقة الإنتاجية وزيادة المبيعات للمؤسسة، بإدخال أو إضافة منتجات جديدة وزيادة الإنتاج من أجل توسيع المكانة أو الحصة السوقية وزيادة القدرة على المنافسة عن طريق خفض التكلفة.
- **استثمارات إستراتيجية:** يهدف هذا الصنف من الاستثمارات إلى المحافظة على بناء واستمرار المؤسسة أو المشروع، أما المبالغ المستثمرة في هذا المجال فقد تكون بنسبة معينة من حجم إيرادات المؤسسة خلال عدد من السنوات لتوجيهها إلى استثمار استراتيجي معين.
- **الاستثمارات في مجال البحث والتطوير:** إن هذا النوع من الاستثمارات يكتسب أهمية خاصة في المؤسسات كبيرة الحجم حيث تكون عرضة للمنافسة، ونجد أن هذا الاستثمار يهدف أساساً إلى تخفيض التكاليف وتحسين النوعية عبر الزمن وهذا عن طريق تكثيف الآلية وتطوير الجهاز الإنتاجي، وبالتالي القدرة على مواجهة المؤسسات المنافسة في مختلف الأسواق.

(1) معروف هوشيار، مرجع سابق، ص: 33.

(2) محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص: 28.

(3) صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص: 52.

ويمكن الإشارة إلى أنه قد نجد استثمار معين يجمع بين عدّة أنواع في نفس الوقت، كالاستثمارات التوسعية مثلاً، فقد تؤدي أيضاً إلى تحقيق أغراض إستراتيجية إلى جانب خدمة مجال البحث والتطوير.

6- تصنيف الاستثمارات حسب تعدد الأصول:

تنقسم إلى: (1)

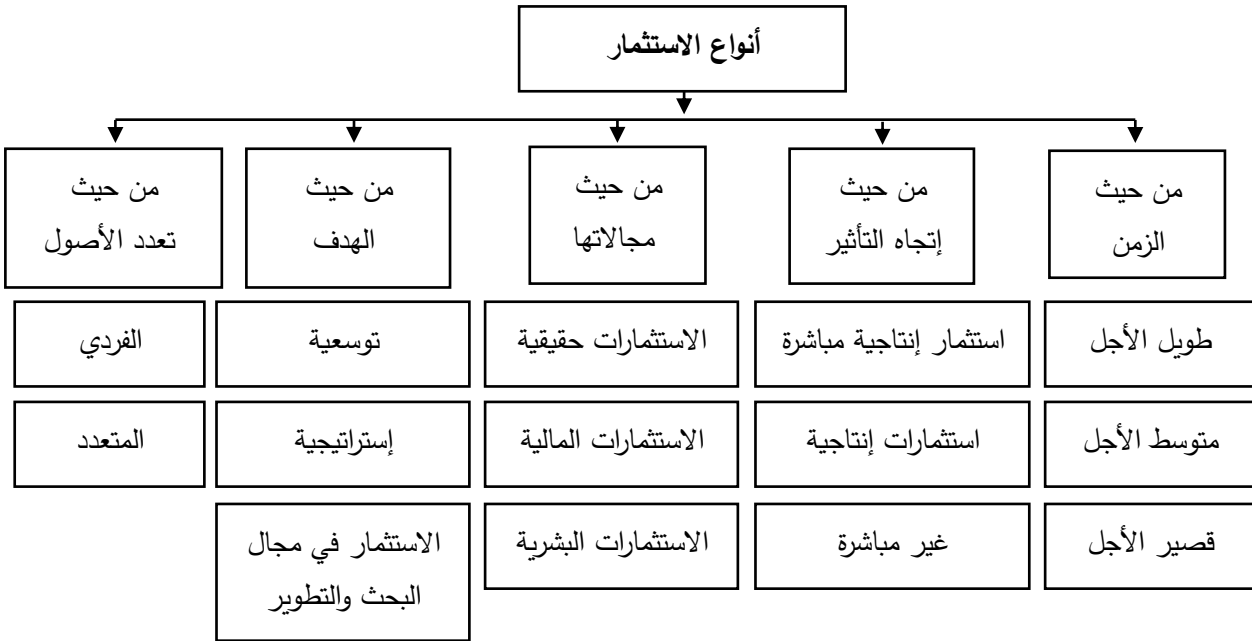
- **الاستثمار الفردي:** وهو القيام بعمل استثماري واحد فقط.

وتجدر الإشارة إلى أنه مهما تعددت أو تكررت الوحدات المشتريّة من هذا الأصل فإنه يظل استثماراً فردياً، أي أنه سواء تم شراء سهم واحد من إحدى الشركات أو شراء مجموعة أسهم من الشركة نفسها، يبقى الاستثمار في هذه الحالة استثماراً فردياً.

- **الاستثمار المتعدد (المحفظة):** وتعرف المحفظة بأنها توليفة من الأدوات الاستثمارية التي تشمل على أكثر من أصل ذات طبيعة مختلفة ولذلك فهي تحتوي على استثمارات متعددة.

ويمكن ذكر أنواع الاستثمار في الشكل التالي:

الشكل رقم (02): مخطط يمثل أنواع الاستثمار



المصدر: محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديقات، الاستثمار في البورصة- أسهم، سندات أوراق مالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص:21.

(1) محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديقات، الاستثمار في البورصة- أسهم، سندات أو راق المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006، ص:21.

ثانياً: محددات الاستثمار:

يعتمد نجاح الاستثمار على عوامل محددة ايجابية يقوم عليها كمايلي:⁽¹⁾

1. **القدرة على التمويل:** إن إنشاء أي استثمار يستلزم وجوباً توافر رأس مال مادي لانطلاق هذا المشروع، ذلك أن عامل القدرة على التمويل له أهمية بالغة في تنفيذ عملية الاستثمار، فإما أن يكون التمويل عن طريق المدخرات الحقيقية للمستثمرين هذا من الجانب الفردي، وإما من الجانب الكلي فتعد المدخرات الحقيقية للمجتمع المصدر الأساسي لتمويل الاستثمار، وإما أن يكون من القروض المصرفية المقدمة للمستثمرين على اختلاف أنواعها. أما من جانب الاستثمارات المالية فإن المحدد الأول والأساسي لشراء أدوات مالية مرتبط بمستوى الدخل أو بالقدرة المالية للمستثمر.
2. **سعر الفائدة:** تتحقق الكثير من الاستثمارات عن طريق الاقتراض؛ ومن هنا فإن سعر الفائدة عن القروض الممنوحة للمستثمرين يعتبر مؤشراً قوياً على مستوى الاستثمار فعند ارتفاعه سيقبل الطلب على القروض الأمر الذي يؤثر سلباً على الاستثمار. أما من جهة الاستثمار المالي فإن سعر الفائدة يؤثر على الأدوات المالية التي تقوم على مبدأ توزيع الأرباح المعلومة في نهاية المدة المفروضة على أساس سعر الفائدة.
3. **الاعتبارات الضريبية:** تتأثر خطة الاستثمار بالنظام الضريبي في بلد المستثمر أو البلد الذي يتداول فيه الأصل الداخل في تكوين محفظة الاستثمارية، فالاعتبارات الضريبية تعقد المسألة عندما تضم المحفظة بين مكوناتها استثمارات أو أصولاً أجنبية، ومن المعلوم أن الأرباح أو الخسائر الرأسمالية تنشأ عن التغيرات في سعر الأصول، وهذه النتائج تخضع أيضاً لمعاملة ضريبية تختلف عن معالجة الأرباح، إذ تفرض الضريبة على الدخل الإيرادي لحظة تحققه، أما الأرباح أو الخسائر الرأسمالية فلا تدخل في الحسابات الضريبية إلا عند بيع الأصل واثبات الربح أو الخسارة⁽²⁾.
4. **مستوى الربح:** لا بد لأي مستثمر يمتاز بالرشادة الاقتصادية أن يدرس العائد قبل الانطلاق في مشاريعه الاستثمارية فإن كان العائد أقل أو يساوي الصفر فإنه يتجنب الاستثمار في هذا المشروع، أما إن كان العائد أكبر تماماً من الصفر في هذه الحالة المستثمر الخيار بين أمرين؛ إما الانطلاق في الاستثمار وإما المفاضلة بين هذا المشروع وغيره من حيث العائد. أما في الاستثمار المالي فإن

(1) محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص: 33-35.

(2) صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص: 55.

المستثمر قبل شرائه للأدوات المالية المطروحة في السوق يقوم بدراسة عائدها ودراسة الوضعية المالية لمصدري هذه الأدوات والمفاضلة بينهم⁽¹⁾.

5. التقدم التكنولوجي: إن مسألة التقدم التكنولوجي تعد مسألة في غاية الأهمية بالنسبة للمشروعات التي ترى ضرورة المحافظة على مراكزها التنافسية التي تهدف إلى تحسين هذه المراكز، فالتقدم التكنولوجي له آثار متعددة منها زيادة المقدرة الإنتاجية والتنافسية، بالإضافة إلى أثره المباشر في خفض التكاليف ومن ثم إمكانية تحقيق أرباح مرتفعة وكذلك فإن الاستثمارات التي تعزز أساليب جديدة في الإنتاج تتطلب مزيداً من الاستثمارات والدافع لهذه الاستثمارات يمكن إرجاعه إلى الرغبة في خفض التكاليف وزيادة الإيرادات.

6. الاستثمارات الاقتصادية: إن عدم الاستقرار الاقتصادي يؤثر سلباً على عملية الاستثمار في البلد من خلال جوانب عديدة منها ارتفاع معدلات التضخم⁽²⁾، لأن ارتفاع الأسعار يؤدي إلى انخفاض القوة الشرائية للنقود ومن ثم انخفاض مستوى الدخل الحقيقي للفرد، وبالتالي انخفاض مستوى المعيشة فينتدى الادخار مؤدياً إلى تدني مستوى الاستثمار وذلك لاستحواذ المستهلك على معظم الزيادة في الدخل⁽³⁾.

ومن جهة ثانية تؤثر (سلباً على عملية الاستثمار في البلد) على الربحية المتوقعة وخاصة في حالة الشركات أو المشاريع التي تكون فيها الإدارة غير مغامرة، فإن حالة عدم التأكد تجعل هذه الإيرادات تعيد هيكلة استثماراتها بعيداً عن الأنشطة ذات المخاطر المرتفعة وهذا يؤدي إلى انخفاض الاستثمار⁽⁴⁾.

المطلب الثالث: الاستثمار من وجهة نظر إسلامية

لقد اهتم الإسلام اهتماماً كبيراً بالمعاملات بين الناس إجمالاً حيث شجعت الشريعة الإسلامية الناي على استثمار الأموال وفتحت أمامهم مساحات ومجالات واسعة لاستثماره؛ وفي هذا المطلب سوف يتم التطرق إلى تعريف الاستثمار ولكن من وجهة النظر الإسلامية وكذلك معرفة أهم الأدلة الشرعية لوجوبه، وكذلك الدوافع والضوابط الشرعية له.

(1) حسين عمر، سلسلة مبادئ المعرفة الاقتصادية - الاستثمار والعولمة، ط:1، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2000، ص:52.

(2) صلاح الدين شريط، المرجع نفسه، ص:55.

(3) محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص:35.

(4) صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص:55.

أولاً: تعريف الاستثمار والأدلة الشرعية

1- تعريف الاستثمار:

قد صيغت مجموعة من التعاريف للاستثمار من جانبه الإسلامي منها:

أ. **الاستثمار في اللغة:** مصدر لفعل استثمر، وهو مشتق من ثمر، ومن جملة الدلالات اللغوية لهذا المصطلح نجد: (1)

- **حمل الشجر:** وهو ما ينتجه الشجر، وهو يعني ثمرة الشجر.
- **الولد:** وهو ما يطلق مجازاً على الولد ومنه قولهم ثمرة الفوائد، وكما ورد في الحديث الشريف قوله عليه الصلاة والسلام: « إذا مات ولد العبد، قال الله لملائكته: قبضتم ولد عبدي ؟ فيقولون نعم، فيقول ثمرة فوائده ؟ فيقولون نعم، فيقول: ماذا قال عبدي ؟ فيقولون حمدك واسترجع، فيقول الله: ابنوا لعبدي بيتاً في الجنة وسموه بيت الحمد » وسمي الولد ثمرة تشبيهاً له بحمل الشجر.

- **المال:** لقد نسب بعض العلماء الاستثمار بالمال اعتماداً على قوله تعالى: ﴿ لا تأكلوا أموالكم بينكم بالباطل ﴾ (2)

- **النماء والزيادة:** إن الزيادة في المال تسمى ثمرًا لأنها زائدة على أصل المال وبما أن المراد بالاستثمار طلب الثمر فهذا يعني الزيادة والنماء فيه، فيراد من طلب المال زيادته ونماؤه ونتاجه.

ب. التعريف الاصطلاحي:

- **التعريف الأول:** توظيف الفرد أو المجتمع للمال الفائض عن الحاجة الضرورية بشكل مباشر أو غير مباشرة في نشاط اقتصادي لا يتعارض مع أحكام الشريعة ومبادئها العامة، وذلك بغية الحصول على عائد منه يستعان به للقيام بأعباء الخلافة العامة على الأرض أي عمارتها من قبل الفرد والمجتمع بوصفه مسؤولية الجميع (3).

(1) يوسف علي، جواد كاظم حميد، الاستثمار في النظام الاقتصادي الإسلامي، مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العدد 20، العراق، نيسان 2012، ص: 04.

(2) سورة الكهف، الآية (34).

(3) يوسف علي، جواد كاظم حميد، مرجع سابق، ص: 06.

- التعريف الثاني: استعمال الأموال في الحصول على الأرباح بالطرق المشروعة التي فيها الخير للجميع.
 - التعريف الثالث: هو جهد واعٍ ورشيد يبذل في الموارد المالية والقدرات البشرية بهدف تكثيرها وتنميتها والحصول على منافعها⁽¹⁾.
- 2- الأدلة الشرعية للاستثمار:

ثمة مجموعة من الآيات الدالة على الاستثمار من منظور إسلامي منها:⁽²⁾

- الأمر بالمشي في مناكب الأرض: حيث قال تعالى: ﴿لَا تَجْرُوا الْأَرْضَ اسْرَافًا ۖ تَجْرُوهَا اسْرَافًا﴾⁽³⁾، فهذه الآية تدعو إلى وجوب المشي والتحرك فلا يتم استثمار المال بدون مشي أو تحرك، كما جاء الأمر بالمشي في أرجائها وجوانبها واستخراج ما تحتضنه في أرجائها من كنوز وثمار وهذا المشي يعد من الاستثمار.

- الأمر بالاستثمار بعد الجمعة: حيث قال تعالى: ﴿يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا قُمْتُمْ إِلَى الصَّلَاةِ فَاغْسِلُوا وُجُوهَكُمْ وَأَيْدِيَكُمْ إِلَى الْمَرَافِقِ وَارْتَأْسُوا بِرُءُوسِكُمْ لِأَنْتُمْ مُسَلِّمُونَ﴾⁽⁴⁾، كان الانتشار أكثر وضوحًا في هذا الدليل حيث تدل الآية على أن الحالة الطبيعية للإنسان التي يجب أن يكون عليها هو الانتشار في الأرض وتبادل المنافع وهذا كله من أوجه الاستثمار، وأما الصلاة فلها أوقات محددة هي بمثابة محطات استراحة من هناء المشي في الأرض والعمل والاستثمار.

(1) عبد الحفيظ بن سامي، ضوابط الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، مذكرة ماجستير تخصص الاقتصاد الإسلامي، جامعة باتنة، 2008/2007، ص: 15.

(2) محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص: 39.

(3) سورة الملك، الآية (16).

(4) سورة الجمعة، الآية (10).

- **تحريم الاكتناز:** وذلك في قوله تعالى: ﴿لَا يَجْرِي وَالسُّبْحِ فِي أَيِّ ذَاكُمُ الْمُنْتَفِعُ مِنَ الْأَرْضِ لِأَنَّهَا لِلَّهِ الْغَنِيِّ الْعَزِيزِ﴾ (١) فإن الاكتناز المحرم في هذه الآية عكس الاستثمار والاستهلاك لأن الإنسان لو كان في حاجة للاستهلاك لاستهلكه بدلا من أن يكنزه وهو دليل على استثمار الأموال وصرفها في ما هو قائم وفق حدود الله.

ثانيا: الدوافع الشرعية:

إن المراد بدوافع الاستثمار من منظوره الإسلامي هو الغاية والهدف الذي شرع لأجله الاستثمار، وتتمثل الدوافع فيما يلي: (2)

1- استخلاف الإنسان في ملك الله:

لقد أباح الإسلام الملكية للفرد والمجتمع بأن يملك كل ما يستطيع كسبه من المال شرط مشروعية هذا الكسب إلا أن تلك الملكية هي مجازية أي أن الملكية الحقيقية هي لله تعالى، وأن الفرد أو المجتمع هو مستخلف في الأرض من أجل إدارة المال وتنميته وعليه الامتثال لأمر الله تعالى في تصرفاته في ماله وبهذا يقول الله تعالى: ﴿لَا يَجْرِي وَالسُّبْحِ فِي أَيِّ ذَاكُمُ الْمُنْتَفِعُ مِنَ الْأَرْضِ لِأَنَّهَا لِلَّهِ الْغَنِيِّ الْعَزِيزِ﴾ (3).

إن استخلاف الإنسان في الأرض من قبل الله تعالى من أجل إعمار الأرض وتنمية مواردها والانتفاع بخيراتها وإدارة تلك الموارد، وهذا يعني عدم تعطيل وسائل الإنتاج وعدم السعي والتواكل لأن سنة الحياة تقتضي أن تستمر تلك العناصر في العمل والإنتاج وإيجاد ما ينفع الفرد والمجتمع، وأن عملية الاستخلاف أيضا تفرض على الفرد والمجتمع عدم إتلاف ما لديهم من مال أو جزء منه لأن إساءة التصرف فيما هو مستخلف عليه.

(1) سورة التوبة، الآية (34).

(2) يوسف علي، جواد كاظم حميد، مرجع سابق، ص ص: 9-10.

(3) سورة الحديد، الآية (07).

2- تحقيق تداول الثروة:

إن عملية تحريك الأموال ضمن الأنشطة الاقتصادية المتنوعة من المؤكد أن تؤدي إلى تعظيم المصالح المتوقعة وتقضي على جميع الإختلالات والاضطرابات في المجتمعات الإسلامية خاصة من جميع النواحي الاجتماعية والسياسية والإنسانية، إذ يهدف الاقتصاد الإسلامي ومن خلال استثمار موارد تلك المجتمعات إلى إشراك أكبر عدد ممكن من أفرادها في ما يحققه الاستثمار من تحسين مستوى الحياة وإشباع الحاجات الأساسية ومن ثم تحقيق الاستقرار النفسي والاقتصادي وعلى الصعيد المادي والروحي.

3- الحفاظ على ديمومة تداول المال وتقلبه:

إن تنمية المال وزيادته تقتضي ضرورة تداوله ومع الوضع في الاعتبار أن يكون وفقاً للمنظور الإسلامي.

4- وظيفة المال في الاقتصاد الإسلامي:

لقد قسم الإسلاميون المال حسب القواعد الشرعية أو حسبما جاءت به السنة النبوية الشريفة إلى نوعين هما: (1)

- **الأموال الحلال:** وهو كل مال طيب نافع، أي المال الذي آلت ملكيته إلى مالكه بالحق وبالطرق الشرعية عبر الكسب الحلال من خلال بذل الجهود العقلية والعضلية.
- **الأموال الحرام:** وهي كل مال خبيث، وكل ما آلت ملكيته إلى مالكه بالباطل، وقد حرمها الله تعالى لأنها تضر الإنسان عاجلاً في الدنيا وأجلاً في الآخرة.

وإن مفهوم الإسلام من المال هو الانتفاع به لإشباع الحاجات الإنسانية وليس التعلق به بل دائماً يحث الإسلام عن الانفصال عنه وفك الارتباط والتعلق به، لذلك يذم الإسلام حب المال وجمعه وتكديسه واكتنازه من أجل الغنى وتنمية الملكية من غير الحاجة إليه، لذلك ينهي القرآن الكريم عن هذه الممارسات الاقتصادية (2).

ثالثاً: الضوابط الشرعية للاستثمار:

إن عملية توجيه الاستثمارات تحتاج إلى إيجاد معايير موضوعية لتحديد الأولويات التي تسهم في تخصيص الموارد الاقتصادية (المادية والبشرية)، ومن ثم العمل على تعظيم المنافع خدمة لمصلحة

(1) محمد عدنان بن الضيف، مرجع سابق، ص:40.

(2) يوسف علي، جواد كاظم حميد، مرجع سابق، ص:11.

المجتمع، لاشك أن معظم الأزمات التي مرت بها البلدان النامية عموماً والإسلامية خصوصاً تعود إلى عجز الأنظمة الاقتصادية التي طبقت فيها في إيجاد صيغ وضوابط تحكم عمليات الاستثمار وتوجيهها نحو تلك الأولويات المجتمعة وحسب أهميتها التي تدرج ضمن مستويات مختلفة.

1- الضوابط العقائدية:

المقصود بالضوابط العقائدية ألا تكون الاستثمارات مخالفة لأحكام الشريعة الإسلامية أي تلك الضوابط التي يكون على المستثمر معرفتها مسبقاً باعتبارها ضوابط تتسم بالاستقرار⁽¹⁾، وتتمثل أهم الضوابط العقائدية في استثمار المال فيما يلي:⁽²⁾

▪ الإيمان بأن الله تعالى هو المالك الحقيقي للمال: قال الله تعالى: ﴿لِلَّهِ الْمَالُ الْحَقِيقِيُّ كُلِّهٖ وَلَٰكِن مَّا يَكْفُرُ بِآيَاتِهِ الْكٰفِرُونَ﴾⁽³⁾، ومغزى هذا الضابط أن يعتقد المستثمر المسلم اعتقاداً جازماً في كل حين أن الأموال المتوفرة لديه ليس له الحق التصرف المطلق فيها لأن المالك الحقيقي هو الله، وبالتالي فإن تصرفه في الأموال واستثماره لها يجب أن يكون وفق إرادة المالك الحقيقي، ويعد هذا الضابط ضماناً وجدانياً لتوجيه المال واستثماره فيما يعود بالنفع على المستثمر وعلى المجتمع.

▪ الإيمان بوجوب إعمار الأرض: قال الله تعالى: ﴿وَلَا تُؤْتُوا السُّفٰهَةَ مَالَكُم مَّا يُغْنٰوَنَّهُمْ فِي الْحَيٰوةِ وَلَا يُغْنٰوَنَّهُمْ إِذَا تَبٰرَكُوا﴾⁽⁴⁾، إن الله سخر هذا الكون كله لخدمة الإنسان وأمره بعمارة الأرض بما يحقق له الانتفاع بمواردها حتى يضمن سعادة الدارين، فتتحقق الرفاهية الشاملة في الدنيا ورضا الله في الآخرة؛ بمعنى أن إعمار الأرض يجب أن يكون منطلقاً من مبدأ ابتغاء مرضاة الله بالتزامه لأوامره واجتنابه لنواهيه حتى يتحقق الأعمار الهادف والمطلوب، بحيث أن المستثمر يؤمن أن استثمار المال في الأنشطة الاقتصادية المتنوعة عبادة وشكر لله وامتنال لأمر الله.

(1) يوسف علي، جواد كاظم حميد، مرجع سابق، ص: 13.

(2) ليلي مقدم، محمد سمير طعيبة، معايير اتخاذ قرار الاستثمار من منظور الاقتصاد الإسلامي، مداخلة ضمن الملتقى الدولي للاقتصاد الإسلامي - الواقع ورهانات المستقبل - جامعة غرداية، يومي 23، 24 فيفري 2011، ص: 6-7.

(3) سورة طه، الآية (5).

(4) سورة هود، الآية (60).

- الإيمان بالنتفاوت في الرزق: الناتج عن الاستثمار والإقرار بحق الجماعة في المال المستثمر؛ يعني هذا الضابط أن المال من عند الله وهناك من ينجح في اختيار استثماراته وهناك من يفشل، بحيث أن الله يمن على من يشاء وييسر إليه أسباب النجاح، كما أن على الذي يمن الله عليه أن لا ينسى هذا المن من الله تعالى ويتذكر أن جماعة المسلمين لها حق في هذا المال فلا يمنع الصدقات والزكاة.
- أن يبتغي من وراء استثماره للمال وجه الله تعالى: وهذا مبدأ عام ينسحب على كل أعمال المسلم وتصرفاته، ويعد كذلك موجهاً أساسياً لتصرفاته وتفاعلاته مع الكون وما فيه ويعتبر ذلك ضابطاً معنوياً لا يطلع عليه سوى المستثمر نفسه بعد الله⁽¹⁾.

إن المستثمر المسلم الذي يستحضر هذا المبدأ ويسعى إلى تحقيقه في استثمار أمواله هو الذي يوجه سلوكه نحو طريق الخير، والابتعاد عما يغضب الله في أوجه الاستثمار، حيث يختار لنشاطه الاستثماري المجال الذي يحقق له في النهاية رضا الله مع أن ربحه المادي قد يكون قليلاً ويتمسك برفض الإشراف في مجال نشاطه الاستثماري فيه غضب الله مع ربح مادي كبير⁽²⁾.

2- الضوابط الاجتماعية:

لا يعد المشروع الاقتصادي مشروعاً ناجحاً من الناحية الاقتصادية إلا إذا كانت له نتائج إيجابية في الحياة الإنسانية، وهذه الضوابط هي مجموعة المبادئ والقيم التي يجب على المسلم أن يضعها في الحسبان عند استثمار أمواله، وتختصر هذه الضوابط فيما يلي:⁽³⁾

- اختيار سلع وخدمات المشروع وفق الأولويات الإسلامية: إن أول خطوة في اختيار المشروع الاستثماري هي تحديد طبيباته أي السلع والخدمات التي ينتجها، وقد قام الاقتصاديون المسلمون بتقديم تقسيمات عديدة للسلع والخدمات والتي تنادي معظمها بأن المصلحة الاجتماعية في الإسلام لها ثلاثة مستويات، الضروريات ثم الحاجيات ثم الكماليات.
- حفظ المال وتنميته: ويقصد بالمال هنا الثروة بمعناها الاقتصادي الذي يشمل الموارد الطبيعية والأصول المصنوعة، وهذا المعيار يقابله تقريباً لدى الاقتصاديين التقليديين مفهوم الكفاية في

(1) محمد عدنان بن الضيف، بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة ماجستير، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007-2008، ص: 48.

(2) قطب مصطفى سانو، المدخرات أحكامها وطرق تكوينها واستثمارها في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، 2001، ص: 126.

(3) ليلي مقدم، محمد سمير طعيبة، مرجع سابق، ص: 13.

استعمال الموارد ويعتبر في كثير من الأحيان المعيار الوحيد في تفضيل وضع اقتصادي على آخر، وفي الاعتبار الإسلامي فإن حفظ المال وتنميته هو هدف هام ولكنه ليس الهدف الوحيد.

1. **التوزيع العادل للثورة:** أي تعميم منافع الاستثمار على جميع عناصر الإنتاج التي شاركت في العملية الإنتاجية، فضلاً عن الاهتمام بتوزيع تلك المنافع على المناطق والجهات والأجيال المختلفة فالغاية من الاستثمار ليست تحقيق غايات جهة معينة، وإنما تحقيق أهداف إنسانية يتحقق من خلالها أهداف اجتماعية للمجتمع، من خلال مشاركة جميع عناصر الإنتاج في عمليات إعمار الأرض ومن ثم التوزيع العادل للمنافع.

3- الضوابط الأخلاقية:

والمقصود بها مجموعة المبادئ والقيم التي تحملها الشريعة الإسلامية في طياتها والتي أوجبت على المستثمر الالتزام بها عند استثمار أمواله، وتتمثل تلك الضوابط فيما يلي:⁽¹⁾

▪ **الصدق:** المسلم مطالب بالصدق وذلك انطلاقاً من قوله تعالى: ﴿الَّذِينَ يَدْعُونَ إِلَى الصِّدْقِ وَالْبِرِّ لِيُخْرِجُوا مِنَ الظُّلُمَاتِ إِلَى النُّورِ ۚ وَالَّذِينَ هُمْ يُدْعَوْنَ بِهِمْ سَبْعًا مَرَّةً ۖ وَكَذِبُوا عَلَيْهِمْ يُكْرَهُمْ لِلْعَالَمِينَ ۗ﴾⁽²⁾، ويعود ربط الإسلام استثمار الأموال بالصدق إلى أن يكون الاستثمار في حقيقته نشاطاً مزدوجاً يتم بناءً على اقتناع أحد الطرفين بما يقوله الطرف الآخر.

▪ **الأمانة:** إن الأمانة مقترنة بالصدق فأينما حلت إحدهما حلت الأخرى، والأمانة رأس مال مستثمر المال المسلم وأساس نجاح استثماره، فإذا زادت الثقة به راجت مبيعاته وأحبه الناس وتعاملوا معه.

▪ **الوفاء:** إن لما في العقود من أهمية بالغة في العملية الاستثمارية جعلت الإسلام يعني في تشريعاته بالإنزاح المتعاقدين بالوفاء بعقودهم وأداء ما عليهم إلى أصحابه، حيث يقول تعالى: ﴿الَّذِينَ يَدْعُونَ إِلَى الصِّدْقِ وَالْبِرِّ لِيُخْرِجُوا مِنَ الظُّلُمَاتِ إِلَى النُّورِ ۚ وَالَّذِينَ هُمْ يُدْعَوْنَ بِهِمْ سَبْعًا مَرَّةً ۖ وَكَذِبُوا عَلَيْهِمْ يُكْرَهُمْ لِلْعَالَمِينَ ۗ﴾

(1) محمد عدنان بن الضيف، الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 48-49.

(2) سورة التوبة، الآية (120).

الاستثماري، إن غابت ساءت فوضى عارمة أدت إلى انهيار النشاط الاقتصادي وحتى العلاقات الاجتماعية بين أفراد المجتمع.

▪ **العدل في معاملات المالية:** وذلك بأن يلتزم المسلم عند استثمار أمواله بالإنصاف وعدم الظلم، فالإسلام لم يحرم الفوائد المأتمية من المعاملات الربوية والبيع المحرمة والغش والتدليس والتزوير والخيانة... إلا لما تحمله في طياتها من ظلم وأكل أموال الناس بالباطل.

4- الضوابط الاقتصادية:

إن عملية تحريك رؤوس الأموال في النشاط هي من أجل تعظيم منافع المجتمع ولا تتم تلك العملية إلا من هلال استخدام الأساليب العلمية من أجل التخلص من الحالات التي تعيشها معظم البلدان النامية، ويتم ذلك عبر مؤشرات مؤكدة كضوابط الاستثمار الحقيقي ومن أهمها: (2)

- **الالتزام باستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية:** يعد هذا الضابط من أهم الضوابط الاقتصادية والذي يعني تخفيض الهدر والتبذير، ويتطلب هذا اتخاذ الحيطة والحذر في استخدام تلك الموارد وحتى يمكن تجنب المساوئ وتقليل النتائج الغير الحميدة من استغلال موارد المجتمع، فالاستثمار الذي لا يحقق أهداف المجتمع الاقتصادية بعد هدراً وتبذيراً لموارد ذلك المجتمع، وهذا لا يعني تحمل المخاطر وإنما الاستعداد للمقارنة بين المشاريع المختلفة واختيار المشروع التي تكون أضراره قليلة، وفي ضوء هذا الاستخدام الرشيد للاستثمار في هذا النوع من المشاريع سيحقق التخصيص الأمثل للموارد ضمن دائرة الأولويات مما يرفع من قيمة الموارد الاقتصادية المتاحة.

- **رفع مقدرة الاقتصاد الوطني:** أي استخدام عوامل الإنتاج المتاحة لتحقيق الأولويات حسب ترتيبها وهذا الجانب يقع في جزء كبير منه على عاتق الدولة عندما تحصي ما تمتلكه من ثروات، وتستوعب ما يختزنه المجتمع من طاقات وما يعيشه المجتمع من مشكلات في ضوء الظروف الموضوعية للحياة الاقتصادية تضع الدولة الحدود الاستثمارية لزيادة الإنتاج ونمو الثروة بما يضمن الرفاهية العامة.

(1) سورة المائدة، الآية (01).

(2) يوسف علي، جواد كاظم حميد، مرجع سبق ذكره، ص: 14.

- الالتزام بمبدأ المفاضلة بين أساليب الاستثمار: تتعدد أساليب الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي إلا أنها تتفق على نفي استعمال آليات الفائدة كضابط عقائدي لا يتغير بتغير الظروف الزمانية والمكانية، إلا أن تلك الأساليب والصيغ لا تمنع من تقاسم المخاطر وحقوق الأفراد وواجباتهم وحقوق الملكية وتحقيق الأرباح لأنها تجني من نجاحات الاستثمار في المشاريع النافعة وتأتي عن خلق ثروة إضافية.

ومن هذه الصيغ والأساليب المضاربة والمشاركة والمزارة والمرابحة وغيرها، عند تطبيقها تؤدي إلى سهولة المزج ما بين عناصر الإنتاج، وبالتالي فتح مجالات واسعة لتشغيل موارد المجتمع بنوعيتها المادية والبشرية فضلاً عن مساهمتها في جذب الأموال المكتنزة والمدخرة إلى الاستثمار في تلك الصيغ والأساليب.

المبحث الثاني: الإطار النظري لصناديق الاستثمار

تعد صناديق الاستثمار إحدى أهم صيغ تعبئة المدخرات وهي من الآليات الحديثة في الأسواق المالية التي توفر للعديد من الأشخاص فرصة المشاركة في هذه الأسواق، ولذلك سوف نتطرق في هذا المبحث إلى ماهية صناديق الاستثمار وكذلك النشاط الاستثماري لها وهيكلها التنظيمي وأهم المزايا التي تقدمها وكذلك المخاطر التي تتعرض لها.

المطلب الأول: ماهية صناديق الاستثمار

سنعرض في هذا المطلب إلى تعريف صناديق الاستثمار ونشأتها وأهم التطورات التي مرت بها وكذلك أهم الخصائص التي تميزها.

أولاً: تعريف صناديق الاستثمار:

1- الفكرة الأساسية التي قامت عليها صناديق الاستثمار:

تقوم هذه الفكرة الأساسية على مايلي:⁽¹⁾

- قيام جهة معينة (بنوك وشركات استثمار) بإعداد دراسة اقتصادية لنشاط أو مشروع معين أو مشاريع معينة، بحيث تبين جدوى الاستثمار في ذلك المجال.

(1) صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 164.

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

- تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص أو أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية، بحيث يكون اقتنائها عبارة عن المشاركة في ملكية حصة من رأس مال الصندوق. بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق أموال المكننين، تقوم باستثمار الأموال المجمعة لديها في المجالات المحددة في نشرة الاكتتاب وتوزيع الأرباح في الفترات وبالكيفية المتفق عليها كما تتولى تصفية الصندوق في الموعد المحدد لذلك.

2- مفهوم صناديق الاستثمار:

تعددت التعاريف التي قدمت لصناديق الاستثمار إلا أنها تتفق جميعها في مضمونها ومن بين هذه التعاريف نجد مايلي:

- أ. هي نظام يسمح للمستثمرين من أفراد وشركات سوية في برنامج استثماري يدار من قبل مستشاري استثمار متخصصين لتحقيق أعلى نسبة ممكنة من العوائد وبأقل درجة ممكنة من المخاطر⁽¹⁾.
- ب. تعرف صناديق الاستثمار على أنها عبارة عن محفظة استثمارية مشتركة تسمح لأي عدد من المستثمرين حسب رغبتهم وقدرتهم المالية بالاشتراك فيها من خلال شراء حصة من أصولها⁽²⁾.
- ج. وتعرف كذلك بأنها: مؤسسات مالية تقوم بتجميع عدد كبير جدا من المستثمرين من خلال بيع حصص ملكية ويتم بعد ذلك توظيف هذه الأموال في شراء أسهم وسندات الشركات الناجحة والتميزة، وتهدف الى تحقيق التنوع اللازم لتقليل المخاطر للمستثمر⁽³⁾.
- د. تعرف كذلك على أنها: مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة أو وحدة تنظيمية مستقلة محاسبيا وماليا عن المؤسسة التي تنشئها، تتولى تجميع المدخرات من الجمهور بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة ثم بيعها إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار بغرض استثمار هذه

(1) صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص: 166.

(2) حسين عصام، أسواق الأوراق المالية- البورصة، دار أسامة، الأردن، 2008، ص: 213.

(3) عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الاوراق المالية - مدخل مقارنة - دار التعليم العالي الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، ص: 43.

المدخرات مع رأس مال الصندوق في الأوراق المالية أساسا ومجالات الاستثمار الأخرى لصالح المدخرات والمستثمرين معا⁽¹⁾.

ثانيا: نشأة صناديق الاستثمار وتطورها:

تعود فكرة صناديق الاستثمار إلى سنوات قديمة ومرت بالعديد من التطورات والتغيرات التي طرأت على عالم الاقتصاد والمال في العالم إلى أن وصلت إلى ما هي عليه الآن، وقد بدأ بتنفيذ فكرة صناديق الاستثمار في العالم في أوروبا وتحديداً في هولندا التي ظهر بها أول صندوق استثماري سنة 1822، وتلتها إنجلترا سنة 1870 غير أن البداية الحقيقية لهذه الصناديق بالمفاهيم القائمة الآن تحققت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924 وذلك حينما تم إنشاء أول صندوق في بوسطن باسم (Masochists Investment trust) على يد أساتذة جامعة هارفارد الأمريكية، وقد صدر قانون خاص لتنظيم تكوينها، إنشاؤها، أدائها عام 1940.

وقد شهدت الفترة ما بين الحرب العالمية الأولى وأزمة الكساد الكبير المراحل الأولى لنمو صناديق الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية، غير أن خبرة هذه الصناديق كمؤسسات مالية كانت ضعيفة بسبب سوء وضعف إدارة هذه الصناديق، وفي عام 1966 وصلت إلى نحو 550 صندوقاً استثماري في الولايات المتحدة الأمريكية، واستمرت بعد ذلك في التزايد بشكل متسارعا حتى أصبح عدد صناديق الاستثمار 3900 صندوق في عام 1992⁽²⁾.

أما على الصعيد العربي كانت السعودية الأسبق إلى خوض هذه التجربة حين أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم " صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل " في ديسمبر 1979، واستمرت البنوك السعودية نتيجة لنجاح هذه التجربة في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة، ثم دولة الكويت إذ تعد ثاني دولة عربية بعد السعودية في خوض تجربة الصناديق الاستثمارية، إذ بدأت تجربتها في عام 1985 وتبعتها بعد ذلك بعض الدول العربية مثل: مصر، البحرين، عمان سنة 1994، المغرب 1995، لبنان 1996 ثم الأردن 1997.

ويقدر إجمالي الموارد المعبأة من خلال الصناديق العربية في الفترة 1979 إلى عام 1993 بأكثر من 830 مليون دولار، توزعت على حوالي 20 صندوق كان أكثرها مخصصا للاستثمار في أسواق الأسهم في كل من مصر والمغرب وتونس وعمان والأردن والبحرين وقطر.

(1) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، المرجع السابق، ص: 201.

(2) سمية بلعيد، المرجع السابق، ص: 57-58.

وفي الأخير يمكن القول أن أغلب الدول العربية خاضت التجربة بنسب متفاوتة من النجاح والإقبال، واتسمت أغلب تلك التجارب بإنشاء الصناديق الاستثمارية قبل صدور التشريعات المنظمة لها⁽¹⁾.

ثالثاً: خصائص صناديق الاستثمار:

تتسم صناديق الاستثمار عموماً بخصائص تميزها عما عداها من أساليب الاستثمار الأخرى ويمكن ذكر أهم خصائصها كما يلي:⁽²⁾

1. **السيولة:** يمكن استرداد قيمة وثيقة الاستثمار بسهولة بالغة وذلك بقيمتها السوقية وقت الاسترداد مع بعض الاستثناءات، وفي حالة وجود أي قيود على عمليات الاسترداد فإنه عادة ما يتم الإفصاح عنها ضمن نشرة الاكتتاب الخاصة بالصندوق.
2. **المرونة:** إذ أنه في معظم الأحيان يكون صندوق الاستثمار مجرد جزء من عائلة وتضم مجموعة من الصناديق مختلف الأغراض والتي تدار بمعرفة إدارة واحدة، ومن ثم يمكن للمستثمرين في أي صندوق أن ينتقل بأمواله من صندوق لآخر مجموعة العائلة بتكلفة قليلة أو بدون تكلفة.
3. **سهولة الاستثمار:** إذ تضع معظم الصناديق حدوداً دنياً للاستثمار فيها لا يتجاوز مبالغ بسيطة تكون في متناول المستثمر ذو الإمكانيات المالية المحدودة.
4. **التنوع:** حيث تقوم استراتيجيات الاستثمار داخل صناديق الاستثمار عموماً على مبدأ تنوع الاستثمارات بين الأسهم، السندات (محلية أو أجنبية) وهو ما يتيح الفرصة لصغار المستثمرين لتنوع استثماراتهم من خلال الصندوق.
5. **التنظيم والإفصاح:** حيث تتولى جهات حكومية أو شبه حكومية مهام الإشراف والرقابة على صناديق الاستثمار، والتأكد من وفائها بمسئوليتها تجاه الإفصاح الكافي لكافة الأطراف المهتمة.

المطلب الثاني: الدور المتوقع لصناديق الاستثمار وأهم أهدافها

تشكل صناديق الاستثمار أداة مهمة لجذب المدخرين الصغار الذين لا يملكون فرصة المشاركة في سوق الأوراق المالية، وسنتعرض في هذا المطلب للدور المتوقع لصناديق الاستثمار وأهم أهدافها كما يلي:

أولاً: الدور المتوقع لصناديق الاستثمار

(1) صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص: 163.

(2) أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 07.

1- بالنسبة للاقتصاد الوطني:

- تلعب صناديق الاستثمار دورًا هامًا في تدعيم برامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية في قطاع الأعمال العامة، وذلك من خلال توفير الترويج لأسهم الشركات المطروحة لبيع وتوفير التمويل اللازم للشراء عن طريق تجميع فوائض المدخرات، بالإضافة إلى دور هذه الصناديق في تدعيم التقييم السليم للأوراق المالية وتحسين شروط البيع لصالح الاقتصاد الوطني.
- تنشيط سوق رأس المال عن طريق جذب صغار المستثمرين للاستثمار في الأوراق المالية بأسلوب عملي لا يحتاج إلى معرفة مالية واسعة.
- أداة لتحريك الاستثمارات الجامدة: لأن مصدر التمويل لتلك الصناديق في معظمه من مدخرات أفراد القطاع الخاص، والتي قد تكون مجمدة في استثمارات ذات منفعة محدودة للاقتصاد وأثبتت تجربة الصناديق دورها الفعال في تحريك تلك الأموال نحو الاستثمارات المناسبة في مختلف القطاعات الاقتصادية.
- تساهم صناديق الاستثمار بالعملة المحلية في تنمية السوق المالية المحلية، وتفعيل دورها لخدمة قطاعات الاقتصاد المختلفة.
- تساهم الاستثمارات الخارجية للصناديق في دعم الميزان التجاري للدولة.
- تساعد الصناديق على تنويع استثمارات القطاع الخاص، وبالتالي تحقيق عوائد مستقرة على مدخرات ذلك القطاع والذي يعتبر القاعدة الأساسية لأي اقتصاد⁽¹⁾.

2- بالنسبة للمستثمرين الأفراد:

- أثبت الاستثمار من خلال الصناديق الاستثمارية كفاءة عالية في توفير الفرص الاستثمارية المناسبة لتشغيل أموال مختلفة شرائح المستثمرين من ذوي المدخرات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة، وبشكل يحقق طموحاتهم في الحصول على أرباح تفوق ودائع البنوك مع توفير حد أدنى من الحماية بأموالهم من المخاطر الاستثمارية.
- كما تساهم صناديق الاستثمار في ترشيد عمليات توظيف الأموال للمواطنين في الداخل وفي الخارج وفي دعم الثقة في سوق رأس المال، خاصة بعد تجربة شركات توظيف الأموال وفي ظل ضعف الوعي الاستثماري الحالي.

(1) صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص: 170-171.

ويتجه اهتمام صناديق الاستثمار بشكل خاص إلى المستثمر الفرد صاحب المدخرات الصغيرة نسبياً والخبرة المحدودة فيما يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية، فيقوم الصندوق بما يتيح للمستثمرين من معلومات وما يقدمه من تحليلات ودراسات لأوضاع الشركات المطروحة أسهمها بالبورصة، بتوفير عنصر الأمان للمستثمر يترك للصندوق مسؤولية استثمار أمواله بكل ثقة.

وفيما يلي أهم فوائد الصناديق الاستثمارية للمستثمرين الأفراد:⁽¹⁾

أ. 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 يتم اختيارها وانتقاؤها بشكل فني دقيق.

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

ج. تؤدي تلك الصناديق إلى تفرغ المستثمرين لأعمالهم اليومية وإبعادهم من تحمل عناء إدارة الاستثمارات.

د. 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 يستطيع القيام بمتطلبات ذلك إلا خبراء متخصصون.

3- بالنسبة لتنشيط سوق أوراق المالية

تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة سوق الأوراق المالية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تتناسب وظروف المستثمرين المحتملين.

كما يمكن أن تقوم هذه الصناديق بشراء تشكيلة من الأوراق المالية المتداولة في السوق مما يسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق، كما يمكن أن يتم عرض أسهم تلك الصناديق للتداول العام مما يعمي إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة في السوق، كما توفر مثل هذه الصناديق الخبرة اللازمة للمستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم ولا تتوفر لديهم الخبرة اللازمة⁽²⁾.

ثانياً: أهداف الصناديق الاستثمارية

(1) هشام أحمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية - دراسة تطبيقية فقهية - منشأة المعارف، الاسكندرية، 2011، ص: 59.

(2) صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص: 165.

- يزداد الإقبال على صناديق الاستثمار في الوقت الراهن وذلك لتعدد وشمولية أهداف صناديق الاستثمار والتي من أهمها مايلي:⁽¹⁾
- تطوير وتنشيط سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال حركة البيع والشراء للأوراق المالية مما يؤدي إلى نهوض سوق الأوراق المالية وجذب رؤوس أموال خارجية وهي ما يسمى "تدويل السوق المالية".
 - حماية المدخرات الوطنية وذلك بتوجيهها التوجيه السليم من خلال إدارة واعية ومنتزعة تلم بالسوق المالي إماماً جيداً.
 - أوجدت صناديق الاستثمار في كثير من بلدان العالم منفذاً لصغار المدخرين والمستثمرين للدخول إلى سوق الأوراق المالية والإسهام فيها، بعد أن كانت قاصرة على كبار المستثمرين فقط.
 - صناديق الاستثمار مصدر من مصادر التمويل في سوق الأوراق المالية إذ يعد تملك الصندوق حصة في شركة أو مشروع ما بمثابة تمويل لها لتوسيع نشاطاتها، مما يدفع الشركات إلى القيام بحملات تسويقية بهدف إقناع إدارة الصناديق بالاستثمار فيها.
 - ساعدت الصناديق المفتوحة على تسيير عمليات الاستثمار قصير الأجل للأفراد والمؤسسات الذين قد تكون لهم أموال فائضة من عملياتهم الجارية.
 - مراعاة اعتبارات الأمان حيث أن منهج أسلوب عمل صندوق الاستثمار يهدف تماماً إلى تفعيل وتوزيع مخاطر الاستثمار من خلال تعدد منافذ الاستثمار وقيام المستثمر باختيار المدى الزمني المناسب له إذا كان طويل أو قصير الأجل وفقاً لاحتياجاته، فرغبات المستثمر تحدد الأوراق المالية التي سيتعامل معها من خلال صندوق الاستثمار⁽²⁾.

المطلب الثالث: أنواع الصناديق الاستثمارية وعلاقتها بالبنوك وشركات الاستثمار

نظراً لتفاوت واختلاف الأهداف من مستثمر إلى آخر لذلك لا يمكن لمحفظة واحدة أن ترضي مختلف المستثمرين الأمر الذي يؤدي إلى تصنيف عدة أنواع طبقاً لعدة معايير، وفيمايلي عرض لأهم تلك الأنواع وكذلك معرفة علاقة الصناديق الاستثمارية بالبنوك وشركات الاستثمار.

أولاً: أنواع الصناديق الاستثمارية:

(1) خالد علي ثويني، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار) - دراسة تحليلية شرعية اقتصادية، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم قري، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 07.

(2) فتيحة كحلي، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية - دراسة تجارب بعض الدول العربية، مذكرة ماجستير تخصص محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2010/2011، ص: 06.

يمكن تصنيفها إلى عدة أنواع بناءً على مجموعة معايير معينة إلى:

1- حسب معايير هيكل رأس المال:

تصنف وفق هيكل رأس المال كالآتي:⁽¹⁾

أ. **صناديق الاستثمار المفتوحة:** يغلب استعمال مصطلح الصناديق المشتركة " Mutual Fundi "

على هذه الصناديق، كما هو واضح من هذه التسمية فإن حجم رأسمال هذا النوع من الصناديق متغيراً وغير ثابت، وتبعاً لذلك يكون عدد الأسهم المصدرة غير ثابت وإنما يتقلب تبعاً لعمليات البيع، الشراء والاسترداد طالما أن نشاط الصندوق لا يزال قائماً.

فرأسمال هذا النوع من الصناديق قابلاً للزيادة عن طريق قيامها بإصدار وثائق استثمار لمواجهة احتياجات المدخرين الجدد الراغبين في الانضمام إليها طالما كانت هذه الوثائق في حدود رأس المال المعتمد، كما يمكنها أيضاً تخفيض رأسمالها عن طريق قيامها بإعادة شراء وثائقها من المدخرين الذين يرغبون في الخروج منها⁽²⁾، ولذلك تسمى هذه الصناديق بالصناديق المفتوحة لأنها تكون مفتوحة لدخول وخروج المستثمرين منها في أي وقت طالما أن نشاطها لا يزال قائماً بما يغيب قابلية رأسمالها للزيادة أو النقصان في حدود رأس المال المرخص به، وبمقتضى ذلك يكون الصندوق مستعداً في أي وقت لاسترداد الوثائق المصدرة وسداد قيمتها بالكامل⁽³⁾، ولذا فإن هذه الصناديق تتعرض لمخاطر عدم كفاية السيولة المتوفرة في حالة الاسترداد المكثف وتجاوز طلبات الاسترداد لطلبات الاكتتاب⁽⁴⁾.

وعادة ما يتم التفرقة بين نوعين من هذه الصناديق وهما:⁽⁵⁾

- **الصناديق المحملة:** وهي عبارة عن صناديق استثمارية تحمل المستثمر عمولة تسويق تدفع عند الشراء أو تدفع عند البيع أو استرداد قيمة الوثيقة⁽⁶⁾.
- **صناديق غير محملة:** وهي عبارة عن صناديق استثمار لا تحمل المستثمرين أي عمولات أو مصاريف سواء عند الإصدار أو الشراء لأول مرة أو عند البيع أو الاسترداد.

(1) أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق ذكره، ص: 269.

(2) سمية بلعيد، مرجع سابق، ص: 62.

(3) أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص: 25.

(4) سمية بلعيد، مرجع سابق، ص: 72.

(5) عمران جلال عمران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية - مدخل مقارن، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010، ص: 66.

(6) عمر عبو، مرجع سابق، ص: 124.

وتقوم إستراتيجية هذا النوع من الصناديق بإصدار أسهم جديدة كلما استثمر مستثمر أموال إضافية في هذا الصندوق فتصدر له أسهم بقيمتها، يمكن إعادة بيع هذه الأسهم لصندوق الاستثمار الذي أصدرها حسب القيمة الصافية للأصل عند البيع، ويتم تقييم أسهم هذه الصناديق يوميا بناءً على القيمة الصافية لموجودات الصندوق، كما يعطي صندوق الاستثمار المشترك شهادة أسهم للمساهم فيه مباشرة أو من خلال وسيط في سوق الأوراق المالية⁽¹⁾.

ب. **صناديق الاستثمار المغلقة:** هي تلك الصناديق التي تنشئها شركات المساهمة وأطلق عليها وصف مغلق لأنها تصدر عدد ثابتاً من الحصص يتم تداولها في سوق الأوراق المالية، كما تعتبر أول نوع ظهر من الصناديق الاستثمارية وهي مقتصرة على فئة محددة من المستثمرين لها هدف محدد وفترة زمنية محددة وفي نهاية تلك الفترة تتم تصفية الصندوق وتوزع عوائده المحققة على المشتركين فيه، ويمكن لأي مشترك في الصندوق المغلق أن يبيع ما يمتلكه من أصول في الصندوق في سوق الأوراق المالية عن طريق السماسرة، وتتصف الصناديق الاستثمارية المغلقة بالآتي:

- يكون للصندوق هيكل رأس مال ثابت نسبياً أي أن عدد الأسهم ثابت لا يتغير.
- لا يمكن استرداد الحصص التي يتكون منها الصندوق إلا في نهاية الأجل.
- يمكن أن يتحول إلى صندوق مفتوح بعد فترة معينة.
- لا يمكن زيادة رأسمال الصندوق خلال حياته إلا وفق نص ثقافي واضح.
- يجري إدراج وحداته الاستثمارية في البورصة مثل أي شركة استثمارية⁽²⁾.

توفر الصناديق المغلقة مجموعة من المزايا الفريدة في عالم الاستثمار والتي لا يمكن الحصول عليها في كثير من الأحيان في الصناديق المفتوحة، فهي توفر للمستثمرين العديد من الطرق لتوليد رأس المال ونمو الدخل من خلال أداء المحفظة، الأرباح الناتجة عن التوزيعات وكذا العائد الناتج عن التداول في السوق المالي، والحافز الثاني الذي دفع المستثمرين على الاستثمار فيما هو قيامها بخلق نوع جديد منها يسمى ترست " Trust " وهو نوع من الصناديق الاستثمارية التي لها تاريخ استحقاق، وقد تم العمل بها لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1988 ويهدف هذا النوع من الصناديق الاستثمارية إلى

⁽¹⁾ John Bogle, **Mutual funds hand book, A comprehensive guide for investment professionals**, Boston Institute of finance, United states of American, 2005, P:09.

⁽²⁾ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، جامعة التحدي، الأردن، 2009، ص:218.

إعادة قيمة الأسهم الأصلية للمساهم في الصندوق، بالإضافة إلى عائد يعادل العائد على سندات الخزينة التي لها مدة استحقاق تعادل مدة الاستحقاق للصندوق⁽¹⁾.

2- حسب معيار الأوراق المالية المكونة لها:

تصنف صناديق الاستثمار وفق الأوراق المالية المكونة لها إلى مايلي:

- **صناديق الأسهم العادية:** يقتصر الاستثمارات في هذا النوع من الصناديق على الأسهم العادية فقط رغم أنها قد تختلف فيما بينها باختلاف سمات تلك الأسهم والتي ترتبط بطبيعة الشركات التي تصدرها، فهناك أسهم عادية تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو وأثبتت هذه المشروعات من خلال عملها الناجح في السوق، كما أن هناك أسهم تصدرها شركات ناشئة لم تثبت بعد نجاحها ونموها في حين هناك صناديق تركز على الاستثمار في أسهم تصدرها شركات تعمل في مجال معين أو منطقة معينة أي أنها تكاد تكون متخصصة⁽²⁾.
- **صناديق السندات:** ويقصد بها تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من سندات تصدرها الحكومة، الهيئات الحكومية أو الشركات، والتي يتم من خلالها خدمة فئة معينة من المستثمرين⁽³⁾، فبعض هذه الصناديق تتكون من سندات عالية الجودة وفي الغالب تتمثل في السندات التي تصدرها الحكومة والهيئات الحكومية لأن درجة المخاطرة بها منخفضة وسيولتها مرتفعة، وصناديق أخرى تستثمر في سندات تختلف درجة جودتها، مخاطرها، سيولتها وعائدها بشكل يتناسب واحتياجات المستثمرين ومدى استعدادهم للتخلي عن السيولة وتحمل مخاطر من أجل الحصول على عائد أعلى⁽⁴⁾.
- **الصناديق المتوازنة:** ويقصد بها تلك الصناديق التي تتكون محفظة الأوراق المالية بها من مزيج من الأسهم العادية والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت كالسندات التي تصدرها الحكومة، منشآت الأعمال، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية أو أسهم ممتازة، ولذا يطلق عليها أيضا الصناديق المنوعة، ومن الطبيعي أن تختلف نسبة الأسهم العادية باختلاف الأهداف المحددة للصندوق فعندما يكون من بين الأهداف تحقيق عائد مرتفع نسبياً مع الرغبة في تحمل مخاطر متوسطة نسبياً، توقع أن ترتفع نسبة الأموال التي يستثمرها الصندوق في الأسهم العادية، أما عندما يكون في مقدمة الأهداف

(1) هشام جبر، **صناديق الاستثمار الإسلامية**، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العالمي حول الاستثمار والتمويل بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2005، ص: 08.

(2) سمية بلعيد، مرجع سابق، ص: 72.

(3) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 148.

(4) سمية بلعيد، مرجع سابق، ص: 73.

تحمل المستثمر لحد أدنى من المخاطر حينئذ ترتفع نسبة الأموال المستثمرة في الأوراق المالية ذات العائد الثابت وذلك على حساب الاستثمار في الأسهم العادية⁽¹⁾.

- **صناديق سوق النقد:** يقصد بهذه الصناديق تلك التي تكون محفظة أو راقها المالية من أوراق مالية قصيرة الأجل والتي تتداول في سوق النقد من خلال المؤسسات كالبانوك التجارية وبيوت السمسة ومن أمثلة هذه الأوراق أدون الخزنة وشهادات الإيداع والكمبيالات المصرفية⁽²⁾، وتعد هذه الصناديق من ضمن صناديق الاستثمار قصيرة الأجل التي تلبى احتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف السيولة والأمان في مقدمة أهدافهم الاستثمارية، وقد بلغ عدد صناديق سوق النقد في العام حوالي 3437 صندوق في نهاية الربع الثاني من سنة 2010 بإجمالي أصول قدرها 4475 مليار دولار.
- **الصناديق المتخصصة:** تتخصص صناديق الاستثمار هذه في بعض الأوراق المالية لعدد من الشركات في نشاط اقتصادي معين أو عدد من السلع مثل المعادن النفيسة، كصندوق استثمار أحد البانوك، صندوق استثمار خاص بشركات تكنولوجيا المعلومات، صندوق استثمار لشركات البترول وغيرها⁽³⁾.

3- حسب معيار الأهداف التي تسعى لتحقيقها:

تصنف صناديق الاستثمار وفق الأهداف التي تسعى لتحقيقها إلى مايلي:

- **صناديق النمو:** يهدف القائمون على إدارة صناديق النمو إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق، لذا تعتمد هذه الصناديق على الأسهم العادية للشركات ذات المركز المالي الجيد والسمعة الطيبة⁽⁴⁾، وعادة ما تناسب هذه الصناديق المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع في الوقت الذي يخضعون فيه لشريحة ضريبية عالية خاصة في ظل نظام يكون فيه معدل الضريبة على التوزيعات والفوائد (الربح الإيرادي) مرتفع عن معدل الضريبة على الربح الرأسمالي⁽⁵⁾.

(1) منير إبراهيم الهندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص: 35-36.

(2) فتحة كطي، مرجع سابق، ص: 10.

(3) فريد راغب النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص: 127.

(4) سمية بلعيد، مرجع سابق، ص: 74.

(5) منير إبراهيم الهندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سبق ذكره، ص: 38.

وقد تركز بعض الصناديق الأخرى على الاستثمارات في الأوراق المالية الخاصة بالشركات الحديثة نسبياً⁽¹⁾.

- **صناديق الدخل:** تتناسب صناديق الدخل أولئك المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم، لذا إعادة ما تشمل التشكيلة على سندات وعلى أسهم لشركات كبيرة ومستقرة توزع الجانب الأكبر من الأرباح المتولدة ومثل هؤلاء المستثمرين عادة ما يخضعون لشريحة ضريبية صغيرة، أو ربما لا يخضعون للضريبة على الإطلاق وهو ما يعني عدم اهتمامهم بالفرق بين معدل الضريبة على التوزيعات والفوائد ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية⁽²⁾.

- **صناديق الدخل والنمو:** تتلاءم هذه الصناديق مع المستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق أرباح رأسمالية مع تحقيق عائد مستقر وبذلك فإن استثماراتهم هذه الصناديق تتكون من أسهم الشركات النامية ومن السندات ذات العائد الثابت، لذلك يكون أكثر ملائمة لمثل هذا النوع من الصناديق أن تركز في استثماراتها أكثر على الأسهم المتوقع أن تحقق معدل نمو أكبر ونسبة أقل في السندات وهذا يعني احتمال تحقيق معدل نمو أكبر في الاستثمارات وتحقيق دخل ثابت أقل⁽³⁾.

- **صناديق إدارة الضريبة:** يقصد بصناديق إدارة الضريبة تلك الصناديق التي لا تجري توزيعها على المستثمرين بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمرين على أسهم أو وثائق إضافية بما يعادل قيمتها، بالمقابل ليس هناك محل لدفع الضريبة طالما لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقدًا وطالما لم يقرر بيع السهم أو السند، هذا النوع من الصناديق يلاءم المستثمر الذي يقع دخله في شريحة ضريبية عالية، في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة على الربح الإيرادي أكبر من مثيله على الربح الرأس مالي⁽⁴⁾.

4- حسب معيار النطاق الجغرافي:

تصنف صناديق الاستثمار حسب هذا المعيار إلى:

▪ **صناديق محلية:** هي تلك الصناديق التي تباشر نشاطها داخل الحيز والنطاق الجغرافي لدولة واحدة، غالباً ما تكون هذه الدولة هي جول تأسيس ونشأة هذه الصناديق، وعلى هذا يصبح المعيار في

(1) عبد الغفار حنفي، البورصات، أسهم سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1998، ص: 297.

(2) منير إبراهيم الهندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص: 38-39.

(3) عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص: 104.

(4) منير إبراهيم الهندي، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 307.

تصنيف الصندوق كونه صندوق استثماري محلي أو صندوق استثماري دولي هو نشاط الصندوق ذاته فإن كان نشاط الصندوق ذاته لا يتعدى البلد الذي تأسس فيه كان الصندوق محلياً، أما إذا تعدى ذلك النشاط هذا البلد كان الصندوق دولياً⁽¹⁾.

■ **الصناديق الدولية:** لم تعد دول العالم المعاصر تعيش في عزلة عن بعضها البعض بل إن العلاقات الاقتصادية الدولية المتبادلة بين الدول في نمو مستمر سواء كان ذلك بسبب الكميات الهائلة من السلع والخدمات التي يتم تبادلها بين الدول، من خلال التجارة الدولية أو بسبب الأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية الدولية، أو بسبب النشاط المتعاظم للشركات الدولية متعددة الجنسيات، وأصبحت التدفقات المالية التي تتم داخل الأسواق المالية الدولية تشكل جانبا هاما من جوانب العلاقات الاقتصادية الدولية، لذلك تهدف الصناديق الدولية إلى الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية ولا تتأثر عوائد تلك الصناديق فقط بأسعار الأسهم والسندات المكونة لمحفظةها المالية بل تتأثر أيضا بالتقلبات التي تعتري أسعار صرف العملات التي تقوم بها تلك الأصول⁽²⁾.

5- حسب معيار السياسات الاستثمارية المتبعة:

تتضمن صناديق الاستثمار حسب السياسات الاستثمارية المتبعة إلى مايلي:

- **صناديق الاستثمار المتحفظة:** وهي تلك الصناديق التي تتبع سياسات استثمارية متحفظة أو دفاعية في تكوين محافظها المالية، بمعنى اتصافها بالتحفظ تجاه مخاطر الاستثمار بما يحقق عوامل الأمان والاستقرار ويضمن للمستثمر دخلا ثابتا ومنتظما، ولتحقيق هذا الغرض تبعد تلك الصناديق عن التعامل في الأوراق المالية المنطوية على مخاطر، وتكتفي بالعائد القليل الثابت الذي تدره الأوراق المالية المستقرة كالسندات وأذون الخزانة وأسهم الشركات المستقرة وغيرها من الأوراق التي تضمن سلاسة المركز المالي للصندوق⁽³⁾.

- **صناديق الاستثمار الهجومية:** تشمل تلك الصناديق التي تتبع سياسات هجومية تتسم بقدر كبير من المخاطر بما يسمح بتحقيق أرباح رأسمالية عالية من المضاربة، ولتحقيق هذا الغرض يتم التركيز في الاستثمار على الأسهم العادية ذات الأسعار المنخفضة المتوقع ارتفاع قيمتها السوقية بعد فترة، ويتم

(1) فتحة كحلي، مرجع سابق، ص: 13.

(2) عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 139.

(3) أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص: 27.

الاحتفاظ بتلك الأوراق إلى حين ارتفاع أسعارها في السوق فيتم بيعها وتحقيق أرباح رأسمالية من خلال عملية البيع، هذه الصناديق غالبا ما تتكون من أسهم شركات التكنولوجيا، شركات الأدوية، شركات الاتصالات، إذ تتقدم الاختراعات والاكتشافات بسرعة فائقة، ويعتمد نجاح مثل هذه الصناديق على الخبرة وحسن التوقع وقاعدة البيانات المتاحة لمدير الاستثمار في تعامله مع الأوراق المالية غير المستقرة⁽¹⁾.

- **صناديق الاستثمار المتوازنة:** هي تلك التي تتبع سياسات تجمع بين عنصري الأمان والمخاطرة، وفيها يتم تركيز الاستثمارات في خليط متوازن من الأسهم والسندات بحيث تجني مزايا كلا النوعين⁽²⁾

ثانيا: علاقة صناديق الاستثمار بالبنوك وشركات الاستثمار:

يرتبط عمل صناديق الاستثمار ارتباطا وثيقا بنشاط البنوك كذا يتشابه عملها مع نشاط شركات الاستثمار وفيما يلي تبيان لذلك:

1- علاقة صناديق الاستثمار بالبنوك

بالرغم من أن صناديق الاستثمار مشروع مالي مستقل عن البنوك ولكن مع ذلك فإنه في الواقع صناديق الاستثمار تعتبر في الغالب من نشاط البنوك، وأهم أسباب ذلك مايلي:⁽³⁾

1. يمكن للبنوك من خلال صناديق الاستثمار أن تزيد من حجم الأموال تحت إدارتها دون الحاجة إلى زيادة رأس المال، ذلك أن صناديق الاستثمار بالنسبة للبنوك واقعة خارج ميزانيتها وذلك لا يرتبط بعلاقة نسبية مع رأس المال البنك، لأن القوانين المنظمة لعمل البنوك تلزمها أن لا يقل رأس مال البنك عن 8% من جملة الأصول ولذلك توجد بعض البنوك تدير صناديق استثمارية تساوي حجم البنك بكامله أو أكثر.

2. يمكن للبنك أن يحصل على دخله من الصناديق الاستثمارية على صفة رسوم (مثل رسوم الإدارة، رسوم الاشتراك... إلخ).

3. البنوك في إدارتها للصناديق الاستثمارية تستطيع الاعتماد على الخبرات الخارجية في الإدارة وتركز على عناصر التميز لديها وهي التسويق.

2- علاقة صناديق الاستثمار بشركات الاستثمار

(1) فتحة كحلي، مرجع سابق، ص: 14.

(2) أحمد صلاح عطية، مرجع سابق، ص: 27.

(3) فتحة كحلي، مرجع سابق، ص: 06.

تعرف شركات الاستثمار بأنها تبيان قانوني يأخذ شكل شركة المساهمة وتقوم بدور الوسيط بين المدخرين والمشروعات الصناعية والتجارية، فهي شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة⁽¹⁾.

وتختلف شركات الاستثمار عن صناديق الاستثمار من حيث أن شركة الاستثمار تتخذ شكل شركة المساهمة، وتتمثل حقوق المساهمين فيها في الأسهم التي تصدرها، وهؤلاء المساهمون هم المدخرون الذين قدموا إلى الشركة مدخراتهم بغرض تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية وعلى ذلك تعتبر شركة الاستثمار ذات بيان ثنائي الأطراف هم الشركة كشخص معنوي من جهة والمساهمين كشركاء من جهة أخرى، بينما صندوق الاستثمار يعد بيان ثلاثي الأطراف يعتمد على وجود المؤسس والأمين أو مدير الاستثمار والمدخرين، ومعنى ذلك لا يكون لمدير الاستثمار وجود في شركة الاستثمار بعكس صندوق الاستثمار، إذ تقوم الشركة بنفسها بدور مدير الاستثمار⁽²⁾.

المطلب الرابع: مزايا ومخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار

تتميز صناديق الاستثمار بالعديد من المزايا والصفات التي يستفيد منها المستثمر والجهاز المصرفي، وكذا الاقتصاد الوطني إلا أن ذلك لا يمنع تعرضها لجملة من المخاطر.

أولاً: مزايا صناديق الاستثمار:

توفر صناديق الاستثمار العديد من المزايا والتي سوف نتناولها كالاتي:

1- المزايا بالنسبة للمستثمرين:

وتتمثل أهم هذه المزايا فيمايلي:

أ. الإدارة المتخصصة: تتمثل في استفادة المستثمرين من خبرات ومهارات الإدارة المحترفة التي تدير الصندوق، فصناديق الاستثمار يتولى إدارتها خبراء يتمتعون بكفاءة عالية ولديهم معرفة كافية بأحوال السوق وبالتالي يمكنهم انتقاء الأوراق المالية الجيدة التي يحقق التعامل فيها ربحاً بجانب الربح الرأسمالي، وهذا ما لا يتوافر للمستثمر الفردي الذي يدير أمواله بنفسه⁽³⁾.

(1) منير إبراهيم الهندي، أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999، ص:95.

(2) فتحة كحلي، مرجع سابق، ص:07.

(3) نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص:114-115.

ب. **التنظيم والرقابة:** تعتبر صناديق الاستثمار من أكثر الخدمات الاستثمارية تنظيماً وخضوعاً للرقابة المركزية من قبل الدولة، وهي إما البنوك المركزية وإما هيئات الرقابة على سوق المال من خلال مراقبتها للبنوك وشركات الاستثمار⁽¹⁾.

ج. **تنوع الأهداف:** يوجد العديد من صناديق الاستثمار تختلف في أهدافها وبذلك تلبي هدفاً أو أكثر من أهداف المستثمرين، فهناك صناديق تهدف إلى المحافظة على رأس مال المستثمر، وأخرى تهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية، أو إلى تحقيق الدخل، وبذلك فصناديق الاستثمار تلبي رغبات مختلف المستثمرين، كما يشمل التنوع تقليل المخاطر من خلال تنوع رأس المال المستثمر على عدد كبير من الأصول التي تختلف معدلات العائد عليها والغرض من ذلك هو تجنب تركيز الاستثمار في ورقة مالية واحدة أو قطاع واحد مما قد يعرض المستثمر إلى خسائر كبيرة في حالة هبوط سعر هذه الورقة أو هذا القطاع⁽²⁾.

د. **اقتصاديات الحجم:** يمكن للمستثمرين في صناديق الاستثمار الاستفادة من الوفرة في عمولات السمسرة أو الوكالات عند شراء الصندوق للحصص الممكنة لهم، ذلك أن صناديق الاستثمار تتميز بكبر حجمها، عادة ما تقوم بشراء أو بيع عدد كبير من الأوراق المالية، وبالتالي فإن نسبة العمولة المدفوعة لوسطاء التداول تكون أقل من تلك التي يدفعها المستثمر الفرد⁽³⁾.

هـ. **تقديم الخدمات للمستثمرين:** تقدم صناديق الاستثمار العديد من الخدمات للمستثمر ومنها:⁽⁴⁾

- الاحتفاظ بالسجلات لكافة المعاملات التي يقوم بها المستثمر خلال العام مثل: سجلات توزيع الأرباح، الفوائد، والأرباح الرأسمالية، وهي خدمة مهمة جداً للمستثمر.
- نقل ملكية الأوراق المالية في المحفظة الاستثمارية، وتحصيل التوزيعات والفوائد المستحقة.
- تحويل المستثمر من صندوق لآخر في الشركات التي تدير صناديق متعددة، وذلك حسب رغبة المستثمر.
- إعادة استثمار التوزيعات المستحقة للمستثمر على شكل حصص إضافية في الصندوق.
- إبداء النصح والمشورة للمستثمر خاصة فيما يتعلق بالضرائب.

(1) قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص: 223.

(2) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 258.

(3) هشام جبر، مرجع سابق، ص: 06.

(4) أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2008، ص: 142-143.

2- المزايا بالنسبة للجهاز المصرفي:

تقدم صناديق الاستثمار العديد من المزايا للجهاز المصرفي نذكر منها مايلي:⁽¹⁾

أ. إنشاء أوعية استثمارية بديلة لأذون الخزينة العامة لتوظيف فائض السيولة النقدية المتواجدة لدى البنوك والناجمة عن الارتفاع الكبير في حجم الودائع المصرفية وتحويلات المغتربين الموجودين في الخارج وتوجيهها نحو الاستثمار المباشر.

ب. تدوير محافظ الأوراق المالية داخل البنك بيعاً وشراءً بدلاً من الاحتفاظ بها دون حراك وذلك عن طريق بيع جزء منها لصناديق الاستثمار، مما يوفر فرصة كبيرة لتحقيق الأرباح تنشأ من فروق تقييم الأوراق المالية التي يتم بيعها لصناديق الاستثمار.

3- بالنسبة للاقتصاد الوطني:

تحقق صناديق الاستثمار للاقتصاد الوطني العديد من المزايا؛ نذكر أهمها فيمايلي:⁽²⁾

- تمثل صناديق الاستثمار إحدى القنوات لتحويل مدخرات الأفراد من أموال معطلة في الاقتصاد إلى أموال نشطة، تساهم في رفع مستوى الاستثمار المتاحة في الاقتصاد.
- نظراً لتمتع مديري المحافظ الاستثمارية بخبرات مالية واقتصادية تدعمها الممارسات العملية والدراية الواسعة بمتغيرات السوق، فإن إحدى أهم المزايا تكمن في مساعدة المستثمرين على ترشيد قراراتهم الاستثمارية مما سيرفع كفاءة الاستثمارات الوطنية.
- تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة أسواق رأس المال والمساهمة في المحافظة على توازن السوق وزيادة كفاءته من خلال التصرف الرشيد لإدارة الصندوق في دراسة وتحليل المعلومات المجمعة عن حركة السوق، وكذلك جذب صغار المستثمرين إليها كما أنها توفر الحماية لكل من الأسواق وصغار المستثمرين.
- تلعب صناديق الاستثمار دوراً مهماً في دعم برامج التخصيص في الدول النامية، وذلك عن طريق مساهمتها في الترويج لأسهم الشركات المتخصصة وفي المساعدة على امتصاص فائض السيولة لدى الأفراد.

(1) قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص ص: 223-224.

(2) فتحة كحلي، مرجع سابق، ص ص: 49-50.

- الحث على إنشاء شركات جديدة سواء شركات تقوم بإدارة هذه الصناديق أم شركات تحصل على التمويل اللازم لعملها من العمليات النهائية لهذه الصناديق وهذا يساعد على اتساع قاعدة السوق المالية بشكل عام.

ثانيا: مخاطر صناديق الاستثمار

تتعرض صناديق الاستثمار للعديد من مخاطر الاستثمار كما هو الشأن بالنسبة للعديد من الأنشطة الاستثمارية والمتصلة أساسا بأحوال عدم التأكد التي تحيط بالعملية الاستثمارية، فبالرغم من المزايا التي تقدمها صناديق الاستثمار إلا أنها لا تخلو من المخاطر والتي من أهمها مايلي:

1- المخاطر المباشرة:

- **المخاطر المتعلقة بإدارة الصندوق:** وهي مرتبطة بشكل كبير بمدى خبرة ومعرفة مدير الاستثمار في اختبار الفرص الاستثمارية الجيدة، والتي تؤدي بدورها إلى تحقيق العائد المتوقع ومدى مصداقية ودقة المعلومات التي يقوم المدير بالإفصاح عنها⁽¹⁾.
- **المخاطر المتعلقة بنوعية الأمين:** أمين الاستثمار يقوم بمهمة موازية للمدير وفي أكثر الأحيان يكون الأمين جهة مختلفة عن المدير، ومهمة الأمين هو حفظ الأوراق والمستندات والسيولة الفائضة أو المؤقتة وإتمام العقود بالبيع وغير ذلك، ومنه فإن نوعية الأمين وقدراته وخبرته تؤثر على النتائج النهائية للصندوق ومن ثم فهي تمثل مخاطر يواجهها المستثمر في الصندوق⁽²⁾.
- **مخاطر العاملين في الصندوق:** أي عدم استقطاب الكوادر المؤهلة والمدرّبة للعمل فيما ليس فقط من الناحية الفنية للعمل ولكن أيضا من الناحية المعنوية من صدق وأمانة.
- **مخاطر السيولة:** تتمثل في الخطر الناجم أن عدم مقدرة الصندوق على الوفاء بالتزاماته المالية في توزيع استحقاقها⁽³⁾، حيث أن المستثمر في صندوق الاستثمار المقترحة يمكنه استرداد قيمة حصته في أي وقت شاء الأمر الذي يتطلب ضرورة توفر مستوى ملائم من السيولة على الدوام لدى هذه الصناديق بما يمكنها من دفع قيمة استرداد أو راقها المالية في أي وقت يطلب فيه المستثمر ذلك،

(1) منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، 2007، ص: 238.

(2) فتحة كلبي، مرجع سابق، ص: 50-51.

(3) المرجع نفسه، ص: 51.

ومن المعروف أنه كلما ارتفع مستوى السيولة ارتفعت تكلفة الفرصة البديلة والمتمثلة في إعادة استثمار تلك الأموال السائلة وهكذا يتحمل المستثمر عبء تكلفة الفرصة الضائعة⁽¹⁾.

ويسهم في زيادة خطر السيولة مايلي:⁽²⁾

- حدوث تذبذب في ثقة المستثمرين في سعة الصندوق.
- عدم تنويع إدارة الاستثمار لتشكيلة المحافظ بشكل كافٍ.
- اهتزاز الأسواق التي يعمل فيها الصندوق وعدم استقرارها.

2- المخاطر غير المباشرة:

- **المخاطر التشغيلية:** وهي المرتبطة بالخسائر الاقتصادية التي يتحملها الصندوق نتيجة وجود نقاط ضعف تنظيمية في إدارة وتشغيل عملياته وتزداد المخاطر بتزايد حجم أعمال الصندوق المتعلقة بنوعية استثماراته⁽³⁾، حيث يمكن أن يؤدي الحجم غير المناسب للصندوق إلى زيادة التكاليف ومن ثم انخفاض الكفاءة من أداء الصندوق لعمله، ويمكن أن ترتفع التكاليف عندما يزيد حجم الصندوق عن حد معين والذي ينخفض فيه متوسط التكاليف، بحيث يصعب إدارة الصندوق مع الحجم الكبير الذي يتعدى الحجم المعين (الحجم الأمثل) وترتفع بذلك تكاليف إدارته أو يقل عائده⁽⁴⁾.
- **إساءة تسعير وحدات الصندوق:** وذلك من خلال تقييم وحدات الصندوق بأكبر من قيمتها الحقيقية بهدف تضليل المستثمرين بأداء الصندوق، وقد سبق أن حدث ذلك بالفعل في الولايات المتحدة الأمريكية عندما اكتشفت هيئة الأوراق المالية أن أحد الصناديق يأخذ في اعتباره الانخفاض الذي طرأ في أموال المستثمرين، مما أدى إلى فشله في اتخاذ الإجراءات الرقابية لاكتشاف ذلك الخطأ⁽⁵⁾.
- **مخاطر التضخم:** إن ارتفاع معدل التضخم يدل على انخفاض القوة الشرائية للعملة وهذا الأخير ينعكس سلباً على السندات، حيث أن المستثمر يقوم بتصنيفه استثماراته فيها وتوجيهها إلى أوراق مالية أكثر ربحية وذلك من أجل تغطية نسبة ارتفاع معدل التضخم لذلك سيتجه قسماً كبيراً نحو

(1) منير إبراهيم الهندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سابق، ص: 16.

(2) أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 68.

(3) فتحة كحلي، مرجع سابق، ص: 51.

(4) سمية بلعيد، مرجع سابق، ص: 70.

(5) منى قاسم، مرجع سابق، ص: 240.

الاستثمار في الأسهم وهكذا يؤثر ارتفاع معدلات التضخم على الأموال المستثمرة بانخفاض القدرة الشرائية لما عند الاسترداد⁽¹⁾.

- **مخاطر سعر الفائدة:** تتمثل في أي تأثيرات على عائد الصندوق نتيجة لحدوث تغيرات في أسعار الفائدة وتزداد احتمالات حدوث تلك التأثيرات في حالة تشكيل إدارة الاستثمار بالصندوق لمحافظ أو راق مالية في بيئات يسودها التقلب في أسعار الفائدة، إذ يؤثر هذا التذبذب على أسعار بعض الأصول سلباً أو إيجاباً وذلك وفقاً للعلاقة التي تربط سعر الفائدة والأصل.

- **مخاطر اختيار المراكز:** تقتصر بعض صناديق الاستثمار على بلدها فحسب إلا أن أكثرها يستثمر خارج الحدود وفي هذه الحالة يتعرض الصندوق إلى مخاطر اختيار المراكز، وتتضمن مخاطر تغير الصرف الأجنبي والمخاطر السياسية (كمتغير الحكومات)، مخاطر عدم القدرة على نقل الأموال إلى خارج البلد الأجنبي⁽²⁾.

- **مخاطر السوق المالية:** يواجه المستثمر في صناديق الاستثمار المخاطر الناجمة عن احتمال انخفاض قيم الأصول المالية في السوق التي يستثمر فيها الصندوق أمواله وتزداد احتمالات حدوث هذه المخاطر في حالة⁽³⁾.

▪ تركيز التفاعل على أسواق مالية غير مستقرة.

▪ عدم توافر سيولة كافية في السوق.

مما سبق يتضح لنا أن صناديق الاستثمار تتعرض لجملة من المخاطر متباينة في أسبابها ولكن تتفق في حدة تأثيرها عليها، لذلك يجب التحوط جيداً من خلال التركيز على مبدأ التنوع للتقليل من حدة المخاطر وتحقيق أكبر عائد ممكن.

(1) غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 80.

(2) فتحة كحلي، مرجع سابق، ص: 52.

(3) سمية بلعيد، مرجع سابق، ص: 69.

المبحث الثالث: صناديق الاستثمار الإسلامية

نظراً للأهمية الاقتصادية لصناديق الاستثمار الإسلامية قامت شركات الاستثمار والمؤسسات المالية باستخدام هذه الصناديق في مجالاتها الاستثمارية وتطوير أعمالها وإدارتها بما يتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، ولهذا سوف يُتناول هذا المبحث التعريف بصناديق الاستثمار الإسلامية وذكر الخصائص المميزة لها بالإضافة إلى عرض أهم أنواعها وكذلك النشاط الاستثماري لها.

المطلب الأول: تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية والنشاط الاستثماري لها

هناك مجموعة من التعاريف التي قدمت لصناديق الاستثمار الإسلامية وفي هذا المطلب سنقدم أهمها بالإضافة إلى معرفة كيفية استثمار الأموال فيها.

أولاً: تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية:

يوجد العديد من التعاريف لصناديق الاستثمار الإسلامية ولعل أهمها مايلي:

- **التعريف الأول:** « هي أوعية أو ذمة مالية مستقلة لتجميع مدخرات الأفراد وفوائض النقد في المؤسسات بغرض استثمارها في مجالات استثمارية مالية وحقيقية وفق أحكام الشريعة الإسلامية من خلال جهة ذات خبرة حسب رغبات هؤلاء المستثمرين واحتياجاتهم ودرجة تقبلهم للمخاطر، وتدار هذه الصناديق بالمضاربة أو الوكالة بالاستثمار»⁽¹⁾.

- **التعريف الثاني:** هي عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين فيه، إذ يمثل المكتتبين في مجموعهم أصحاب رأس المال ويدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضاربة وتقوم بتجميع حصيلة الاكتتاب وتعطي في المقابل صكوكا للمكتتبين بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصة شائعة في رأس المال، ثم تقوم الإدارة باستثماره بطريقة مباشرة في مشروعات حقيقية ومتنوعة، أو بطريقة غير مباشرة مثل بيع وشراء أصول مالية وأوراق مالية كأسهم الشركات الإسلامية وتوزع الأرباح المحققة بحسب نشرة الاكتتاب⁽²⁾.

- **التعريف الثالث:** هو وعاء مشترك يسهم فيه المستثمرين بأموالهم الفائضة لغرض استثمارها لكسب الأرباح الحلال بما يتفق تماماً مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ويجوز للمشاركين في الصندوق الحصول على وثيقة تثبت اشتراكهم وتؤولهم للحصول على الأرباح تناسب ما حصل فعلاً من قبل

(1) حسين محمد سمحان، موسى عمر مبارك وآخرون، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، 2012، ص: 221.

(2) حيدر يونس الموسوي، المرجع السابق، ص: 136.

الصندوق، يمكن أن تسمى هذه الوثائق شهادات، وحدات، أسهم... إلخ، مع مراعاة صحتها الشرعية وفق شرطين أساسيين:

- أ. بدلا من الحصول على معدل عائد ثابت مقيد مع القيمة الاسمية، يتم الحصول على عائد بالتناسب مع ما حصل فعلا من قبل الصندوق، أي على الأعضاء الدخول في الصندوق مع فهم واضح بأن يرتبط العائد على مساهمتهم مع الأرباح الفعلية المحققة أو الخسائر التي يتكبدها الصندوق، إذ كان الصندوق يكسب أرباحا طائلة، فإن العائد على مساهمتهم سيرفع حسب كل حصة ومع ذلك في حالة الصندوق يعاني من الخسارة سيكون عليهم تشاركها أيضا، إلا إذا تسبب في خسارة عن إهمال أو سوء إدارة في هذه الحالة إدارة الصندوق سوق تكون عرضة للتعويض لهم.
- ب. حتى المبالغ المجمعّة يجب أن تستمر في الأعمال التجارية الموافقة لأحكام الشرعية الإسلامية فهذا يهني أنه ليس فقط تقيد قنوات الاستثمار بالشرعية، ولكن أيضا الشروط المتعلقة عليها معهم يجب أن تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

من خلال ما سبق يمكن القول أن صناديق الاستثمار الإسلامية عبارة عن أوعية استثمارية تنشئها شركات الاستثمار أو المؤسسات المالية بغرض تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات في شكل وحدات استثمارية تمثل مشاركة في رأسمال الصندوق، وتلتزم إدارتها بضوابط الشريعة الإسلامية في استثمار المدخرات في الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات التي يكون عملها مباح، وكذا استثمار المدخرات استثمارا حقيقيا يعتمد على صيغ الاستثمار الإسلامي⁽¹⁾.

ثانيا: النشاط الاستثماري لصناديق الاستثمار الإسلامية:

من خلال تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية اتضح أن العلاقة التعاقدية في صناديق الاستثمار الإسلامية قائمة على أساس عقد المضاربة الشرعية، فالمؤسسات المالية الإسلامية التي تنشأ هذه الصناديق وتتولى إدارتها^(*) تقوم بدور المضاربة، والمستثمرون في مجموعهم يمثلون رب المال في الواقع يعتبر دور المؤسسة المالية المصدرة لصكوك المضاربة الخاصة بهذه الصناديق دورا مقيدا بالشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار، فهي تقوم باستثمار حصيلة الأموال المتجمعة لديها في أوجه التوظيف المختلفة ضمن النشاط العام المحدد والمتفق عليه ضمن هذه النشرة، وبشمل هذا النشاط

(1) محمد الفاتح محمود بشير، المرجع السابق، ص: 175.

(2) قامت العديد من المؤسسات المالية الإسلامية بإنشاء الصناديق الاستثمارية ومن هذه المؤسسات: شركتا التوفيق للصناديق الاستثمارية والأمين للأوراق المالية التابعين لمجموعة " دلة البركة " وشركة الراجحي المصرفية للاستثمار والبنك الأهلي التجاري.

مجالات وقطاعات استثمارية متعددة ومتنوعة، ومن هنا فإن المستثمر في صناديق الاستثمار الإسلامية يستفيد من اختيار المجالات والأنشطة التنموية التي يفضلها وتحقق رغباته الاستثمارية، ويمر النشاط الاستثماري في صناديق الاستثمار الإسلامية بالمراحل الآتية:⁽¹⁾

- **أولاً:** تقوم المؤسسة المالية الإسلامية الراغبة في إنشاء صناديق الاستثمار بالبحث عن مشروعات اقتصادية معينة أو نشاط معين، وإعداد دراسة للجوى الاقتصادية للاستثمار فيها.
- **ثانياً:** تقوم بعد ذلك بتكوين صندوق استثماري وتحدد أغراضه، وتعد نشرة الإصدار التي تتضمن كامل التفاصيل عن نشاط الصندوق، ومدته، وشروط الاستثمار فيه، وحقوق والتزامات مختلف الأطراف المشاركة فيه.
- **ثالثاً:** بعد ذلك تقوم تلك المؤسسة المالية بتقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى صكوك المضاربة (وحدات) متساوية القيمة الاسمية وطرحها للجمهور للاكتتاب فيها، ويعتبر كل مكتب في هذه الصكوك شريكا بحصة شائعة في رأس مال الصندوق بنسبة العدد الذي يمتلكه منها، وتصدر هذه الصكوك عادة باسم مالكيها وليست لحاملها، ويجوز تداولها والتصرف فيها بالبيع والهبة والرهن وغير ذلك من التصرفات المقررة شرعا للمالك.
- **رابعاً:** بعد تلقي الجهة المصدرة للصندوق أموال المكتتبين وتجميعها، وتبدأ باستثمارها في المجالات المحددة في نشرة الإصدار، وعند تحقق الأرباح بتوزيعها على أصحاب صكوك المضاربة بالنسبة والكيفية المتفق عليها، كما تتولى تصفية الصندوق في الموعد المحدد لذلك.

المطلب الثاني: الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية وأهميتها

تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأدوات الاستثمارية مما يجعل لها أهمية فعالة في النظام الاقتصادي الإسلامي.

أولاً: الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار الإسلامية:

تتميز صناديق الاستثمار بجملة من الخصائص نذكر منها مايلي:⁽²⁾

(1) أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، صناديق الاستثمار - دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص ص: 23-24.

(2) حسن حسين شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005، ص: 09.

- **أولاً:** لها شخصية معنوية مستقلة عن أصحاب الوحدات الاستثمارية وعن الجهة المنوطة بإدارتها وتأسيساً على ذلك فهي مؤسسة لها صفة قانونية وشكل تنظيمي وإطار مالي ومحاسبي مستقل وهذه السمة جائزة شرعاً.
- **ثانياً:** تقوم على فكرة المضاربة الجماعية من قبل أصحاب الأموال (حملة الوحدات الاستثمارية) حيث تقوم الصناديق بتجميع الأموال من أكثر من فرد أو جهة، والجميع يمثلون من منظور عقد المضاربة (رب المال) ويمثل الصندوق كشخصية معنوية " رب العمل " وهذه السمة تخضع لقوة عقد المضاربة.
- **ثالثاً:** يلتزم الصندوق في معاملته وتصرفاته المختلفة بأحكام ومبادئ الشرعية الإسلامية، وكذلك بالفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات الفتوى في المسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق وهذا يوجب الرقابة الشرعية الفعالة.
- **رابعاً:** يلتزم الصندوق بالقوانين والقرارات والتعليمات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق مادامت لا تخالف أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وإن وجد تعارض يجب إزالته غي إطار مبدأ التوفيقية هذا يوجب الرقابة المصرفية من قبل البنوك المركزية.
- **خامساً:** يتولى إدارة الصندوق جهة متخصصة يحكم علاقتها بالصندوق عقد الوكالة أو عقد العمل أو أي عقود مستحدثة والتي تعمل في إطار الأهداف الإستراتيجية والمرجعية الشرعية والقانونية والاستثمارية، وهذا يوجب الرقابة على القرارات الإدارية من مجلس الإدارة ومدير الصندوق.
- **سادساً:** توظف الأموال طبقاً لمجموعة من الضوابط والمعايير الإسلامية والفنية في مجال الاستثمار المباشر وغير المباشر، وذلك طبقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية، وهذا يوجب الالتزام بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية^(*).
- **سابعاً:** يحق للمشاركين في الصندوق استرداد قيمة مساهمتهم وفق ضوابط وشروط معينة بما يتناسب مع الاستمرار لمدة مختلفة ويناسب صغار المستثمرين، ويستلزم ذلك إعادة تقويم الوحدات الاستثمارية على فترات دورية حتى يسهل خروج من يرغب من المشاركين، وهذا يوجب الالتزام بالمعايير المحاسبية الصادرة عن هيئة المحاسبة للمؤسسات المالية الإسلامية.

(*) **هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية:** هي منظمة دولية غير هادفة للربح تضطلع بإعداد إصدار معايير المحاسبة والمراجعة والضبط وأخلاقيات العمل والمعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، كما تنظم الهيئة عدداً من برامج التطوير المهني في سعيها الرامي إلى رفع كفاءة الموارد البشرية العاملة في هذه الصناعة وتطوير هياكل الضوابط والحوكمة لدى مؤسساتها ولقد تأسست الهيئة بموجب اتفاقية التأسيس التي وقعتها عدد من المؤسسات المالية الإسلامية، تحظى الهيئة بدعم عدد كبير من المؤسسات ذات الصلة الاعتبارية حول العالم.

- **ثامنا:** تعدد الأطراف المرتبطة بالصندوق وتتمثل في معظم الأحيان في المؤسسين والمشاركين والمسوقين، وأمناء الاستثمار، والإدارة، ويحكم هؤلاء مجموعة من العقود الشرعية والقانونية وهذا يوجب الرقابة لخارجية على حساب الصندوق من قبل المدقق الخارجي الذي يقدم لهم تقرير عن نتائج الأعمال والمركز المالي.
 - **تاسعا:** توزيع العوائد بين الأطراف السابقة وفقا لضوابط عقود المضاربة والوكالة وذلك طبقاً لمعايير الشرعية والمحاسبية الصادرة في هذا الشأن من قبل هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.
- ثانياً: أهميتها:**

تتمثل أهمية الاستثمار الإسلامي في النظام الاقتصادي الإسلامي فيما يلي:⁽¹⁾

- **أولاً:** إن إنشاء صندوق استثماري لا يحتاج إلى سن قانون جديد، كما هو الحال عند إنشاء بنك إسلامي، فهو أمر ممكن في ظل القوانين المنظمة لهذه الصناديق في أي مكان من العالم لأن تلك القوانين أخذت في اعتبارها أن القرض الأساسي من الصناديق هو تلبية تفضيلات ورغبات المستثمرين الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية وشركات الاستثمار، وبذلك يتم رفع الربا عن مجتمعاتنا الإسلامية.
- **ثانياً:** اتجاه أرباب الأموال إلى تحمل مخاطر العمل الاستثماري مباشرة وانصراف رغباتهم عن توسيط المصارف لعزل تلك المخاطر، ولذلك تحظى صناديق الاستثمار الإسلامية بالقبول بصفة عامة في النشاط المصرفي.
- **ثالثاً:** للصناديق الاستثمارية أهمية بالغة في مجال الأعمال اللابروية تستطيع من خلال إنشاء صندوق استثماري التعرف على طبيعة المعاملات المنضبطة شرعياً.
- **رابعاً:** لصناديق الاستثمار أهمية بالغة في نقل الأموال بين المجتمعات الإسلامية، ذلك أن الانتقال العظيم لرأس المال لفرض الاستثمار في العقديين الماضيين إنما كان بصفة أساسية باستخدام صيغة الصناديق الاستثمارية.
- **خامساً:** تتميز الصناديق الاستثمارية عن باقي النوافذ في البنوك التقليدية لإزالة الخط واللبس الذي يتخوف منه الكثير من الأفراد بين المعاملات المشروعة والربوية، لأن صناديق الاستثمار لها ميزانية

(1) صفية أحمد أبو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأنواعها، مداخلة ضمن المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر للمالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، (د.س.ن)، ص: 843.

وحسابات مستقلة تماما عن البنك وتحكمها قواعد ولوائح تمنع الاختلاط بين أموال البنك والصندوق مع أنها شركة مالية لا تكاد تختلف عن البنك ولا حدود لنموها وحجمها.

المطلب الثالث: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية والهيكل التنظيمي لها وكيفية إدارتها

تشمل صناديق الاستثمار الإسلامية على سلة متنوعة من البدائل الشرعية للبنوك التقليدية واستطاعت توفير منتجات مختلفة تغطي التمويل والاستثمار، والتي تشمل على صناديق الأسهم الإسلامية وصناديق السلع واستطاعت عمل ذلك من خلال الهيكل التنظيمي المكون لها.

أولاً: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية:

هناك العديد من أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية التي يلتزم من خلالها بالضوابط الشرعية لعل أهمها مايلي: (1)

1- صناديق الأسهم الإسلامية:

هي الصناديق التي تستثمر الأموال فيها على شكل شركة مساهمة مشتركة، حيث يتم تحصيل الأرباح أصلاً من الأرباح المحققة من بيع وشراء الأسهم عند زيادة أسعارها كما تحصل على الأرباح أيضاً من عوائد الأسهم المستثمر فيها.

وقد ظهرت صناديق الأسهم الإسلامية استجابة لرغبات المستثمرين الذين يحرصون على الحصول على الدخل المباح شرعاً، وقد اختلف العلماء والفقهاء المعاصرون في حكم التعامل والتداول بالأسهم الصادرة من الشركات المساهمة، تبعاً للاختلاف في حكم جواز عمل تلك الشركات أصلاً وبالتالي يمكن القول أن الشركات المساهمة نوعين: (2)

- الشركات التي يكون نشاطها غير مباح مثل البنوك الربوية أو الشركات التي تمثل في بيع السلع غير الشرعية مثل الخمر... إلخ، فهذه لا يجوز المساهمة فيها وهذا ما نصت عليه قرارات المجامع الفقهية وفتاوى أفراد العلماء.
- تمثل الشركات التي يكون نشاطها مباح لأنها تمارس في عملها بعض النشاطات أو الأعمال التي لا تجوز شرعاً مثل الاقتراض بالفائدة أو إيداع الأموال لدى البنوك الربوية، وقد اختلف نظر الفقهاء المعاصرين في هذا النوع من الشركات، فمنهم من قال لا يجوز الاستثمار فيها إذ لا يختلف حكمها

(1) صفوت عبد السلام عوض الله، صناديق الاستثمار - دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، ورقة بحثية ضمن المؤتمر الأسواق المالية الإسلامية معالم وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات، 2005، ص: 35

(2) صفية أحمد أبو بكر، مرجع سابق، ص: 844.

في نظرهم عن الأول، ومنهم من قال لا بأس من الاستثمار فيها وتقدير الدخل الحرام لإخراجه مما يتحقق للمستثمر من ربح.

ولقد أسست صناديق الأسهم الإسلامية على الرأي أي الثاني على أن يقوم عمل الصندوق عندئذ على مبادئ أساسية وهي: (1)

1. اختيار الشركات التي يكون أساس نشاطها مباح فلا يستثمر الصندوق في البنوك أو الشركات المنتجة للمواد المحرمة.

2. أن يحسب المدير ما دخل على الشركات التي تكون أسهمها في الصندوق من إيرادات محرمة مثل الفوائد المصرفية ثم يقوم باستبعادها من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق.

3. أن يتقيد بشروط صحة البيع فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من الديون أو النقود (لعدم جواز بيع الدين لغير من هو عليه الحسم)، ولضرورة التقيد بشروط الصرف في حالة النقود ولما كانت الشركات لا تخلو من نقود وديون في موجوداتها، أعمل الفقهاء المعاصرون قاعدة للكثير حكم الكل، فإذا كانت الديون قليلة كان الحكم الغالب الكثير لا للقليل وحدد القلة بالثلث ولذلك فإذا كانت هذه الديون أقل من الثلث كان الحكم الغالب وليس القليل.

4. ألا يمارس المدير في الصندوق عمليات غير جائزة مثل البيع قصير الأجل الأسهم أو الخيارات المالية أو الأسهم الممتازة.

2- صناديق السلع:

هي صناديق يتمثل نشاطها الأساسي في شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل؛ ففي هذا النوع من الصناديق يتم استخدام الأموال المكتسبة في شراء السلع المختلفة من أجل إعادة بيعها وتشكل أرباح هذا البيع دخل الصندوق، والذي يوزع على المكتسبين بنظام النسب ويتم استخدام عقود البيع المختلفة في تداول السلع مثل بيع المرابحة والسلم واستصناع⁽²⁾.

وحتى تتوافق صناديق السلع مع أحكام الشرعية الإسلامية فإن هناك عدد من الضوابط التي يجب مراعاتها والتي تتمثل فيما يلي: (3)

(1) حسين محمد سمحان، أسس العمليات المصرفية الإسلامية، دار المسيرة، الأردن، 2013، ص ص: 200-201.

(2) نزيه عبد المقصود مبروك، مرجع سابق، ص: 109.

(3) محمد علي القرني، صناديق الاستثمار الإسلامية، بحث مقدم ضمن ندوة التطبيقات الإسلامية المعاصرة، الدار البيضاء، المغرب، 1998، ص: 424.

- أ. أن تقتصر على السلع المباحة وتلك التي يجوز شراؤها بالنقد وبيعها بالأجل ويمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الأجل أو المربحة أو السلم وكل هذه الصيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع الدولية.
- ب. أن تكون عمليات الشراء والبيع حقيقية لا صورية بحيث يقع البيع على سلعة موجودة فعلاً ويتحقق للطرفين الذي هو أساس صحة البيع.
- ج. يجب تحديد سعر السلعة لكلا الجانبين فإذا لم يتحدد سعر السلعة أو ترك بأي حدث غير محدد لا يعتبر البيع جائزاً.
- د. يجب أن تكون السلعة مملوكة من قبل البائع في وقت البيع، فلا يجوز في الشريعة لشخص أن يبيع سلعة قبل أن يملكها⁽¹⁾.

ونظراً إلى خصوصية عمل الصندوق وضرورة أن تكون المخاطرة فيه قابلة للقياس بدقة، وأن يكون بيد المدير ما يمكنه من توجيه الأموال في الصندوق بطريقة تحقق أكبر قدر ممكن من السيولة، اتجهت معظم هذه الصناديق إلى أسواق السلع الدولية، ومن جهة أخرى فإن تطور أسواق السلع الدولية ووجود جهات متخصصة يمكن الاعتماد عليها في تنفيذ عمليات الصندوق وتتوافر فيها الخبرات والقوة المالي حيث أصبحت تلك الأسواق مكاناً مناسباً لعمل صناديق السلع، والسلع المقصودة هي السلع الأساسية التي لها أسواق (بورصة) منظمة: الألمنيوم، النحاس، البترول⁽²⁾.

3- صناديق الاستصناع:

يعرف الاستصناع على أنه عقد مع صانع على عمل شيء معين في الذمة، ومن شروطه بيان جنس المستصنع ونوعه وقدره وصفته، وأن يكون مما يجري التعامل فيه بين الناس وأن تكون الموارد المستخدمة في الشيء المصنوع من المصانع، كما يجب أن لا يتضمن العقد أجلاً محدداً لأنه يتضمنه الأجل يصبح العقد سلماً وليس استصناعاً⁽³⁾.

يعتبر عقد الاستصناع من الصيغ الهامة التي تطبقها صناديق الاستثمار الإسلامية على نطاق واسع بما له من دور كبير في المساهمة في حل مشكلات المجتمع، وما يتميز به من خصائص عديدة غير متوافرة في غيره من العقود. وفي الاستصناع يلتزم البائع بتقديم المبيع بأوصاف معينة ويظهر من

(1) Taqi Usmani, **An Introduction to Islamic finance**, An online publication by accountancy, pk, date de consultation, 23/01/2017, P:02.

(2) صفية أحمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص:845.

(3) عبد الناصر براني أبو شهد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، دار النفائس، عمان، الأردن، 2013، ص ص:193-194.

هذا الالتزام أن المبيع في الاستصناع يكون في ذمة البائع، ونتيجة لهذا الالتزام في الذمة فإن المبيع يجب أن يكون محدد المواصفات بشكل يمنع أي جهالة قد تحدث عند تسليم المبيع. وكل ما يحتاجه الصانع من مواد أساسية أو كمالية، يجب أن يقدمها البائع الصانع من عنده بأن تكون مملوكة لديه أو يشتريها من ماله من جهة أخرى، ويتعامل الصندوق بصيغة الاستصناع من خلال أسلوبين:

باعتباره مستصنعا: يمكن للصندوق في تعامله مع عملائه أن يكون طالبا لمنتجات صناعية ذات مواصفات خاصة فيقوم بإجراء تعاقد مع الشركات والمؤسسات الصناعية والحرفية من أجل شراء تلك السلع والمنتجات التي يتم تسليمها في موعد محدد في المستقبل، فالصندوق هنا هو المشتري المستصنع، وهو يمارس بهذه الصيغة تمويل عملائه بصفتهم جهات صانعة يوفر لهم الموارد المالية اللازمة عبر شراء منتجاتهم الصناعية. وحيث تدخل تلك المصنوعات في ملكية الصندوق فإنه يحق له التصرف فيها بعد ذلك إما بالاتجار المباشر بنفسه أو من خلال توكيل الغير، ومن التطبيقات الممكنة في هذا الخصوص قيام الصندوق بالبحث عن مشتري للسلعة بالثمن، الذي يتفق عليه في حينه أو البحث عن مستأجر للأصل الذي تم تصنيعه بأسلوب الإجارة المنتهية بالتملك^(*)، ولكن غالب ما يتم التطبيق المصرفي لهذه المعاملة بالطرق التالية:

ب. تعريف الصندوق السلعة المصنعة من خلال توكيل عميله لصانع نفسه بمتابعة تسويق السلعة وبيعها للغير بعد التمكن من قبضها، وقد يكون هذا التوكيل مجانياً أو بأجر مقطوع، أو بنسبة من ثمن البيع، كما يمكن أن يعطي لهذا الوكيل حوافز إضافية زيادة عن الأجر المحدد وذلك بتوكيله ببيع السلعة بسعر أدنى يتضمن ربح محدد للصندوق.

ج. أو بإجراء بيع مرابحة السلعة المصنعة بناء على وعد مسبق لشراء تلك السلعة من طرف ثالث ويستطيع الصندوق من خلال وجود هذا الوعد أن يقلل من مخاطر العملية ويضمن تصريف السلعة المصنعة بعد التمكن من قبضها.

وعليه فإن تعامل الصندوق بصفته مستصنعا يتخذ أشكالاً مختلفة منها:

- عقد الاستصناع المقترن بالبيع بالمساومة.
- عقد الاستصناع المقترن بالبيع بالمرابحة للواعد بالشراء.

(*) لإجارة المنتهية بالتملك: هو عقد إجارة يتضمن وعدا من المؤجر للمستأجر بنقل الملكية له بعد قيامه بسداد ثمن الشيء المؤجر إضافة إلى الأجرة وغالبا ما يكون سداد هذا الثمن على أقساط فيكون مقدار الأجرة متناقصا مع تزايد الحصة من الأصل المؤجر التي يملكها المستأجر.

- عقد الاستصناع المقترن بإجازة منتهية بالتمليك.
- عقد الاستصناع المقترن باستصناع موازي.

د. **باعتباره صانعا:** يمكن للصندوق في تعامله مع عملائه من الأفراد والشركات أن يلعب دور الصانع في عقد الاستصناع وذلك في حالة توجه هؤلاء العملاء للبنك لشراء منتجات صناعية ذات مواصفات محددة بثمن مؤجل لعدم قدرتهم على توفير الأموال الأزمة حالا، ففي هذه الحالة يقوم الصندوق بتمويل عملائه بصفتهم جهات مستنعة وهو الجهة الصانعة.

ويمكن للصندوق هنا أن يقوم بإنتاج السلع المطلوبة سواء من خلال ما يملكه من شركات ومصانع تابعة له بالكامل أو مستثمر في جزء من رأسمالها، كما يمكن للصندوق في معظم الأحيان أن يقوم بإبرام عقد استصناع موازي مع منتج لهذه السلعة على نفس الكمية والمواصفات المطلوبة في عقد الاستصناع الأول، ويلعب الصندوق في العقد الثاني دور المستصنع تجاه المقاول أو الصنع النهائي.

ويشترط في صيغة الاستصناع المقترن باستصناع موازي، أن يتم من خلال إبرام عقدين منفصلين:

- **أحدهما:** مع العميل يكون فيه الصندوق صانعا.

- **والأجر:** مع الصانع النهائي يكون فيه الصندوق مستصنعا.

ويحقق الصندوق ربحه عن طريق اختلاف الثمن في العقدين لكون أحدهما حالا (وهو الذي مع المقاول أو الصانع النهائي)، وبالتالي مؤجلا (وهو الذي مع العميل، كما يراعي في هذه المعاملة تقدم موعد تسليم السلعة المصنعة من الصانع النهائي على موعد تسليمها للمستصنع العميل)⁽¹⁾.

4- صناديق المربحة:

تقوم صناعة المربحة على التمويل بالأجل بطريقة المربحة وخاصة في أسواق السلع الدولية، فيقوم الصندوق بشراء كمية من سلعة حديد مثلا بالنقد ثم يبيعها إلى طرف ثالث (غير من اشتراه منه) بالأجل ويكون الأجل قصير في الغالب يتراوح بين شهر وستة أشهر، ويستفيد من عمليات تمويل الشركات المتعاملة في أسواق السلع لتمويل المخزون ومصافي البترول لتمويل حصولها على الخان وشركات المواد الأولية كالسكر وغيره⁽²⁾.

(1) صفية أحمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص: 849.

(2) محمد برق، مصطفى قمان، أهمية الاستثمار المسؤول اجتماعيا والصناديق الإسلامية في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية للدول النامية، الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، ورقة، 22-23 نوفمبر، 2011، ص: 170.

ومن المعلوم أن أصول هذه الصناديق هي ديون تتعلق بزمة العملاء الذين اشتروا هذه السلع ويتحدد مقدار المخاطرة بالتصنيف الائتماني المدين، ولذلك يمكن لمدير الصندوق التحكم بمقدار المخاطرة بحيث تكون عند المستوى الذي يرغبه المستثمرون.

تشير هذه الصناديق إشكالا شرعيا إذ أن بيع الدين لا يجوز في الشرعية إلا أن من هو عليه وبشروط تخرجه من الربا والغرر، ولذلك فإن توفير السيولة في وحدات الصندوق للمستثمرين يؤول إلى بيع الدين الممنوع⁽¹⁾.

5- صناديق السلم:

السلم بيع يؤجل فيه قبض المبيع، ويجعل فيه قبض الثمن، وهو من البيوع الجائزة ومن شروطه أن يكون في سلعة قابلة لأن تكون موصوفة في الذمة، فلا يجوز فيما لا يقدر على تسليمه في الأجل، وأن يدفع الثمن كاملاً عند التعاقد، وتحديد أجل ومكان التسليم.

ويمكن أن يتولد الربح من بيع السلم في الصناديق الاستثمارية عن طريق الدخول في عقد سلم محل بضاعة موصوفة في الذمة كالقمح أو الشعير أو الزيتون... إلخ تسليم إلى الصندوق بعد 90 يوما مثلا، ولكن الصندوق لا يرغب حتما في تسلم السلعة كما لا يجوز له بيع بضاعة السلم قبل القبض، لأنها دين والدين لا يجوز بيعه لغير المدير بشروطه، لذلك فإن الصندوق يدخل في عقد سلم مواز أي أنه يبيع سلعة مماثلة بنفس الشروط وتاريخ التسليم مع اختلاف المدة، كأن تكون مدة السلم 90 يوما وتكون مدة الأجر 30 يوما، ويتحقق الربح من فرق السعر نتيجة تغيرات الأسعار ومن الزيادة من أجل إلى أجل آخر⁽²⁾.

6- صناديق التأجير:

هي صناديق تقوم باستخدام الأموال المكتتبة في شراء الأصول المولدة وتأجيرها لمدة طويلة إلى العملاء ذوي الملاءة بحيث تولد دخلا مستقر على الاستثمار وتبقى ملكية هذه الأموال للصندوق ويتم تحصيل هذه الإيجارات من المستأجرين أو المستخدمين للأصول، وهذه الإيجارات تعد هي مصدر الدخل للصندوق وتوزع بالنسب على المكتتبين، ويحصل كل مكتب على شهادة تضمن وتحدد نسبة ملكية في الصندوق، وتسمى هذه الشهادات " صكوك " وهذه الصكوك تكون قابلة لتداول ويمكن بيعها أو شرائها بالسوق الثانوية ومن يشتري هذه الصكوك يحل محل البائعين في تحفظه بنسبة الملكية للأصول المتعلقة

(1) حسين محمد سمحان، مرجع سبق ذكره، ص: 202.

(2) صفية أحمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص: 851.

وتكون عليه كل الالتزامات وله كل الحقوق التي كانت لمالكها الأول، وتحدد أسعار هذه الصكوك على أساس قوى العرض والطلب في السوق⁽¹⁾.

ثانياً: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية:

يتكون الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار الإسلامية من عدة أطراف تتباين علاقة كل طرف مع الصندوق وفق مايلي:⁽²⁾

أ. **الجهة المنشأة للصندوق:** قد تكون أحد المصارف الإسلامية أو مجموعة من رجال المال والأعمال ويطلق عليهم المؤسسين أو المساهمين، وتربطهم بالصندوق عقد الملكية وهم يمثلون الصندوق قانوناً أمام الغير، ويمكن للمصرف المؤسس لصندوق الاستثمار أن يساهم في رأس المال، وبذل تصبح علاقة مع سائر المستثمرين علاقة مشاركة أي شركة الأموال، وقد يتقاضي عمولة لقاء ما يقدمه من خدمات وتسهيلات مصرفية وهذه العمولة مشروعة وتعتبر في هذه الحالة أجرة لذلك المصرف.

ب. **المشركون في الصندوق:** وهم الذين يشترون الوحدات (الصكوك أو ما في حكمها) الاستثمارية، ويربطهم بالصندوق عقد المضاربة.

ج. **إدارة الصندوق:** وهي الجهة الفنية المتوصلة بإدارة معاملات وعمليات الصندوق وبصفة خاصة إدارة محافظ الاستثمارات والأوراق المالية، ويربطها بالصندوق عقد المضاربة أو الوكالة، ومن أهم مهامها استثمار الأموال طبقاً للضوابط الشرعية والصيغ الاستثمارية ومنها تكوين محفظة الأوراق المالية (استثمار غير مباشر) والمساهمة في مشروعات استثمارية مختلفة (استثمار مباشر).

د. **جهات تسويق الوحدات الاستثمارية:** قد تعهد الجهة المنشأة للصندوق إلى بعض المؤسسات المالية في إصدار وتسويق الوحدات الاستثمارية مقابل الحصول على عمولة أو اجر وفقاً لعقد الوكالة وبأجر، كما قد تعهد إدارة الصندوق إلى بعض المؤسسات المالية أو غيرها لتساعدها في استثمار أموال الصندوق في عمليات استثمارية وفقاً لعقد الجعالة^(*).

ثالثاً: إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية:

(1) محمد علي القري، مرجع سبق ذكره، ص: 424.

(2) عمر علي أبو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية مفهومها، أنواعها وخصائصها - دراسة تأصيلية، مجلة جامعة المدينة العالمية، العدد 12، أبريل 2015، ص: 205-206.

(*) **عقد الجعالة:** هو عقد يلتزم فيه أحد طرفيه هو (الجاعل) بتقديم عوض معلوم وهو (الجعل) لمن يحقق نتيجة معينة في زمن معين لمن يحقق نتيجة معينة في زمن معلوم أو مجهول وهو (العامل).

يتم إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية عن طريق عدة عقود ووفقاً لثلاثة صور وهي الأكثر شيوعاً كالمضاربة والوكالة والمشاركة ويمكن توضيحها في الآتي:

1- إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية على أساس المضارب:

المضاربة وإن تتباين تعريف الفقهاء فيها إلا أن حقيقتها أنها: عقد بين طرفين، يقوم الأول ببذل المال، والآخر ببذل العمل على أن يكون الربح بينهما على حسب الإنفاق⁽¹⁾.

وعقد المضاربة في الواقع الفعلي عقد بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين فيه إذ يمثل المكتتبون في مجموعهم رب المال، فيدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب، فيقوم بتجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأس مال المضاربة، وتعطي المكتتبين صكوكاً بقية معينة تمثل لكل منهم حصة شائعة في رأس المال الذي تقوم الإدارة باستثماره بطريق مباشر في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة، أو بطريق غير مباشر كإجراء وبيع أصول مالية كأسهم الشركات الإسلامية، وتوزع الأرباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب الملتمزم بها من كلا الطرفين، وإن حدثت خسارة تقع على المكتتبين بصفتهم أصحاب المال، إلا في حالات تعدي إدارة الصندوق أو تقصيرها أو مخالفتها للشروط، فإنه عند ذلك تتحمل ما نشأ بسببها وتتضمن المضاربة شروطاً يتعين توفرها لصحة العقد وهذه الشروط هي:⁽²⁾

- أن تتوفر لدى كل من رب المال والمضارب أهلية التصرف.
- أن يكون رأس المال معلوماً وصالحاً للتعامل فيه.
- تسليم رأس المال إلى المضارب للعمل فيه.
- أن تكون حصة كل من المتعاقدين في الربح جزءاً معلوماً شائعاً.

2- إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية على أساس الوكالة بأجر:

وتدار صناديق الاستثمار على أساس الوكالة بأجر، إذ يوكل أو يفوض المستثمرون (الموكل) المصرف، أو مدير الصندوق (الوكيل)، بإدارة أمواله توكيلاً عاماً، أي يجسد الشروط والقيود المنصوص عليها في نشرة الاكتتاب، وذلك مقابل أجر سنوي أو عمولة أو نسبة من المال المكتتب فيه، يسمى الرسوم والمصاريف الإدارية، يؤخذ عند دخول أو خروج المستثمر من الصندوق.

(1) محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية - أحكامها، مبادئها، تطبيقاتها المصرفية، دار المسيرة، الأردن، 2012، ص: 217.

(2) صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

ويعد المصرف أو مدير الصندوق بمثابة الأجير العام للمستثمر، إذ يستطيع مدير الصندوق قبول وكالة المزيد من المستثمرين في هذا الصندوق، أو في صناديق أخرى يديرها كما يمكن للوكيل توكيل غيره إذ أذن لع الموكل، ويمكن تحقيق هذا الأذن بموافقة المستثمرين بتضمين ذلك في نشرة الاكتتاب⁽¹⁾. مما سبق يمكن القول أنه يمكن من الناحية الشرعية تكوين وإدارة صناديق الاستثمار على أساس المضاربة أو الوكالة بأجر، وتتشابه الطريقتان في وجود أتعاب تحفيزية لمدير الصندوق في الوكالة بأجر إذ تصبح شبيهة لأول وعلى بالمضاربة إلا أنه ثمن اختلاف بين الطريقتين يمكن توضيحه كمايلي:⁽²⁾

أ. الفرق بين المضاربة والوكالة بأجر:

- معيار الصيغة التي ينعقد بها عقد المضاربة وعقد الوكالة بأجر.
- معيار تحديد الأجر: فإذا كان الأجر مبلغا مقطوعا ومحددا عند إبرام العقد والاشتراك في الصندوق كان العقد وكالة بأجر، أما إذا الأجر نسبة من ناتج نشاط العامل كالنصف أو الربع أو الثلث من صافي الأرباح المحققة فإن العقد يكون مضاربة، وهناك فرق بين اجر الوكيل ونسبة المضارب في الأرباح المحققة، إذا يستحق نسبته من الربح، إلا إذا كانت نتيجة النشاط ايجابية وتحقق الربح بالفعل يستحق المضارب الربح في المضاربة مباشرة من الأرباح الصافية في شكل نسبة معلومة وليس عند بلوغ الأرباح مستوى معيناً متفق عليه.
- يتمتع المضارب بالأحقية الكاملة في التصرف والإدارة بحسب الصيغة والتعليمات المتفق عليها بين الطرفين، بينما يمكن للموكل أو رب المال في الأصل في حال الوكالة بأجر التدخل في الإدارة بين الحين والآخر، وفي الممارسة العملية فإن الملحوظ أن البنوك تشترط عدم تدخل العميل (الوكيل) في عمل مدير الصندوق بسبب تعلق الوكالة بحقوق الغير من المستثمرين في الصندوق والمسلمون على شروطهم.

3- إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية على أساس المشاركة:

في هذه الطريقة لا يخصص المدير حصة من الربح منفصلة نظير عمله، بل إما أن يتولى الإدارة بصفته أحد الشركاء أو المخول بتلك المهمة عنهم وذلك إما بنسبة ربح متناسبة مع حصة في رأس المال، وإما بحصة زائدة بناء على تجاوز تفاوت الربح عن حصته في التمويل، والإدارة في هذه الطريقة تختلف عما

(1) خالد علي ثويني، مرجع سبق ذكره، ص: 99.

(2) فتحة كحلي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 66-67.

يحصل في طريق الإدارة في المضاربة من حيث جواز تدخل الشركاء في الإدارة دون الإخلال بسريان ما سبق أن أبرمه من تصرفات إدارة بمفرده⁽¹⁾.

المطلب الرابع: الفرق بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية

بدأت نشأت صناديق الاستثمار الإسلامية في العديد من الدول العربية والإسلامية بعد ظهور البنوك الإسلامية معتمدة على أساليب وصيغ خاصة بها ولهذا سنتطرق في هذا المطلب لأهم الفروقات بين صناديق الاستثمار الإسلامية ونظيرتها التقليدية كالآتي:⁽²⁾

1- من حيث القيم والأخلاق:

تلتزم صناديق الاستثمار الإسلامية بالقيم الإيمانية ومنها أن المال الذي تتعامل فيه ملكا لله سبحانه وتعالى، وعليه وجوب الالتزام بشرعه، بالإنسان مستخلف في هذا المال، كما تلتزم بالقيم الأخلاقية ومنها: العدل والأمانة والصدق والتيسير والقناعة والشفافية والوفاء بالعقود والعهود والسلوك السويّ باعتبار أن الالتزام بهذه الأخلاق عبادة وطاعة ومن موجبات البركة.

في حين أن معاملات بعض صناديق الاستثمار التقليدية قائمة على المادية والفصل بين العبادات والمعاملات وبين الاقتصاد والأخلاق، فالغاية هي تحقيق أكبر ربح ممكن وتعظيم الثروة حتى ولو كان ذلك مخالفا للقيم والأخلاق الحسنة والمصلحة العامة والخير للناس⁽³⁾.

2- من منظور المشروعية:

جميع معاملات صناديق الاستثمار الإسلامية قائمة على موافقة الشريعة الإسلامية فيما أحل الله وحرّم، فالمرجعية هي أحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، ولديها هيئة رقابة شرعية تتحقق من ذلك تشرف على هذه الأنشطة الاستثمارية، وتتأكد من موافقتها لأحكام الشريعة الإسلامية، ولا يقتصر دور هذه الهيئات على مجرد الإفتاء في المسائل والمعاملات المالية والأنشطة الاستثمارية، بل يتعدى ذلك إلى

(1) محمد بوجلال، مريم زايد، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية - حالة سوق الأسهم السعودية، ومداخلة ضمن الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، الجزائر، يومي 8-9 ديسمبر، 2013، ص: 08.

(2) حسن حسين شحاتة، مرجع سبق ذكره، ص: 09.

(3) عبد المجيد الصلاحي، صناديق الاستثمار الإسلامية، مفهومها، خصائصها وأحكامها، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات، 2007، ص: 04.

مراقبة هذه الأنشطة كما تقوم هذه الهيئات بتصحيح المخالفات إن وجدت، وتقوم أيضا بإنتاج وتصميم العقود المتوافقة وأحكام الشريعة⁽¹⁾.

في حين لا تلتزم صناديق الاستثمار التقليدية بأحكام الشريعة الإسلامية ولكن بالقوانين الوضعية وبالأعراف المالية والاستثمارية التي قد تكون مخالفة للشريعة الإسلامية، ويطبقون مبدأ " الغاية تبرر الوسيلة " .

3- مجالات الاستثمار:

تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بأن مجالات الاستثمار التي توجه هذه الصناديق نحوها مدخرات المساهمين هي مجالات لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، فلا يمكن أن يكون من بين مجالات الاستثمار هذه مجالات تحرم الشريعة الإسلامية الاستثمار فيها كمصانع الخمر، والمصارف الربوية وأنشطة تبييض الأموال، وبالرغم من ثمة مجالات لا يمكن لصناديق الإسلامية، إلا أن هذا لا يعني بالضرورة محدودية مجالات صناديق الاستثمار لأن مجالات الاستثمار المباحة كثيرة، ومتعددة ومتنوعة.

4- من حيث صنع التمويل " الأدوات الاستثمارية ":

تتميز صناديق الاستثمار بأن أدواتها الاستثمارية تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، فلا يمكن لهذه الصناديق أن تستثمر مدخرات المساهمين فيها من خلال الفوائد الربوية، وإنما من خلال صيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالمرابحة للأمر بالشراء، والإجارة المنتهية بالتملك وعقود الاستصناع وإلى غير ذلك من صيغ التمويل الإسلامية⁽²⁾.

في حين نجد أن معظم استثمارات صناديق الاستثمار التقليدية في الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات والمشتقات المالية بمختلف أنواعها⁽³⁾.

(1) فاطمة بودية، فتحة كحلي، طبيعة البعد الاقتصادي والاجتماعي لصناديق الاستثمار الإسلامية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة، مداخله ضمن الملتقى الدولي الثاني حول: المالية الإسلامية، صفاقص -الجمهورية التونسية - يومي 27-29 جوان، 2013، ص:06.

(2) فتحة كحلي، مرجع سبق ذكره، ص:59.

(3) حسن حسين شحاتة، مرجع سبق ذكره، ص:10.

المبحث الرابع: السياسة الاستثمارية في صناديق الاستثمار وطرق تقييم أدائها

تختلف أنواع السياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار باختلاف نوع المستثمرين المشتركين في الصندوق الذي يسعى لتحقيق أكبر قدر من العائد مع درجة أقل من المخاطرة ولتحقيق ذلك يوجد عدة نماذج لتقييم الأداء والتي تعتمد على حساب العائد والمخاطرة.

المطلب الأول: السياسة الاستثمارية في صناديق الاستثمار

تتبع صناديق الاستثمار أنواع معينة من السياسات الاستثمارية تحكمها في مجملها مجموعة من الضوابط التي لا يمكن الاستغناء عنها بالإضافة إلى قيامها بمجموعة من العمليات تدخل ضمن النشاط الأساسي لها.

1- أنواع السياسة الاستثمارية في صناديق الاستثمار:

تقوم صناديق الاستثمار الإسلامية بإدارة أموالها من خلال سياسات استثمارية متنوعة والتي تتمثل في الآتي:⁽¹⁾

- السياسات الاستثمارية المحفظة: وتتبعها عادة صناديق الاستثمار التي تضم مستثمرين غير مستعدين لتحمل المخاطرة والمجازفة، لذلك فإن الصندوق في هذه الحالة يركز على الأمان والسيولة، وفي الغالب يتم التوجه إلى صناديق الإجارة والاستصناع والسلم، وأما في صناديق الاستثمار التقليدية فيتم الاستثمار في السندات والأسهم الممتازة.
- السياسة الاستثمارية الهجومية: وتتسم هذه السياسات بقدر كبيرة من المخاطر الاستثمارية لارتباط حجم العائد بقدر المخاطر، ويركز مدير الاستثمار الذي ينتهج هذه السياسة على تحقيق أرباح رأسمالية من خلال التقلبات التي تحدث في أسعار الوحدات الاستثمارية، ولذا فإنه يعمل على تشكيل محفظة الصندوق بحيث تحتوي في الجزء الأكبر منها على أسهم عادية يتم شراؤها بأسعار منخفضة والاحتفاظ بها بعض الوقت متوقعا ارتفاع أسعارها حيث يتم إعادة بيعها بما يحقق هدفه في الحصول على الأرباح الرأسمالية.
- السياسة الاستثمارية المتوازنة: وهي حالة وسيطة بين السياستين السابقتين بموجبها تقوم صناديق الاستثمار بتحقيق قدر مقبول من التناسب والتوازن بين الأمان، أي عدم المخاطرة، وبين المخاطرة أي

(1) وداد بوحلاسة، صناديق الاستثمار الإسلامية ودور المصارف الإسلامية في تفعيلها لتمويل التنمية، رسالة ماجستير (غير منشورة)، في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك إسلامية، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، الجزائر، 2013/2014، ص 90-91.

المجازفة وبالشكل الذي يحقق قدر مقبول ومناسب من الأرباح، وذلك من خلال احتواء محفظة الصندوق.

2- ضوابط السياسة الاستثمارية في صناديق الاستثمار

تعتمد صناديق الاستثمار على عوامل معينة لدى تحديدها لسياستها الاستثمارية وهي:

- **السيولة:** ويعني عامل السيولة استخدام جانب من أموال الصندوق في أصول نقدية أو شبه نقدية يسهل تحويلها إلى نقدية، وبحيث يكفي لمواجهة التزامات الصندوق في مواعيد استحقاقها خاصة في صناديق الاستثمار المفتوحة.
- **الربحية:** حيث تسعى صناديق الاستثمار إلى تلبية حاجات المستثمر من خلال تحقيق ربح مقبول مع القدرة على الحصول على السيولة، حيث يحصل المستثمرين في الصندوق على عائد يتشكل أساساً من العائد على الوحدة الاستثمارية المقدره قيمته في وثيقة الاستثمار، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي تتمثل في الفرق بين القيمة الاسمية للوحدة الاستثمارية والقيمة السوقية لها.
- **الضمان:** ويقضي هذا العامل بان تكون استخدامات الصندوق لأمواله مضمونة وبشكل يحقق أو يوفر نوعاً من الحماية لأموال المستثمرين.

المطلب الثاني: عمليات صناديق الاستثمار

تتولى صناديق الاستثمار عدة عمليات تدخل ضمن النشاط الأساسي لها.

1- إدارة صناديق الاستثمار:

إن إدارة صناديق الاستثمار عملية مكلفة، وهذا يرجع حجم الأموال المتاحة للصندوق من العوامل الحاسمة لقيام ونجاح صناديق الاستثمار، وتختلف عملية إدارة الصناديق من مدير استثمار إلى آخر وفقاً للسياسة الاستثمارية التي يضعها، وما من شك أن السياسة الاستثمارية وأسلوب إدارة الصناديق مترابطان تماماً، فإن كانت السياسة الاستثمارية تتسم بالتحفظ تجاه المخاطر الاستثمارية فإن ذلك ينعكس على أسلوب إدارة الصناديق، أما إذا كانت السياسة المتبعة تهدف إلى تحقيق ربح رأسمالي من فروق أسعار شراء وبيع الوحدات الاستثمارية فإن ذلك يحمل في طياته قدرًا عالياً من المخاطر وبالطبع فإنه ينعكس على أسلوب إدارة الصناديق الاستثمارية.

وقد يتولى إدارة صناديق الاستثمار مدير استثمار أو إدارة تنفيذية من ذوي الخبرة والتخصص تكون تابعة للبنك المنشأ للصندوق، كما قد يتولى مهمة إدارة صندوق الاستثمار شركات إدارة متخصصة مستقلة وذات شخصية معنوية.

ويتولى مدير الاستثمار جميع العمليات المتعلقة بالإدارة لاتخاذ القرارات ومتابعتها وإعداد الدراسات للأوضاع الاقتصادية عامة، ولأسواق الأوراق المالية خاصة، بالإضافة إلى مسك الدفاتر والسجلات اللازمة لممارسة شاملة وفقا للصلاحيات المخولة له، وفي جميع الأموال على مدير الاستثمار أن يبذل قصارى جهده في رعاية مصالح الصندوق الذي يديره⁽¹⁾.

2- التسعير:

يقصد بالتسعير إعلان سعر الوحدات الاستثمارية في الصندوق، وتحدد صناديق الاستثمار في نظام تأسيسها ما إذا كانت مفتوحة أو مغلقة، فإذا كانت مغلقة لا يقوم المدير بإعلان سعر للوحدات إلا في آخر يوم من عمر الصندوق، وذلك لا يعني أن تلك الوحدات ليس لها سعر خلال هذه المدة إذ يمكن التعرف على قيمتها من خلال تبادلها في الأسواق المنظمة أو من خلال تبادلها بطريقة البيع المباشر بين المستثمرين.

أما إذا كان الصندوق مفتوحا فإن المدير يحدد يوما معينا، يسمى يوم التسعير وفي هذا اليوم يعلن المدير عن سعر الوحدة الاستثمارية وهو السعر الذي يمكن بناء عليه خروج المستثمرين الراغبين في الحصول على السيولة ودخول أولئك الذين يرغبون في الاستثمار .

ويعتمد السعر الذي يعلنه المدير على تقييمه للأصول المملوكة في الصندوق، فإذا كان الصندوق خاصا بالأسهم اعتمد سعر الوحدة الاستثمارية على السعر السوقي للأسهم التي يملكها الصندوق مضافا إليه الدخل المتولد لهذا الصندوق من أرباح الشركات أو فروقات سعر الصرف، فإذا أراد المستثمر الخروج يمكن له أن يبيع الوحدات التي يملكها إلى الصندوق بالسعر المعلن، وإذا أراد مستثمر جديد الدخول يمكن له الشراء بذلك السعر لأن بإمكان المدير توظيف هذه الأموال الجديدة في أسهم جديدة يشتريها بالسعر السوقي، فهو عندئذ يستمر في إصدار وحدات جديدة للمستثمرين الجدد⁽²⁾.

3- فرض الرسوم على المشتركين:

تفرض صناديق الاستثمار أحيانا رسوما على المشتركين لتغطية جزء من تكاليفها ولاسيما تلك المتعلقة بتوظيف الأموال، وتتبنى بعض الصناديق المفتوحة التي تتداول وحداتها في الأسواق المنظمة

(1) وداد بوحلاسة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 93-94.

(2) محي الدين سمير، دور صناديق الاستثمار في تنشيط وتفعيل سوق الأوراق المالية- دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010/2009، ص: 104.

طريقة فرض الرسوم ابتداءً عند الاشتراك، وتظهر هذه الرسوم على صفة زيادة في القيمة الصافية للأصول عند الشراء، بينما تتبنى صناديق أخرى طريقة فرض الرسوم عند الخروج من الصندوق، وتربط بعض الصناديق هذه الرسوم بمدة بقاء المستثمر في الصندوق، حيث تتناقص تلك الرسوم بقدر ما تطول هذه المدة، أما الصناديق المغلقة التي يجري تداول وحداتها في الأسواق المنظمة يحتاج المستثمر إلى دفع رسوم للسماح في السوق.

4- الاسترداد والتداول:

إن عنصر السيولة يعد أهم عناصر الجذب في صناديق الاستثمار فقد صممت لتوفر للمستثمرين طرقاً فعالة في تحقيق هذا المطلب وتعتمد الصناديق المفتوحة على ما يسمى بالاسترداد حيث يمكن للمشاركين استرداد أموالهم بصفة دورية، أما الصناديق المغلقة فلا تحقق السيولة فيها إلا بتداول الوحدات في سوق منظمة.

ويقوم عمل صناديق الاستثمار المفتوحة على حرص المدير على الاحتفاظ بقدر من السيولة يمكنه من شراء وحدات المستثمرين الذين يرغبون في استرداد أموالهم يوم التسعير، ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير وعلى عمر الصندوق والظروف والبيئة الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق.

5- رسوم الإدارة:

يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته، وتصمم طريقة احتساب رسوم مدير الصندوق بحيث تولد الحوافز لديه على تحقيق النمو للصندوق بما يفيد جميع المشاركين ولذلك يعتمد حسابها على ما يسمى بالقيمة الصافية لأصول الصندوق، يقوم المدير عندئذ بحساب هذه القيمة الصافية بصفة دورية، وفي حالة الصناديق المفتوحة يفعل ذلك في يوم التسعير، ويقطع أجره بالنسبة المتفق عليها وتتراوح أحوار الإدارة عادة بين 1% و5% من القيمة الصافية، فتزيد رسوم المدير كلما كبر حجم أصوله.

6- الاحتياطات:

تحتفظ الصناديق عادة باحتياطات تقطعها من الأرباح، يكون الغرض منها تحقيق الاستقرار في ما يدفعه الصندوق من أرباح للمشاركين فيه وتعويض الخسائر التي قد تحصل في بعض الأوقات، وتستمر هذه الاحتياطات في التراكم في الصندوق وتعد جزءاً من الأموال فيه بحيث يستحقها أولئك الذين كانوا يملكون وحداته عند انتهاء مدته حالة الصناديق المغلقة.

المطلب الثالث: أسس تقييم أداء صناديق الاستثمار وأساليبها.

تفيد عملية قياس أداء صناديق الاستثمار في جملة من الأهداف وخاصة التعرف على حجم عوائد الصندوق مقارنة بحجم المخاطر المرتبطة بالاستثمار.

أولاً: أسس تقييم وحدات الاستثمار:

يتم تقييم وحدات الاستثمار أو الحصص دورياً، وفي الغالب مرتين في العام في منتصف العام والثانية في نهايته، ويتم تحديد قيمة وحدة الاستثمار على أساس نصيبها من القيمة السوقية لصافي أصول الصندوق بتاريخ التقييم، ويتمثل صافي أصول الأصول عادة بالقيمة الإجمالية لموجوداته محسوبة بالقيمة السوقية، أو العادلة مطروحا منها القيمة الإجمالية لالتزاماته، أما صافي الربح أو الخسارة المحققة فيتمثل بالفرق بين صافي أصول الصندوق في بداية العام، وصافي أصوله بتاريخ التقييم⁽¹⁾.

ثانياً: أساليب تقييم أداء صناديق الاستثمار:

ترتكز نماذج تقييم أداء الصناديق الاستثمارية على أسلوبين هما:

1- الأساليب الكمية:

1-1- النموذج البسيط: وفقاً لهذا النموذج يتم قياس معدل العائد على الأموال المستثمرة في الصندوق من خلال نشر الصناديق ذات النهاية المفتوحة يومياً لقيمة الموجودات الصافية للأسهم وكذا الأرباح الرأسمالية والأرباح الموزعة، وتعتبر هذه المعلومات كافية لحساب قيمة مؤشر بسيط ومفيد وتناسب هذه الطريقة المستثمر الذي لا يملك دراية كافية باستثماراته وذلك لسهولة⁽²⁾؛ كما توضح المعادلة التالية:

$$R = \frac{(P1 - P0) + D + Dc}{P0}$$

حيث أن:

- P1, P0: تمثلان على التوالي قيمة الأصل الصافية في بداية ونهاية الفترة التي يحسب فيها المعدل.
- R: معدل العائد على الاستثمار.
- Dc, D: تمثلان على التوالي الأرباح الإبرادية والأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة (p1- p0) الأرباح الرأسمالية.

(1) محمد مطر، مرجع سابق، ص: 78.

(2) منير إبراهيم الهندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سبق ذكره، ص: 72-73.

ومن الملائم أن يقوم المستثمر بمقارنة العائد على الاستثمار الذي حققه الصندوق الذي يستثمر فيه أمواله مع معدل العائد على الاستثمار لصناديق أخرى مماثلة.

1-2- النموذج المزدوج: وفيه يتم استخدام أساليب وإجراءات كمية مختلفة لاختيار الأوراق المالية (الوحدات) الواجب شراؤها أو بيعها، وقد أصبحت هذه الطرق معروفة لدى المستثمرين، ومثل هذه النماذج الكمية تتراوح ما بين جدولة وترتيب وحدات الصندوق بواسطة الطرق الإحصائية مثل: نمو الإجراءات ونسب الأسعار إلى القيمة الدفترية، إلى طرق إحصائية معقدة النماذج تعتمد على نظرية تحكيم الأسعار وتراعي هذه الطريقة الحديثة معدل العائد، المخاطرة بشكل كبير، ومن أبرز هذه النماذج مايلي:

أ. **مؤشر شارب (أسلوب المخاطر الكلية):** يهدف هذا النموذج المركب إلى قياس أداء محفظة الأوراق المالية، ويطلق عليه بأنه المكافأة إلى نسبة النقلب في العائد ويقصد بالمكافأة الفرق بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطر، وهو يحدد العائد الإضافي الذي تحققه الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق نظير كل وحدة من المخاطر الكلية التي تنطوي عليها استثمارات المحفظة. لكن تجدر الإشارة أن نموذج شارب يستخدم فقط للمقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة والتي تخضع لقيود متماثلة⁽¹⁾.

كما أن نموذج شارب يعتمد على الانحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة إلا أن المحفظة أساسا تقوم على فكرة التنويع وان التنويع الجيد من شأنه القضاء على المخاطر الخاصة وتبقى فقط المخاطر المنتظمة التي يمكن قياسها من خلال معامل β وليس الانحراف المعياري، وبالتالي يمكن القول أن نموذج شارب يقوم على النقاط التالية:⁽²⁾

- معدل العائد الخالي من المخاطر
- متوسط معدل العائد للصندوق
- المخاطر الكلية للصندوق مقاسا بدلالة الانحراف المعياري

ومنه يقاس المؤشر لكل صندوق كما يلي:

$$S = \frac{Rp - Rf}{\delta p}$$

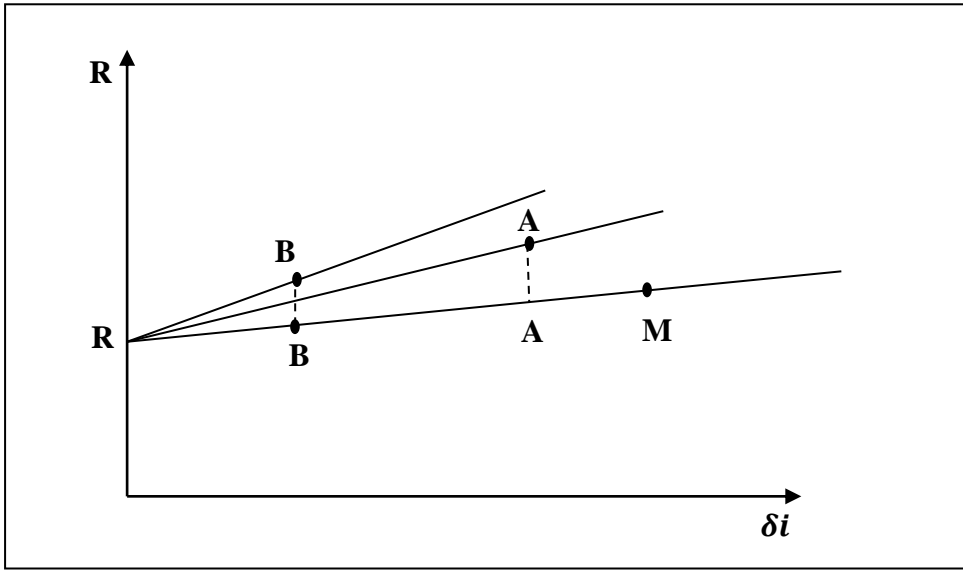
(1) محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص: 301.

(2) عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 449.

حيث:

- S: تمثل مؤشر شارب
- Rp: تمثل معدل العائد على الاستثمار للصندوق
- Rf: تمثل معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر
- δp : يمثل الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمارات للصندوق، وهو يعبر عن المخاطر الكلية لاستثمارات الصندوق.

الشكل رقم (03): نموذج شارب



Source: Pascal gradin, **mesure de performance des fonds d'investissement, métrologie et résultats**, Economie, 1998, P:26

ب. نموذج ترينور (أسلوب المخاطر المنتظمة): يقوم هذا النموذج على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، ويفترض التنوع الجيد للمحفظة وبالتالي يتم القضاء على المخاطر غير المنتظمة، وعليه يتم فقط قياس المخاطر النظامية باستخدام معامل β كمقياس لمخاطر المحفظة بدلا من الانحراف المعياري الذي يقيس المخاطر الكلية للمحفظة⁽¹⁾.

ويمكن حساب معادلة النموذج على النحو التالي:

$$T = \frac{Rp - Rf}{\beta}$$

(1) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص:240.

حيث:

- T: تمثل قيمة المؤشر.

- Rp: تمثل معدل العائد على الاستثمار للصندوق.

- Rf: تمثل معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر.

ويحسب β بالمعادلة التالية:

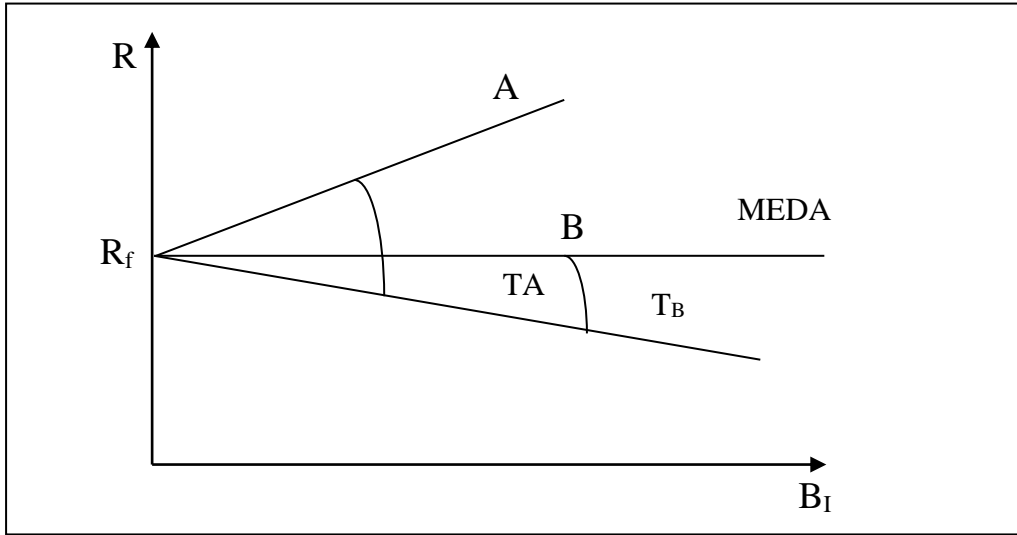
$$\beta = \frac{covRp Rm}{\delta^2 m}$$

حيث: -Rm: تمثل عائد السوق.

- δm : تمثل الانحراف المعياري لعائد السوق.

- β : مقياس مخاطر السوق.

الشكل رقم (04): معيار ترينيور



Source: Pascal gradin, *mesure de performance des fonds d'investissement, métrologie et résultats*, Economie, 1998, P:26.

ج. نموذج جنسن: تقوم فكرة هذا النموذج المعروف بـ "معامل ألفا" على إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد:⁽¹⁾

- المقدار الأول: يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي.

(1) عمر عبو، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية- أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، 2015-2016، ص:162.

- المقدار الثاني: فيتمثل في حاصل ضرب المعامل β في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، والتي أطلق عليها علاوة خطر السوق).
ويقوم هذا النموذج على الفكرة الأساسية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، والذي يفرض وجود دالة خطية بين العائد والمخاطرة.

وعليه يمكن إعداد المعادلة على النحو التالي:

$$\alpha = (Rp - Rf) - \beta(Rm - Rf)$$

حيث:

- Rp: تمثل عائد الصندوق.

- Rm: تمثل عائد السوق.

- Rf: تمثل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر.

وتشير المعادلة إلى أن معامل α أما أن يكون موجبا، ويشير ذلك إلى الأداء الجيد للمحفظة، أو أن يكون سالبا ويشير ذلك إلى الأداء السيئ للمحفظة، أما إذا كان معامل α يساوي الصفر فيشير ذلك أن أداء المحفظة يوازي أداء السوق.

د. مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر: قدم (Leah & Franco Madigliani 1997) مؤشر أطلق عليه نموذج الأداء المعدل بالمخاطر، ويسمى أيضا نموذج (M2)، حيث أن مقاييس شارب وترينور مقاييس جيدة عند تقييم أداء صناديق الاستثمار، بينما يصبح تقييم أداء صندوق استثماري واحد باستخدام هذه المقاييس أمرا صعبا، حيث أن مقياس الأداء المعدل بالمخاطر هو مقياس مبني على أساس حساب النقاط الأساسية للمحفظة، وهو ما يجعل إمكانية تقييم محفظة استثمارية أمرا سهلا، ويمكن صياغة معادلته كمايلي:⁽¹⁾

$$RAP = Rf + (\overline{Rp} - Rf) \left[\frac{\delta m}{\delta p} \right]$$

حيث:

- RAP: معامل الأداء المعدل بالمخاطر.

- Rf: معدل العائد الخالي من المخاطر.

- \overline{Rp} : متوسط عائد المحفظة.

(1) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

- δm : الانحراف المعياري لمخاطر محفظة السوق.

- δp : الانحراف المعياري لمخاطر المحفظة محل التقييم.

ويعكس المقدار $\left[\frac{\delta m}{\delta p}\right]$ العلاقة النسبية بين مخاطرة محفظة السوق ومخاطر المحفظة محل التقييم.

بينما يشير $(\overline{Rp} - Rf)$ إلى مقدار العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة محل التقييم في سندات حكومية خالية من المخاطر. أما الجديد الذي قدمه مؤشر RAP فيتمثل في إضافة العائد الخالي من المخاطرة إلى أداء المحفظة، باعتبار أن المستثمر سوف يحصل على هذا العائد في أسوأ الافتراضات، إذا ما قرر عدم استثمار أمواله في المحفظة مع تفضيل الاستثمار الخالي من المخاطرة في أوراق مالية حكومية.

2- الأساليب النوعية:

إلى جانب الأساليب الكمية توجد جوانب أخرى لتقييم أداء الصندوق تعتمد على عنصرى العائد والمخاطرة ومن أهم هذه الجوانب نذكر مايلي:⁽¹⁾

- **المحافظة على مستوى المخاطر:** وهو يبين مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطرة التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق، وذلك بالمقارنة مع مستوى المخاطرة المحدد في الهدف من إنشائه.
 - **قياس مستوى التنوع:** يضمن التنوع الجيد لتشكيلة الأوراق المالية في محفظة صناديق الاستثمار تقليل المخاطرة إلى حدها الأدنى، ومن بين أهم الأسباب المشجعة لشراء أسهم شركات الاستثمار المستوى العالي من التنوع الذي تتسم به تشكيلة الأوراق المالية التي تتضمنها صناديق الاستثمار، الأمر الذي يجعل الاطمئنان على تشكيلة الأوراق المالية التي يتضمنها صندوق الاستثمار.
 - **قياس متوسط معدل العائد مع مؤشرات أخرى:** إذ يتم بالمقارنة بين متوسط العائد المتولد عن الصندوق مع متوسط العائد لأحد المؤشرات العالمية المعروفة مثل: مؤشر ستاندر اندبورز أو مؤشر داو جونز.
 - **قياس تكاليف الاستثمار:** هناك نوعان من التكاليف:
- أ. **تكاليف مباشرة:** وهي التي يمكن قياسها مثل أتعاب الإدارة والمصاريف الإدارية، وهذه التكاليف تكون مشورة عند الاكتتاب في الصندوق.

(1) منير إبراهيم الهندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، مرجع سبق ذكره، ص ص: 77-78.

ب. أما التكاليف غير المباشرة: فتتضمن هي الأخرى نوعين:

- تكاليف غير مباشرة يمكن قياسها مثل كعمولة السمسرة.
- وتكاليف غير مباشرة يصعب قياسها مثل هامش البيع والشراء وتأثير الصفقات الكبيرة على القيمة السوقية للسهم⁽¹⁾.

المطلب الرابع: الفرق بين صناديق الاستثمار والمحافظة الاستثمارية والعوامل المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار

قبل التطرق للفرق بين صناديق الاستثمار والمحافظة الاستثمارية نتعرض لماهية المحفظة الاستثمارية

أولاً: ماهية المحفظة الاستثمارية:

1- مفهوم المحفظة الاستثمارية:

المحفظة الاستثمارية هي عبارة عن أداة مركبة من أدوات الاستثمار بحيث تتكون من أصليين أو أكثر ويتم إدارتها من شخص مسؤول عليها يسمى مدير المحفظة، وبهذا فإن المحفظة هي عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية تعود ملكيتها إلى شخص طبيعي أو معنوي، هذه الأوراق يمكن أن تكون أسهما فقط وفي هذه الحالة تسمى المحفظة (محفظة أسهم) أو تكون سندات فقط وتسمى المحفظة (محفظة السندات)، كما قد تكون المحفظة مشكلة من الاثنين معا ويطلق عليها اسم (المحفظة الهجينة).

وتمتاز المحفظة الاستثمارية باختلاف أصولها من حيث النوع كما قد تختلف من حيث الجودة، فمن حيث النوع يمكن أن تحتوي على أصول حقيقية وهي الأصول التي لها قيمة اقتصادية ملموسة مثل العقارات، الذهب والفضة، وعلى أصول مالية مثل الأسهم والسندات، أدوات الخزانة والمشتقات المالية، أما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد والمخاطر وأخرى مرتفعة العوائد والمخاطر⁽²⁾.

2- أهداف المحفظة الاستثمارية:

تتمثل أهداف تكوين وإدارة المحفظة فيما يلي:⁽³⁾

(1) محي الدين سمير، مرجع سبق ذكره، ص:111.

(2) منير إبراهيم الهندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سبق ذكره، ص:424.

(3) صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص:111.

- تعتبر نظرية المحفظة الاستثمارية أسلوباً فعالاً لتحليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، لأنها تركز على مبدأ تنويع المخاطر وتخفيضها عن طريق ربط الاستثمار في الأوراق المالية مع بعضها البعض عند إدارة وتكوين المحفظة.
- تطوير البيانات المالية والمحاسبية بالشركات وتوفيرها للمستثمر بالأسلوب والكيفية التي تمكنه من اتخاذ القرار الاستثماري المناسب .
- إضافة إلى هذه الأهداف العامة هناك هدف خاص بالمستثمرين وخاصة البنوك وشركات التأمين باستثمارها الفائض النقدي في الأوراق المالية من أجل تحقيق أقصى عائد وضمان تلبية حاجة البنك والمؤسسة المالية للسيولة، وتجنب التعرض لخطر الإفلاس وعدم التضحية بالعلاقة الوثيقة مع المودعين.

3- خصائص المحفظة الاستثمارية:

تتميز المحفظة الاستثمارية بالخصائص التالية:

3-1- العائد والمخاطرة:

أ. **العائد:** يعتبر العائد من بين الأهداف الأساسية التي تأخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ القرارات الاستثمارية وبما أن المحفظة أدت مركبة وبالتالي فعائدها هو عبارة عن المتوسط المرجح لعوائد الأوراق المالية. وتتمثل عوامل الترجيح في نسبة الأموال المستثمرة في كل صنف للأوراق المالية المكونة للمحفظة، ومنه تكون صيغة العائد كما يلي:⁽¹⁾

$$R_p = \sum X_i \cdot R_i$$

حيث:

- R_i : عائد الورقة المالية i .

- X_i : نسبة الأموال المستثمرة في الورقة المالية i .

- N : تمثل عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة.

ب. **المخاطرة:** يقصد بالمخاطرة تلك الخسارة المتوقعة نتيجة عدم التأكد من العائد المتوقع تحقيقه مستقبلاً من الاستثمار في محفظة الأوراق المالية.

وتعطى الصيغة العامة لمخاطرة المحفظة بالعلاقة التالية:

(1) Bertand Jacquillat et Bruno slonik, **Marches financiers: gestion de portefeuille et des risques**, Gauthier Villars ,2^{ème} édition, Paris, 1994, P:87.

$$\delta^2 = \sum \delta i^2 . Xi^2$$

حيث: δi : تمثل الانحراف المعياري للاستثمار.

غير أنه عند حساب مخاطرة المحفظة يجب الأخذ بعين الاعتبار تغير عائد كل أصل من الأصول المالية وكذا درجة الارتباط بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة. ومنه يمكن حساب الارتباط بين الأصول المالية من خلال معامل التغيرات ومعامل الارتباط:

صيغة المخاطرة حسب معامل التغيرات $cov(R_i.R_j)$: معامل التغيرات بين معدل العائد لأصليين ماليين، يمكن أن يكون موجبا أو سالبا أو معدوما، وذلك حسب الحالات التالية:

- إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصليين الماليين تسير في نفس الاتجاه، فإن معامل التغيرات يكون موجبا.

- أما إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصليين الماليين تسير في اتجاهين متعاكسين، فإن معامل التغيرات يكون سالبا.

- وفي حالة ما إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصليين مستقلة عن بعضها البعض، فإن معامل التغيرات يكون معدوما.

صيغة المخاطرة بدلالة معامل الارتباط: معامل الارتباط عبارة عن معيار إحصائي يعبر عن العلاقة بين متغيرين واتجاههما، ويأخذ معامل الارتباط قيمة محصورة بين $(+1)$ و (-1) حسب الحالات التالية:

- $P=1$ ارتباط موجب وتام، إذا كانت العوائد لنوعين من الأصول المالية ذات علاقة ارتباطية تامة وموجبة بمعنى أن العوائد لها نفس الاتجاه.

- $P=-1$ ارتباط سالب وتام، إذا كانت العوائد لنوعين من الأصول المالية تسير في اتجاهين متعاكسين.

- $P=0$ ارتباط معدوم، إذا كانت العوائد لنوعين من الأصول المالية مستقلة عن بعضها البعض.

3-2- التنوع:

تحتوي سوق الأوراق المالية على العديد من الأصول المالية التي تتفاوت في كل من العوائد ودرجة المخاطرة، وعادة ما تكون الأصول المالية التي لها عائد أكبر هي التي تكون فيها درجة مخاطرة كبيرة لأن العلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة طردية، غير أن القرار الاستثماري الرشيد يساعد على

زيادة العائد دون زيادة مماثلة في درجة المخاطرة وذلك بان تتضمن المحفظة الاستثمارية أوراق مالية مختلفة المخاطر كأساس لزيادة العائد⁽¹⁾.

وللتنوع عدة طرق، أهمها تنوع جهة الإصدار وتنوع تاريخ الاستحقاق، فالتنوع في جهة الإصدار يقصد به عدم توجيه مكونات المحفظة نحو أصول مالية تصدرها شركة واحدة وإنما يجب توجيهها إلى عدة شركات.

أما تنوع تواريخ الاستحقاق فيقصد به تنوع استثمار مخصصات المحفظة في أنواع مختلفة من الأوراق المالية طويلة وقصيرة الأجل للتقليل من الخسائر، غير أن الاستثمار في هذه السندات يترتب عليه تقلبات كثيرة في العائد السنوي المتحصل عليه من الاستثمار في تلك الأوراق، من جهة أخرى فإن الاستثمار في السندات الطويلة الأجل يساهم في استقرار العائد المتولد عن تلك السندات إلا أن أسعار هذه الأخيرة تتعرض قيمتها السوقية لتقلبات شديدة نتيجة لتقلبان أسعار الفائدة في السوق⁽²⁾.

ثانياً: المقارنة بين صناديق الاستثمار والمحافظ الاستثمارية:

على الرغم من وجود نقاط تشابه بين المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار إلا أن هذا لا يمنع من وجود فروق جوهرية بينهما

1- أوجه الاتفاق بين المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار:⁽³⁾

- تعتبر كل من المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار وعاء مالي لتجميع المدخرات واستثمارها في مختلف الأوراق المالية ولذلك فالتعريف اللغوي لكل منها يوضح أن لهما نفس الغرض وهو حفظ المال.
- تعتمد كل من المحافظ والصناديق على إستراتيجية التنوع بين أدوات الاستثمار.
- قابلية وحدات الصناديق والمحافظ الاستثمارية للتداول.

(1) ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، عمان، الأردن، 1999، ص: 270.

(2) صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 155.

(3) أشرف محمد دوابة، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، القاهرة، 2004، ص: 161.

2- أوجه الاختلاف بين صناديق الاستثمار والمحافظة الاستثمارية: (1)

- المستثمر في الصناديق الاستثمار لا يملك أي سلطة إدارية أو رقابية ويقتصر دوره على اختيار الصندوق المناسب لأهدافه بينما يملك المستثمر في المحافظ الاستثمارية سلطة وقراراً خاصة إذا كانت الإدارة بواسطته.
- صناديق الاستثمار مكونة من مجموعة أفراد بينما في المحافظ لكل مستثمر محفظة خاصة به لا يشترك مع غيره فيها ولذا نجد بعض الصناديق مغلقة وبعضها مفتوحة لمستثمرين جدد بينما المحافظ مغلقة لأصحابها فقط.
- العلاقة في صناديق الاستثمار بين ثلاثة أطراف يتمتع كل واحد منها باستقلالية تامة عن الآخر وهم المستثمرون ومدير الصندوق وأمين الاستثمار، بينما تتكون العلاقة في المحافظ الاستثمارية بين طرفين اثنين فقط.
- لصناديق الاستثمار وحدات استثمارية تطرح للاكتتاب خلال مدة زمنية معينة أما المحافظ الاستثمارية فلا يوجد لها نشرة اكتتاب لأنها خدمات استثمارية فردية.
- إنهاء الصندوق قد يرجع إلى العديد من الأسباب منها إنهاء المدة المحددة للصندوق أو في حال انخفاض الوحدات عن 50% من سعرها في آخر تقييم أو بموافقة 75% من المشتركين على التصفية بينما في المحافظ يحق للمستثمر إنهاء المحفظة في أي وقت شاء.
- يمكن لمحفظة الاستثمار أن تكون جزءاً من صناديق الاستثمار ولكنها لا تملك المقومات الأساسية لتكون بديلاً عنه فالصندوق من هذا الجانب بهم من المحفظة.

ثالثاً: العوامل المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار

من العوامل المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار نجد: (2)

- أ. **التكاليف المرتفعة:** إذ أن بعض الصناديق هذه يمكن أن تتحمل تكاليف أكبر، والمتصلة بتكاليف الدراسات وتكاليف إدارة الصناديق، وتكاليف المتخصصين والعاملين فيها، وبصورة لا يتحقق معها عوائد تتناسب أو تعطي هذه التكاليف، الأمر الذي يعني كلفة أكبر بعائد أقل، أي انخفاض كفاءة أداء هذه الصناديق لعملها، كما قد يحصل العكس مما يعني ارتفاع كفاءة هذه الصناديق.

(1) سمية بلعيد، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

(2) حسن خلف فليح، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2006، ص ص: 159-196.

ب. **التنوع في استثمارات الصندوق:** يمكن أن يؤدي التنوع إلى تحقيق عائد أكبر بذات التكاليف، وما يعنيه هذا من تحقيق كفاءة أكبر في أداء الصناديق لعملها، وقد يحدث أن يكون التنوع غير مناسب بحيث لا يؤدي إلى الإسهام في تحقيق عائد أكبر، بل قد تؤدي إلى ارتفاع التكاليف أو انخفاض العائد ومن ثم تحقيق كفاءة أدنى.

ج. **حجم الصندوق:** يمكن أن يؤدي الحجم غير المناسب للصندوق الاستثماري إلى زيادة التكاليف، ومن ثم انخفاض الكفاءة من أداء الصندوق لعمله، وبالذات عندما ينخفض حجم الصندوق إلى حد ترتفع معه حصة الوحدة التي يتم الاستثمار فيها من التكاليف أو يزداد حجم الصندوق إلى حد ترتفع معه حصة الوحدة التي يتم الاستثمار فيها من التكاليف، أو يزداد حجم الصندوق عند حد معين تنخفض معه متوسط التكاليف للوحدة الواحدة بحيث يصعب معه إدارة الصندوق مع الحجم الكبير الذي يتعدى الحجم الأمثل، وترتفع بذلك تكاليف إدارته، ولذلك على إدارة الصندوق الكفؤ أن تختار حجم الصندوق بحيث يتحقق معه أعلى عائد ممكن بأقل تكلفة ممكنة.

د. **القدرة على التنبؤ:** أي قدرة إدارة الصندوق على القيام بالتوقعات وأن تكون هذه التوقعات دقيقة وصائبة وبالذات عندما يتم الاستناد فيها إلى دراسة كافة الجوانب ذات الصلة بعمل الصندوق والتي يمكن أن تؤثر على تكاليفه أو عوائده، كوضع النشاط الاقتصادي، والسياسات الاقتصادية ذات العلاقة بعمل هذه الصناديق وغيرها⁽¹⁾.

هـ. **اختيار البدائل الاستثمارية:** تعتمد كفاءة الصناديق الاستثمارية في عملها على دقة وحسن اختيارها للبدائل الاستثمارية التي يقوم الصندوق بالاستثمار فيها من بين البدائل العديدة المتاحة للاستثمار في السوق، وبحيث يتم التوجه نحو الاستثمار في البدائل الاستثمارية التي يتم من خلالها تحقيق أعلى عائد ممكن وبأقل تكلفة، أي تحقيق أعلى كفاءة ممكنة.

و. **مدى تكرار عمليات التعامل:** يؤدي القرار غير الضروري وغير المناسب للتعامل في الأوراق المالية بيعاً وشراءً إلى التأثير على التكاليف التي يتحملها الصندوق في عملياته بحيث يؤدي إلى رفعها نتيجة العمولات والمصاريف التي يتم تحملها بصورة متكررة عندما تتكرر هذه التعاملات مما يؤدي إلى ارتفاع التكاليف، وهو ما يعني انخفاض كفاءة إدارة الصناديق لعملها.

(1) أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص: 278.

خلاصة الفصل:

تعد صناديق الاستثمار إحدى الأدوات المالية الإضافية التي تلعب دورا حيويا وفعالا في تجميع المدخرات واستثمارها بالنيابة في سلة من الأوراق المالية من خلال إدارة فنية متخصصة، فوجود صناديق الاستثمار الناجحة سوف يشجع المدخرين خاصة صغار المدخرين الذين لا يملكون الخبرة على الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

تتوفر صناديق الاستثمار على مميزات ساهمت في استقطاب عدد كبير من المستثمرين من مختلف الفئات، وكذلك تتوفر على تنوع كبير يلاءم رغبات وأهداف جميع المستثمرين فتنوع حسب هيكل رأس المال وكذلك حسب مكونات تشكيلة الصندوق بالإضافة إلى تنوعها حسب الغرض من الاستثمار، وتبعاً لاختلاف أنواع صناديق الاستثمار تختلف السياسات الاستثمارية المتبعة من أجل ذلك فنجد السياسة المتحفظة التي تتبعها عادة صناديق الاستثمار التي تضم مستثمرين غير مستعدين لتحمل المخاطر والمجازفة أي المستثمرين المتحفظين، لذلك يركز الصندوق في هذه الحالة على عنصرى الأمان والسيولة، أما السياسة الاستثمارية الهجومية هي السياسة التي تتضمن استثماراتها درجة مخاطرة كبيرة من أجل الحصول على أرباح أعلى، بالإضافة إلى السياسة المتوازنة التي تجمع بين عنصرى الأمان والمخاطرة بالشكل الذي يحقق قدراً مقبولاً من الأرباح.

يمكن قياس أداء صناديق الاستثمار من خلال العديد من الأساليب بدءاً بالأسلوب البسيط إلى الأسلوب المزدوج لحساب العائد والمخاطرة والذي يتضمن العديد من المؤشرات كمؤشر شارب ومؤشر ترينور. وهناك العديد من العوامل التي تؤثر على أداء الصناديق سواء بالارتفاع أو الانخفاض مثل ارتفاع التكاليف وعدم التنبؤ بالعوامل الاقتصادية المؤثرة على أسعار الأسهم، بالإضافة إلى عدم الاستفادة من بدائل الاستثمار المتاحة.

الفصل الثالث:

دور صناديق الاستثمار في تطوير

سوق الأوراق المالية السعودية

تمهيد:

تحظى الأسواق المالية في جميع الدول بالاهتمام نظرًا لما تقوم به من دور مهم ورئيسي في دفع عجلة التنمية الاقتصادية عن طريق تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو قنوات استثمارية، وتعتبر سوق الأوراق المالية السعودية من أكبر أسواق المنطقة العربية على الرغم من وجود سلطة تنظيمية مستقلة تشرف عليها، حيث يتم تنظيم السوق من قبل ثلاث مؤسسات حكومية: وزارة التجارة ووزارة المالية ومؤسسة النقد العربي السعودي وتختص هذه الأخيرة بالرقابة المباشرة على سوق الأوراق المالية السعودية، وتعد سوق الأوراق المالية السعودية سبابة إلى خوض تجربة صناديق الاستثمار ولقد استطاعت هذه الأخيرة تحقيق إنجازات متتالية في السنوات الأخيرة، حيث قامت بقفزات نوعية تثبتتها الأرقام والتي تبينها حجم الشركات المشاركة في السوق، حجم التداول وكذلك حجم السيولة بالإضافة إلى دور السوق في جذب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، وأنواع الأدوات المالية المتداولة وكذلك تأثير السوق على القطاع المالي في السعودية وتأثيره بصفة عامة على الاقتصاد الوطني.

وعليه سيتم معالجة هذا الفصل من خلال التطرق للنقاط التالية:

- **المبحث الأول:** نشأة وتطور النظام المالي السعودي
- **المبحث الثاني:** صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية
- **المبحث الثالث:** دراسة دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية

المبحث الأول: نشأة وتطور النظام المالي السعودي

تعد أسواق الأوراق المالية العربية أسواقاً ناشئة مقارنة بالإمكانيات المتاحة لها وتعتبر سوق الأوراق المالية السعودية من أكبر الأسواق على مستوى الدول العربية، وقد نشأت تلك الأسواق في مصر وتطورت عبر سنوات عديدة وواجهت عدّة مشكلات في بعض السنوات نتيجة للتغيرات السياسية والاقتصادية في البلاد في المنطقة وفي العالم بأكمله، وبما أن سوق الأوراق المالية تعتبر دعامة من دعائم الاقتصاد في أي دولة وتطورها يعد خطوة للتقدم؛ فإن هذا المبحث سيتناول سوق الأوراق المالية في السعودية وقد تم تقسيمه إلى المطالب التالية:

المطلب الأول: تطورات النظام المصرفي السعودي

المطلب الثاني: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في السعودية

المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية في السعودية وهيئتها العالمية

المطلب الأول: تطورات النظام المصرفي السعودي

أولاً: نشأة النظام المصرفي السعودي:

- لقد شهد النظام المصرفي السعودي عدّة تطورات يمكن تلخيص أهم أحداثها في النقاط التالية:⁽¹⁾
- في الستينات تركز الاهتمام على وضع وصياغة الأنظمة واللوائح المصرفية في ظل اتساع الأعمال المصرفية وقبول المملكة إمكانية تحويل الريال بالكامل في عام 1961، وتم في عام 1966 إصدار نظام مراقبة المصارف الذي منح مؤسسة النقد العربي السعودي صلاحيات رقابية واسعة.
 - وفي عقد السبعينات نمت خلال هذه الفترة أصول المصارف من 3 مليارات إلى 93 مليار ريال وارتفعت الودائع من 2 مليار إلى 68 مليار ريال، وأعلنت الحكومة السعودية في ذات العقد عن مشاركة السعودية مع البنوك الأجنبية، وبحلول عام 1980 كان لعشر بنوك من أصل 12 بنكا في المملكة حصة مشاركة أجنبية كبيرة وارتفع عدد فروع البنوك آنذاك إلى 247 فرعاً.
 - أما في عقد الثمانينات قد تراجعت إيرادات الحكومة بدرجة كبيرة من 368 مليار ريال في عام 1981 إلى 104 مليار ريال في عام 1987 نتيجة للانخفاض الحاد في أسعار النفط العالمية، وأحدث هذا

(1) صبرينة عتروس، إطار مقترح لتفعيل دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية- دراسة حالة عينية من صناديق الأسهم السعودية-، أطروحة دكتوراه، في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016/2017، ص: 166.

الانخفاض ضغوطا كبيرة على نوعية أصول البنوك التي تدهورت مع تباطؤ النمو، وعانت البنوك من القروض المتعثرة مما أدى إلى انخفاض أرباحها.

- في التسعينات وبعد انتهاء أزمة الخليج؛ عرفت انتعاش في الاقتصاد وشهد النشاط المصرفي نمواً سريعاً ولم تؤثر التقلبات المفاجئة في أسعار النفط والأوضاع الدولية الصعبة على استمرار انتعاش الاقتصاد. وحاليا في المملكة العربية السعودية.

ثانيا: المؤسسات المشكلة للنظام المصرفي السعودي

أنشأت المملكة العربية السعودية عبر السنوات الماضية نظاماً مالياً قويا يهدف إلى خدمة الاقتصاد بفاعلية، حيث يقوم النظام على قاعدة عريضة تضم مجموعة من المؤسسات التي تقدم مجموعة واسعة من الخدمات المالية للمدخرين والمستثمرين وهي كالاتي:⁽¹⁾

1- مؤسسة النقد العربي السعودي:

تتبع مؤسسة النقد العربي السعودي وهي البنك المركزي للمملكة قمة النظام المالي السعودي ومضى على تأسيسها سبعة وستون (67) سنة، حيث أنشأت في 25 من شهر رجب 1373 هـ الموافق لـ 20 أبريل 1952م، وقد أنشأت بموجب مرسومين ملكيين الأول رقم 30/411/1046 وقضى بإنشاء مؤسسة النقد العربي السعودي وأن تكون مدينة جدّة مقراً لها وتفتح لها فروعاً في المدن والأماكن التي تدعوا إليها الحاجة، والثاني برقم 30/411/1047 باعتماد وثيقة النظام الأساسي لمؤسسة النقد العربي السعودي الملحقة بالمرسوم والأمر بوضعها موضع التنفيذ⁽²⁾، ومنذ إنشائها مارست دوراً حيوياً من خلال:⁽³⁾

- توطيد وتنمية الاقتصاد السعودي.
- تطوير النظام النقدي للبلاد يركز على إصدار وإدارة العملة الوطنية.
- تعزيز نمو النظام المالي وضمان استقراره.
- المحافظة على استقرار الأسعار المحلية وسعر الصرف.
- إدارة احتياطات البلاد من النقد الأجنبي باعتباره بنك الحكومة.

(1) سمية بلعيد، مرجع سبق ذكره، ص:117.

(2) صبرينة عتروس، مرجع سابق، ص:168.

(3) سمية بلعيد، مرجع سبق ذكره، ص:117.

وكانت المهمة الأخرى التي أولتها مؤسسة النقد العربي السعودي اهتماماً فورياً بعد تأسيسها هي تشجيع نمو الجهاز المصرفي، حيث لم تكن هناك بنوك سعودية حينئذٍ وكانت الأعمال المصرفية تمارس على الغالب بواسطة بنوك أجنبية.

ومع التوسع في النشاط الاقتصادي زادت الحاجة بشكل كبير للخدمات المصرفية فسمحت المؤسسة بفتح المزيد من البنوك في المملكة رغبة في إضفاء صبغة وطنية على النظام المصرفي ولتعزيز قاعدة رأسمالية، تبنت المؤسسة خلال الفترة 1976-1982 تنفيذ برنامج البنوك الأجنبية حيث طلب منها أن تتحول إلى شركات مساهمة تطرح أسهمها للاكتتاب العام على أن تكون غالبية حقوق الملكية لمساهمين سعوديين.

بالإضافة إلى الأوامر السابقة لمؤسسة النقد فقد لعبت أيضاً مهام أخرى أهمها:⁽¹⁾

- مراقبة البنوك التجارية والمستغلين بأعمال مبادلة العملات.
- مراقبة شركات التأمين التعاوني وشركات المهن الحرة المتعلقة بالتأمين.
- مراقبة شركات التمويل.
- مراقبة شركات المعلومات الائتمانية.

لقد ساهمت مؤسسة النقد العربي السعودي من خلال السياسة النقدية بشكل فعال في نمو الاقتصاد السعودي، وذلك من خلال توفيرها بيئة تمتاز بالاستقرار النقدي والمالي حيث تهدف هذه السياسة النقدية إلى استقرار الأسعار المحلية وأسعار صرف الريال⁽²⁾.

2- البنوك السعودية:

هناك 12 بنك تجاري رئيسي في المملكة العربية السعودية والوضع يتمثل باحتكار القلة، حيث تسيطر البنوك الأربعة الكبرى (البنك الأهلي التجاري، مصرف الراجحي، مجموعة سامبا المالية، بنك الرياض) على نحو 60% من الأصول، كما أنه يوجد للبنوك الأجنبية فروع مشتركة في المملكة قد يضمن ذلك إلى حد ما تقديم خدمة متميزة لكل العملاء السعوديين المحتكين بالمجال المصرفي وذلك إلى جانب الأعمال المصرفية الإسلامية الملتزمة بالشريعة التي تحرم الفائدة أخذاً وعطاءً.

(1) صبرينة عتروس، مرجع سبق ذكره، ص: 168.

(2) محمد بن سليمان الجاسر، تطور القطاع المالي العامة لتحقيق نمو اقتصادي أفضل، ورقة عمل مقدمة للجلسة العامة لندوة الرؤية المستقبلية للاقتصاد السعودي إلى غاية 2020، 13-17 شعبان 1423هـ الموافق ل 19-23 أكتوبر 2002، وزارة التخطيط، الرياض، المملكة العربية السعودية، ص: 03.

وتعتبر المملكة العربية السعودية موطناً للعديد من البنوك المحلية والأجنبية بمختلف فروعها والتي تعمل على تنمية وتطوير النظام المصرفي السعودي بشكل خاص والنظام الاقتصادي السعودي بشكل عام. والجدول التالي يوضح أهم البنوك المحلية والأجنبية العاملة في المملكة.

جدول رقم (03): البنوك السعودية وفروع البنوك الأجنبية المرخص لها حتى سنة 2018

البنوك المحلية	فروع البنوك الأجنبية
البنك الأهلي التجاري	بنك الخليج الدولي
البنك السعودي البريطاني	بنك الإمارات دبي الوطني
البنك السعودي الفرنسي	بنك البحرين الوطني
البنك الأول	بنك الكويت الوطني
البنك السعودي للاستثمار	بنك المسقط
البنك العربي الوطني	دويتشه بنك
بنك البلاد	بي إن بي بارببا
بنك الجزيرة	جي بي مورقان تشيز إن آيه
مجموعة ساميا المالية (سابقاً)	بنك تي سي زراعات بانكاسي
مصرف الراجحي	بنك باكستان أبو ظبي
مصرف الانتماء	بنك الصين للصناعة والتجارة
بنك الرياض	بنك قطر الوطني
	بنك طوكيو
	بنك أبو ظبي الأول (*)
	المصرف العراقي للتجارة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المتوفرة في موقع مؤسسة النقد العربي السعودي.

ومن الملاحظ أن البنوك السعودية عملت ومازالت تعمل على توسيع وتطوير خدماتها المصرفية وفقاً لمتطلبات العصر، حيث يمكن تلخيص أهم خدماتها فيما يلي: (1)

- فتح الحسابات بمختلف أنواعها سواء: الحساب الجاري، حساب التوفير، حساب الودائع لأجل، حساب الرواتب.

(*) هاته البنوك مرخص لها ولم تباشر النشاط بعد.

(1) مؤسسة النقد العربي السعودي.

- الصرف الآلي وما يوفر من خدمات مثل خدمة السحب النقدي أو الإيداع في الحساب، طلب كشف حساب...
 - خدمات الانترنت المصرفية لتنفيذ معاملاتهم المصرفية في أي وقت ومن أي مكان.
 - خدمات الهاتف المصرفي وتشمل خدمة الاستفسار عن الرصيد أو التحويل إلى حساب آخر عن طريق الهاتف.
 - خدمة الرسائل النصية القصيرة وتعتبر من أحدث الخدمات الالكترونية التي تقدمها البنوك لعملائها بحيث تتيح لهم استقبال رسائل قصيرة على الجوال الخاص بهم لمعرفة العمليات التي تمت على حساباتهم.
 - خدمة سداد؛ صممت لسداد فواتير الخدمات مثل الكهرباء والهاتف وغيرها لعملاء البنك.
 - خدمة القروض الشخصية وخدمة البيع بالتقسيط اللذان يكون فيهما سداد المبلغ على أقساط مع إضافة فوائد
 - الخدمات المصرفية الإسلامية كالمراحة والإجارة، المشاركة، بطاقات الائتمان الإسلامية، الصناديق الاستثمارية الإسلامية وغيرها.
 - خدمة الاستثمار، حيث تقدم البنوك السعودية خدمات الاستثمار عن طريق الشركات التابعة لها والتي تتولى إدارة الخدمات والمنتجات الاستثمارية التي يوفرها البنك لعملائه.
 - خدمات الخزينة حيث تقدم البنوك للعملاء جملة من الخدمات مثل: عقود الصرف الأجنبي الفورية والآجلة، بيع وشراء المعادن الثمينة وغيرها.
 - توفير خطابات الضمان والحوالات.
 - الاعتماد المستندي والتحصيل المستندي.
 - تقديم الحلول التمويلية للشركات.
 - صناديق الأمانات، بحيث توفر البنوك هذه الصناديق للعملاء لحفظ الوثائق الهامة والممتلكات.
 - خدمات بطاقات الائتمان بالإضافة إلى خدمة صرف الرواتب وبطاقة الرواتب.
- 3- مؤسسات الإقراض المتخصصة:**

تشكل مؤسسات الإقراض المتخصصة قطاعا مهما من النظام المالي السعودي وتشمل:⁽¹⁾

(1) محمد بن سليمان الجاسر، مرجع سبق ذكره، ص: 04.

- صندوق التنمية الصناعية السعودي.
- البنك الزراعي العربي السعودي.
- صندوق التنمية العقارية.
- صندوق الاستثمارات العامة.
- بنك التسليف السعودي.

ومارست هذه المؤسسات دورًا هامًا في إنشاء هذه المؤسسات العامة وتقدم هذه المؤسسات القروض الطويلة الأجل لقطاعات حيوية من الاقتصاد مثل: الصناعة، الزراعة، التنمية العقارية، المهن الحرة وتلبية الاحتياجات الاجتماعية مما يشجع النمو القطاعي؛ وتنوع الاقتصاد ومارست هذه المؤسسات ومازالت تمارس أدوارًا هامة في تعزيز النمو ودعم تلك القطاعات حيث بلغ إجمالي قروضها المنصرمة منذ تأسيسها وحتى سنة 2018 مليار ريال سعودي.

وبعد صدور نظام الاستثمار الأجنبي الجديد لتشجيع الاستثمارات الأجنبية سيقوم صندوق التنمية الصناعية السعودي بتقديم قروض لمشاريع ذات ملكية أجنبية بالكامل، وبالنسبة لصناديق التأمينات الاجتماعية فإن مصلحة معاشات التقاعد والمؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية هما الجهتان المعنيتان بهذه الخدمات بالنسبة للعاملين في القطاعين الحكومي والخاص، ونظرًا لتنامي عدد سكان المملكة وتزايد العاملين من الشباب بحيث تفوق مدفوعات الاشتراكات مدفوعات التعويضات فيستمر نمو الأموال التي تديرها هاتان المؤسساتان لعدة سنوات قادمة وتتمثل هذه الأموال مصدرًا كبيرًا للمدخرات الوطنية.

ثالثًا: تقييم القطاع المصرفي السعودي:

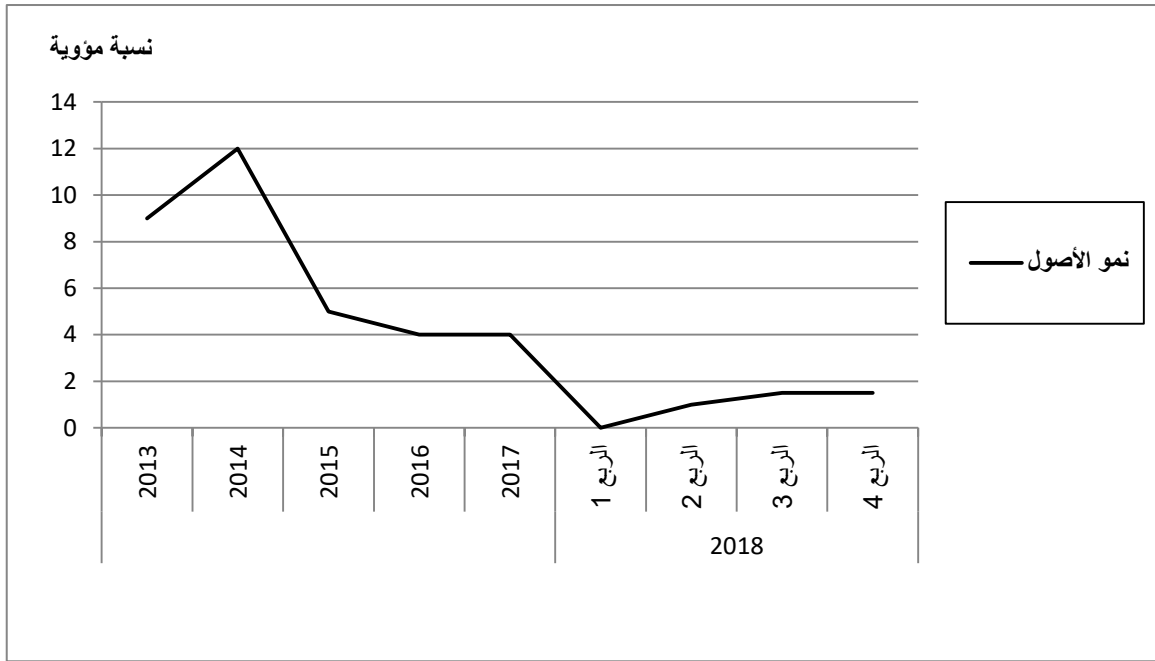
وأصل النظام المصرفي حفاظه على استقراره ومثابته وربحيته على الرغم من التباطؤ الملحوظ في الطلب على الائتمان، فقد صاحب تباطؤ النمو الاقتصادي انكماش في إجمالي الطلب على الائتمان في ظل مرور الاقتصاد بالإصلاحات الهيكلية الضرورية.

1- أصول القطاع المصرفي:

بلغ إجمالي أصول القطاع المصرفي لسنة 2013 حوالي 25.69 مليار ريال بنسبة تغيير تقدر بحوالي 7.3 % ولقد أدت الظروف الاقتصادية والمالية العالمية والمحلية إلى التأثير على نمو أصول القطاع المصرفي السعودي فتراجعت نسبة نمو أصول القطاع المصرفي تراجعًا كبيرًا حيث وصلت النسبة إلى 4% سنة 2015 بعدما كانت تقدر بحوالي 12% سنة 2014 ويرجع هذا الانخفاض الكبير إلى تراجع إيرادات النفط واستمر هذا التراجع إلى غاية الربع الأول من سنة 2018، وبعدها واصلت أصول

القطاع المصرفي نموها خلال عام 2018 على الرغم من التراجع الطفيف في الربع الأول والذي يُعزى بشكل رئيس إلى تراجع الاحتياطات المصرفية الذي نتج عن تباطؤ نمو الودائع، وبنهاية العام بلغت نسبة النمو السنوية للأصول 2.5%، ومشكلة أعلى نسبة منذ عام 2015 ويمكن أن يعزى هذا النمو إلى معاودة الائتمان لنمو الايجابي خلال عام 2018، ومن المتوقع استمرار نمو الأصول خلال عام 2019 في ظل استمرار الإنفاق الحكومي.

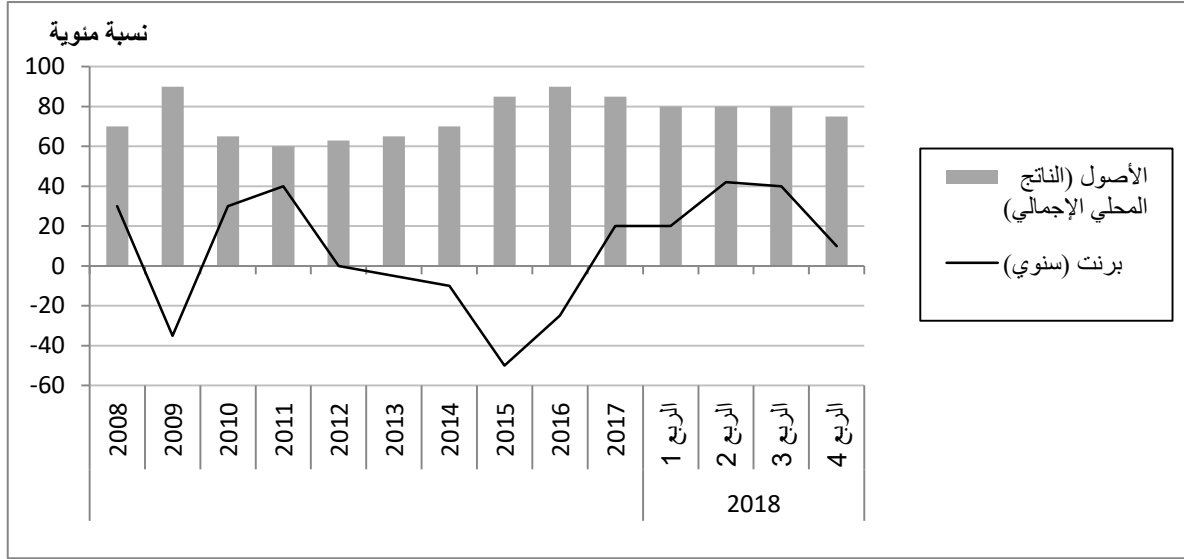
شكل رقم (05): نمو الأصول (سنوي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقرير الاستقرار المالي لسنة 2018 لمؤسسة النقد العربي السعودي.

وقد انعكس ارتفاع أسعار النفط على نمو الأصول (الشكل رقم 6) حيث حققت أسعار النفط مستويات وصلت إلى نحو 84 دولارا أمريكيا كأعلى سعر خلال عام 2018، والذي يعد أعلى ارتفاع منذ نهاية عام 2014، ويؤثر ارتفاع أسعار النفط إيجابا على الناتج المحلي الإجمالي الكلي، بينما يكون تأثيره على الأصول المصرفية غير مباشرة من خلال الإنفاق الحكومي. وعادة ما تكون العلاقة بين أسعار النفط ونسبة الأصول المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي علاقة عكسية، إذ يتأثر الناتج المحلي الإجمالي بشكل أقوى بأسعار النفط.

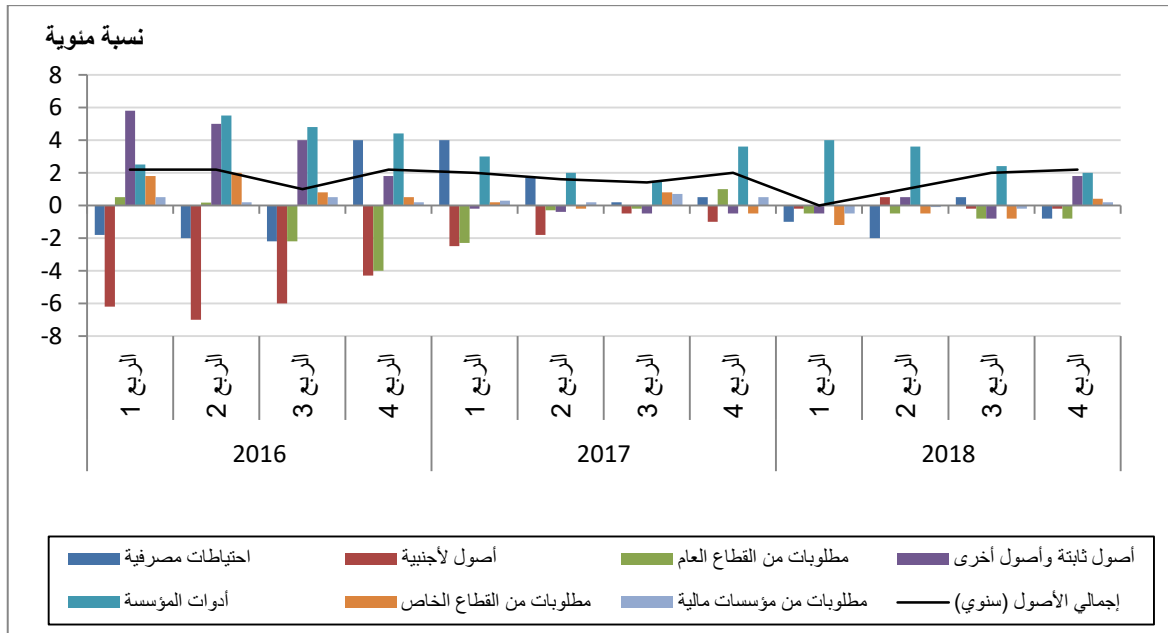
شكل رقم (06): نسبة الأصول المصرفية إلى الناتج المحلي الإجمالي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقرير الاستقرار المالي لسنة 2018 لمؤسسة النقد العربي السعودي.

سجل عام 2018 تطورات ايجابية في مكونات أصول القطاع المصرفي، وظلت المطلوبات من القطاع العام المصدر الأساسي لنمو الأصول (الشكل رقم 7)، كما عادت المطلوبات من القطاع الخاص إلى المساهمة ايجابيا في نمو الأصول بعد سلسلة من التراجعات التي بدأت منذ الربع الرابع من عام 2016، ويأتي نمو المطلوبات من القطاع الخاص متماشيا مع توقعات السوق، حيث بدأ إطلاق البرامج التحفيزية الحكومية التي من المتوقع أن يزداد عددها في عام 2019.

شكل رقم (07): نسبة مساهمة المكونات في نمو الأصول (سنوي)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقرير الاستقرار المالي لسنة 2018 لمؤسسة النقد العربي السعودي.

2- مطلوبات القطاع المصرفي:

ارتفع إجمالي مطلوبات المصارف من القطاعين الخاص والعام خلال الفترة 2016-2018 حيث ارتفع إجمالي المطلوبات في عام 2018 بنسبة 5.3% (90.6 مليار ريال) ليلعب نحو 1.788 مليار ريال، مقارنة بارتفاع نسبته 3.7% (60.1 مليار ريال) في سنة 2017 أين بلغ إجمالي المطلوبات 1.697 مليار ريال . وبذلك شكل إجمالي المطلوبات من القطاعين العام والخاص في نهاية عام 2018 ما نسبته 107.6% من إجمالي الودائع المصرفية مقارنة بنسبة 104.8% في نهاية سنة 2017.

وارتفاع إجمالي مطلوبات المصارف في القطاع الخاص خلال الفترة 2016-2018 حيث بلغ إجمالي المطلوبات في عام 2018 بنسبة 0.3% (41.2 مليار ريال) ليلعب 1,434.9 مليار ريال، مقارنة بانخفاض نسبته 0.8% (11.8 مليار ريال) في عام 2017 وشكلت مطلوبات المصارف من القطاع الخاص في نهاية عام 2018 نسبة 86.4% من إجمالي الودائع المصرفية مقارنة بنسبة 86.1% في نهاية سنة 2017.

أما مطلوبات المصارف من القطاع العام (قروض للمؤسسات العامة وسندات حكومية)، فقد ارتفعت في عام 2018 بنسبة 16.9% (50.9 مليار ريال) لتبلغ نحو 352.1 مليار ريال مقارنة بارتفاع نسبته 32.4% (73.7 مليار ريال) في العالم السابق، وتُعزى هذه الزيادة لارتفاع السندات الحكومية بنسبة 19.9% (50.5 مليار ريال) لتبلغ نحو 304.9 مليار ريال مقارنة بارتفاع نسبته 42.6% (76 مليار ريال) في سنة 2017.

بالإضافة لارتفاع الائتمان المصرفي للمؤسسات العامة في عام 2018 بنسبة 0.9% (414 مليار ريال) لتبلغ نحو 47.1 مليار ريال، مقارنة بانخفاض نسبته 4.7% (2.3 مليار ريال) في العالم السابق، وفي المقابل انخفضت المطلوبات على مؤسسات مالية غير نقدية في نهاية عام 2018 بنسبة 59.9% (1.6 مليار ريال)، مقارنة بانخفاض نسبته 41.4% في نهاية العام السابق (الجدول رقم 04).

جدول رقم (04): مطلوبات المصارف من القطاعين الخاص والعام (نهاية الفترة)

(مليون ريال)

2018		2017		2016		
النصيب المئوي للمجموع	المبلغ	النصيب المئوي للمجموع	المبلغ	النصيب المئوي للمجموع	المبلغ	
80.3	1,434.891	82.1	1,393.699	85.8	1,405.474	المطلوبات على القطاع الخاص
77.1	1,378.764	78.9	1,339.812	82.5	1,351.407	الائتمان المصرفي
76.4	1,365.521	78.2	1,327.256	81.7	1,337.343	قروض وسلف
0.7	13.243	0.7	12.556	0.9	14.064	كمبيالات مخصومة
3.1	56.128	3.2	53.887	3.3	54.067	استثمارات في أوراق مالية خاصة
19.7	352.062	17.7	301.135	13.9	227.428	المطلوبات على القطاع العام
2.6	47.133	2.8	46.719	3.0	49.012	الائتمان المصرفي للمؤسسات العامة
17.1	304.930	15.0	254.417	10.9	178.416	سندات حكومية
0.1	1.041	0.2	2.600	0.3	4.436	مطلوبات على مؤسسات مالية غير نقدية
100.0	1,787.995	100.0	1,697.434	100.0	1,637.338	المجموع

المصدر: التقرير السنوي الخامس والخمسون لمؤسسة النقد العربي السعودي.

2-1- الائتمان المصرفي حسب الآجال:

شهد الائتمان المصرفي ارتفاعاً ملحوظاً خلال الفترة (2014-2018) حيث ارتفع الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع العام والخاص سنة 2016 ليلعب 702.327 مليون ريال اي ارتفعت القيمة بحوالي النصف، واستمر في الارتفاع إلى غاية عام 2018 بنسبة 2.1% (14.9 مليار ريال) ليلعب 707.1 مليار ريال، مقارنة بانخفاض نسبته 1.4% (10.1 مليار ريال) في سنة 2017، كما سجل الائتمان المصرفي متوسط الأجل (من سنة إلى 3 سنوات) ارتفاعاً طفيفاً خلال الفترة (2014-2017) أين بلغ إجمالي القيمة 265.585 مليون ريال سنة 2017، لتعاود بعدها القيمة الانخفاض سنة 2018 ليلعب 224.7 مليار ريال.

بينما عرف الائتمان طويل الأجل (أكثر من 3 سنوات) ارتفاعاً ابتداءً من سنة 2014 واستمر هذا الارتفاع إلى غاية سنة 2018 ليلعب 494.1 مليار ريال (الجدول 05).

جدول رقم (05): الائتمان المصرفي حسب الآجال

(مليون ريال)

نهاية الفترة	قصير الأجل	متوسط الأجل	طويل الأجل	المجموع
2014	361.308	237.744	391.594	1,250.646
2015	685.174	241.457	434.998	1,361.629
2016	702.327	264.855	433.237	1,400.419
2017	692.221	265.585	428.724	1,386.530
2018	707.104	224.653	494.140	1,425.896

المصدر: التقرير السنوي الخامس والخمسون، مؤسسة النقد العربي السعودي.

ملاحظة: الأجل القصير: أقل من سنة؛ الأجل المتوسط: 1-3 سنوات؛ الأجل الطويل: أكثر من 3 سنوات.

2-2- الائتمان المصرفي حسب النشاط الاقتصادي:

تباين توزيع الائتمان المصرفي حسب الأنشطة الاقتصادية خلال الفترة 2016-2017، فقد ارتفع الائتمان المصرفي الممنوح لقطاع التعدين والمناجم بنسبة 30.3% (4.5 مليار ريال) ليبلغ 19.4 مليار ريال مقارنة بانخفاض نسبته 23.6% في عام 2017 بينما كان الائتمان المصرفي الممنوح لقطاع التعدين والمناجم كان قد بلغ 19.43 مليار ريال في سنة 2016، كما ارتفع الائتمان المصرفي لقطاع الزراعة وصيد الأسماك بنسبة 20.1% (2.5 مليار ريال) ليبلغ 14.7 مليار ريال مقارنة بانخفاض نسبته 4.1% في عام 2017. كما ارتفع الائتمان المصرفي لقطاع الخدمات بنسبة 8.9% (6.3 مليار ريال) ليبلغ 77.4 مليار ريال مقارنة بارتفاع نسبته 1.6% في عام 2017، كما زاد الائتمان المصرفي لقطاع البناء والتشييد بنسبة 8.5% (7.6 مليار ريال) ليبلغ 96.5 مليار ريال مقارنة بانخفاض نسبته 14.9% في عام 2017.

كما شهد الائتمان المصرفي الممنوح لقطاع الصناعة والإنتاج ارتفاعا نسبته 5.6% (9.1 مليار ريال) ليبلغ نحو 169.9 مليار ريال مقارنة بانخفاض نسبته 8.8% في عام 2017 وارتفع الائتمان المصرفي لقطاع التمويل بنسبة 5.2% (1.8 مليار ريال) ليبلغ 37.2 مليار ريال مقارنة بارتفاع نسبته 11.4% في عام 2017. كما ارتفع الائتمان المصرفي الممنوح لقطاع الماء والكهرباء والغاز والخدمات الصحية بنسبة 1.6% (831.2 مليون ريال) ليبلغ 51.7 مليار ريال، مقارنة بارتفاع نسبته 23.6% في

العام السابق، وفي المقابل شهد الائتمان المصرفي الممنوح لقطاع التجارة انخفاضاً نسبته 10.3% (32.2 مليار ريال) ليبلغ 280.2 مليار ريال، مقارنة بارتفاع نسبته 4.1% في العام السابق، كذلك انخفض الائتمان المصرفي الممنوح لقطاع النقل والاتصالات بنسبة 9.8% (4.7 مليار ريال) ليبلغ 42.9 مليار ريال، مقارنة بارتفاع نسبته 17.8% في العام السابق (كما هو موضح في الجدول رقم 6).

جدول رقم (06): الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص حسب النشاط الاقتصادي

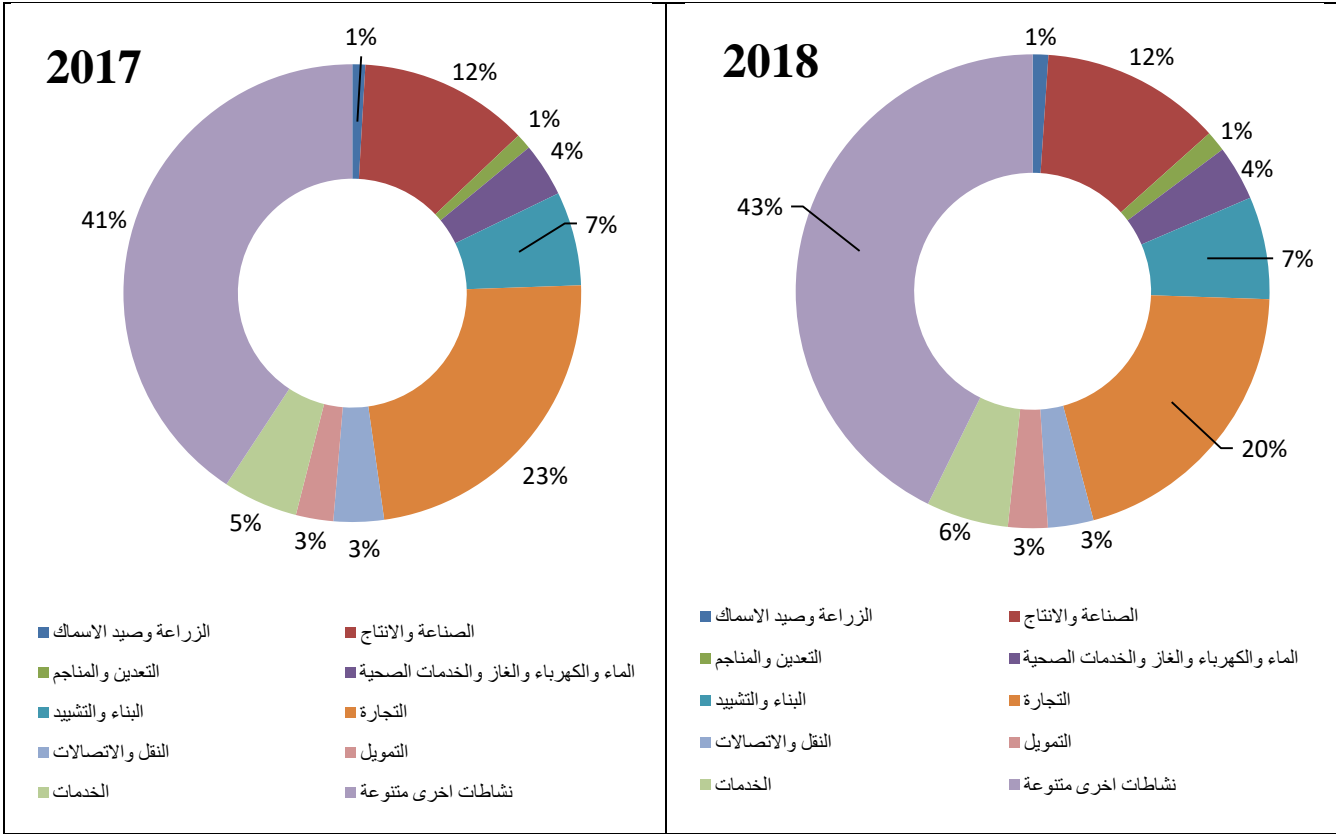
(مليون ريال)

2018		2017		2016		
النصيب المئوي للمجموع	المبلغ	النصيب المئوي للمجموع	المبلغ	النصيب المئوي للمجموع	المبلغ	
1.1	14.705	0.9	12.249	0.9	12.778	الزراعة وصيد الأسماك
12.3	169.899	12.0	160.837	13.0	176.355	الصناعة والإنتاج
1.4	19.354	1.1	14.849	1.4	19.433	التعدين والمناجم
3.7	51.657	3.8	50.826	3.0	41.108	الماء والكهرباء والغاز والخدمات الصحية
7.0	96.457	6.6	88.881	7.7	104.388	البناء والتشييد
20.3	280.207	23.3	312.418	22.2	300.107	التجارة
3.1	42.935	3.6	47.614	3.0	40.411	النقل والاتصالات
2.7	37.232	2.6	35.398	2.4	31.789	التمويل
5.6	77.356	5.3	71.050	.5	69.961	الخدمات
42.7	588.962	40.7	545.688	41.1	555.077	نشاطات أخرى متنوعة
100.0	1,378.764	100.0	1,339.812	100.0	1,351.407	المجموع

المصدر: التقرير السنوي الخامس والخمسون، مؤسسة النقد العربي السعودي.

ويمكن توضيح المعطيات التي في الجدول رقم (06) في الشكل الآتي:

شكل رقم (08): الائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص حسب النشاط الاقتصادي



المصدر: تقرير الاستقرار المالي لسنة 2018 لمؤسسة النقد العربي السعودي.

واصل القطاع المصرفي أداءه الجيد في خلال الفترة 2014-2018 على مختلف الأصعدة، وقد ساهمت مؤسسة النقد العربي السعودي في ذلك من خلال الرقابة والإشراف على النظام المصرفي بهدف تعزيز متانته وملاءته المالية والرقي بمستويات خدماته المصرفية، حيث ارتفع إجمالي الموجودات ارتفاعاً نسبياً ابتداءً من سنة 2014 أين بلغ 2.132.577 واستمر في الارتفاع حتى سنة 2018 أين بلغ إجمالي الموجودات 2.363.398 مليون ريال لدى البنوك ويظهر الأداء الجيد للمصارف التجارية في عام 2018 من خلال ارتفاع نشاطها العام، وتعزيز مراكزها المالية حيث زاد إجمالي موجوداتها بنسبة 2.5% ونمت ودائعها المصرفية بنسبة 2.6% ونمت أرباحها بنسبة 10.7% مقارنة بالعام السابق.

ويمكن توضيح ذلك من خلال تحليل بيانات المركز المالي الموحد للمصارف حيث حققت البنوك التجارية أداء جيد في عام 2018 فقد ارتفع إجمالي موجوداتها بنسبة 2.5% (57.6 مليار ريال) ليلعب 2,363.4 مليار ريال، مقارنة بنمو نسبته 2.2% (49.4 مليار ريال) في 2017 حسب الجدول الموالي.

جدول رقم (07): المركز المالي الموحد للمصارف التجارية (2014-2018)

(مليون ريال)

2018	2017	2016	2015	2014	
					الموجودات
218.566	239.371	236.704	146.238	213.073	الاحتياطيات المصرفية
221.085	242.362	225.838	316.710	251.613	الموجودات الأجنبية
352.063	301.135	227.428	124.977	98.949	مطلوبات على القطاع العام
1,434.891	1,393.699	1,405.474	1,371.925	1,256.210	مطلوبات على القطاع الخاص
1.041	2.600	4.436	2.904	2.254	مطلوبات على مؤسسات مالية غير نقدية
135.753	126.593	156.454	246.015	310.477	موجودات أخرى
2,363.398	2,305.760	2,256.334	2,208.768	2,132.577	إجمالي الموجودات
					المطلوبات
1,661.084	1,619.062	1,617.010	1,604.768	1,575.579	الودائع المصرفية
95.476	94.502	80.132	91.171	92.277	المطلوبات الأجنبية
303.887	317.604	298.895	270.964	248.111	رأس المال والاحتياطيات
48.349	43.677	40.363	42.683	40.159	الأرباح
254.60	230.915	219.933	199.182	176.451	مطلوبات أخرى

المصدر: من إعداد الباحثة التقرير الخامس والخمسون لمؤسسة النقد العربي السعودي.

3-2- الودائع المصرفية:

واصلت الودائع المصرفية نموها عبر السنين بشكل مطرد، حيث ارتفع إجمالي الودائع المصرفية خلال الفترة (2014-2018) ففي سنة 2014 بلغ إجمالي الودائع المصرفية 1.575 مليار ريال واستمر إجمالي الودائع في الارتفاع الى ان بلغ سنة 2018 حوالي 1.661 مليار ريال.

وباستعراض تطورات الودائع المصرفية حسب نوعها يلاحظ ارتفاع الودائع تحت الطلب في عام 2018 بنسبة 3.8% (37.7 مليار ريال) لتبلغ 1,037.8 مليار ريال مقارنة بارتفاع نسبته 2.7% (26 مليار ريال) في العالم السابق. وارتفع نصيبها المئوي في إجمالي الودائع من 61.8% في نهاية عام 2017 إلى 62.5% في نهاية 2018، بينما انخفضت الودائع والادخارية بنسبة 0.2% (8.8 مليار ريال) لتبلغ 439.0 مليار ريال مقارنة بانخفاض في العام السابق، نسبته 8.9% (43.8 مليار ريال) وانخفض نصيبها المئوي من إجمالي الودائع في نهاية عام 2018 إلى 26.4% مقارنة بنسبة 27.7% في نهاية العام السابق.

وبالنسبة للودائع الأخرى شبه النقدية (معظمها ودائع المقيمين بالعملة الأجنبية)، فقد ارتفعت في عام 2018 بنسبة 7.7% (13.1 مليار ريال) لتبلغ 184.3 مليار ريال) مقارنة بارتفاع نسبته 13.1% (19.8 مليار ريال) في العام السابق. وارتفع نصيبها المئوي من إجمالي الودائع في نهاية عام 2018 إلى 11.1% مقارنة بنسبة 10.6% في نهاية العام السابق.

جدول رقم (08): الودائع المصرفية خلال الفترة (2014-2018)

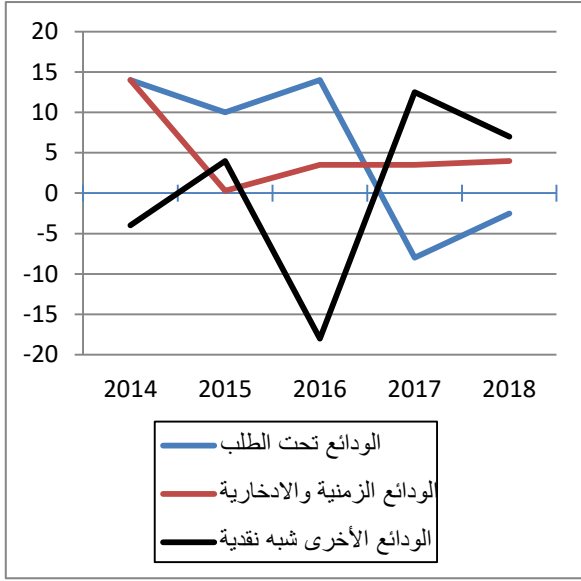
(مليون ريال)

2018	2017	2016	2015	2014	
					أولاً حسب النوع
1,037.790	1,000.105	974.094	976.231	989.174	الودائع تحت الطلب
439.023	447.827	491.595	434.501	398.743	الودائع الزمنية والادخارية
184.271	171.130	151.321	194.036	187.661	الودائع الأخرى شبه نقدية:
144.451	138.979	123.019	160.989	157.414	- الودائع بالعملة الأجنبية
25.380	18.496	18.052	16.284	14.028	- مقابل اعتقادات مستندية
0	51	81	14	70	- عمليات إعادة الشراء (ريبو)
14.440	13.604	10.169	16.749	16.150	التحويلات القائمة
					ثانياً: حسب القطاع
1,318.420	1,269.698	1,304.465	1,256.308	1,221.838	القطاع الخاص
342.664	349.364	312.546	348.459	353.740	القطاع العام
					ثالثاً: حسب العملة
1,516.633	1,480.083	1,493.991	1,443.778	1,418.165	الودائع بالعملة المحلية
144.451	138.979	123.019	160.989	157.414	الودائع بالعملة الأجنبية
1,661.084	1,619.062	1,617.010	1,604.768	1,575.579	إجمالي الودائع المصرفية

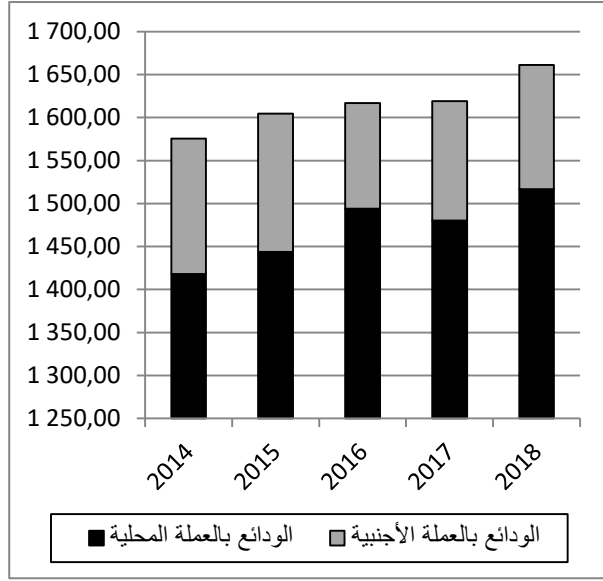
المصدر: التقرير السنوي الخامس والخمسون لمؤسسة النقد العربي السعودي.

ومن خلال الشكل رقم (09) يتبين لنا أن هناك ارتفاعاً ملحوظاً في كل من إجمالي الودائع بالعملة المحلية وإجمالي الودائع بالعملة المحلية خلال الفترة 2014-2018 حيث سجلت اعلي قيمة لإجمالي الودائع بالعملة المحلية عام 2018 أين بلغت قيمتها 1.516 مليار ريال، بينما بلغت اعلي قيمة لإجمالي الودائع بالعملة الأجنبية حوالي 160.989 وذلك في سنة 2015 ولكن سرعان ما انخفضت القيمة لتصل سنة 2018 ما يعادل 144.451.

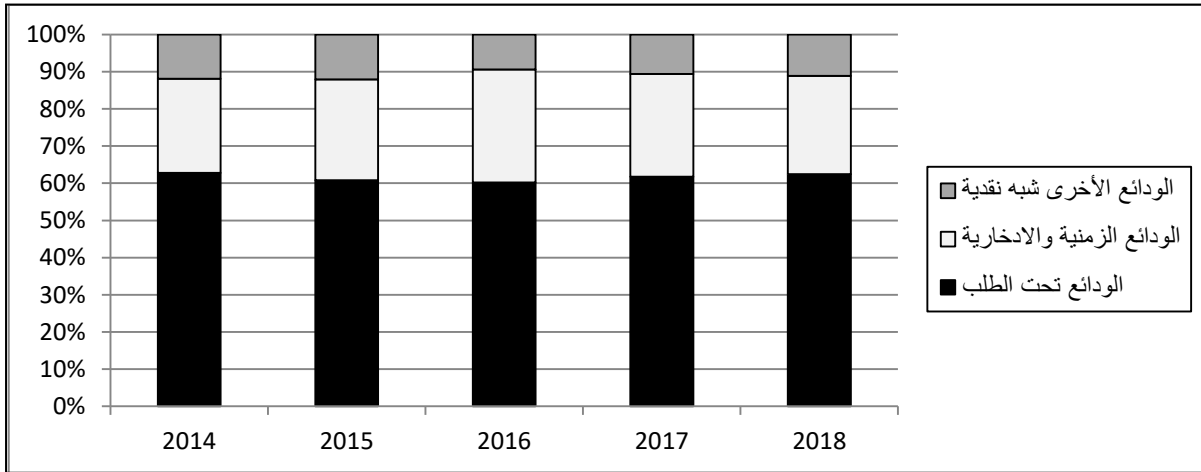
شكل رقم (10): معدلات نمو الودائع المصرفية



شكل رقم (09): الودائع حسب العملة



الشكل رقم (11): مكونات الودائع المصرفية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقرير الخامس والخمسون لمؤسسة النقد العربي السعودي.

المطلب الثاني: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في السعودية

تعد سوق الأوراق المالية السعودية من الأسواق حديثة النشأة مقارنة بأسواق الدول المتقدمة والأكثر نمو بين أسواق دول الخليج والشرق الأوسط.

1- نشأة سوق الأوراق المالية السعودية:

يعتبر نظام الشركات الصادر سنة 1965 المصدر المنظم لإصدار الأوراق المالية وفي سنة 1983 تم تنظيم السوق الثانوية والتي كان بموجبها يتم تداول أسهم الشركات عن طريق البنوك التجارية، ولقد شهد سوق الأوراق المالية السعودية تطوراً كبيراً؛ مر بثلاث مراحل أساسية تمثلت فيمايلي:⁽¹⁾

(1) سمية بلعيد، مرجع سبق ذكره، ص: 121.

▪ المرحلة الأولى: 1954 إلى أوائل الثمانينات:

حيث بلغ عدد شركات المساهمة حوالي 10 شركات برأسمال قدره 1,7 مليون ريال وكان تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر، وفي منتصف السبعينات برزت مكاتب الوساطة وازدادت عمليات بيع وشراء الأسهم مما أدى إلى ارتفاع حجم التداول ومع بداية عقد الثمانينات سجلت أسعار الأسهم في السوق مستويات عالية، وكان هناك حوالي 80 سمسار يقومون بدور الوساطة المالية في سوق الأسهم.

▪ المرحلة الثانية: 1985-2002:

وبعد أحداث " المناخ " في سوق الكويت 1982 ظهرت الحاجة إلى تنظيم ومراقبة هذا النشاط، فصدر مرسوم ملكي عام 1984 لتنظيم التداول عن طريق البنوك المحلية وتشكيل لجنة وزارية للإشراف على السوق، وتتكون من: وزير المالية ووزير التجارة ومحافظ مؤسسة النقد العربي السعودي انبثقت عنها لجنة إشراف مشكلة عن تلك الجهات⁽¹⁾. وقد أوكلت لمؤسسة النقد العربي السعودي مهمة المراقبة والمتابعة والإشراف اليومي على تداول الأسهم في السوق⁽²⁾.

وقد أصدرت مرسوماً في عام 1985 خص البنوك فقط بعمليات التداول بالأسهم ونشاط الوساطة، وتم في نفس العام إنشاء " الشركة السعودية لتسجيل الأسهم " برأس مال قدره 11 مليون ريال كتبت به البنوك بحصص تجارية متساوية وعملت الشركة كمركز تسجيل لكافة الأسهم المتداولة في السوق⁽³⁾.

وفي عام 1990 تم تطبيق أول نظام إلكتروني متكامل التداول والتسويات والمقاصة المعروفة (ESIS)^(*) واستمر العمل بهذا النظام حتى عام 2001 حيث استبدل بنظام " تداول " وهو نظام متطور من حيث آليات التداول والتسوية والمقاصة، وهو نظام يقوم على استمرارية إعطاء أوامر البيع والشراء لآخر سعر من خلال التوفيق بين هذين السعيرين مع إعطاء معلومات أخرى خاصة بحجم التداول وطبيعة المنشأة⁽⁴⁾.

(1) محي الدين سمير، مرجع سبق، ص:127.

(2) عمر عبو، مرجع سبق ذكره ص:168.

(3) محي الدين سمير، المرجع السابق، ص:127.

(*) ESIS: Electronic share Information system.

(4) منى قاسم، المرجع السابق، ص:240.

ويتيح هذا النظام فتح الحسابات في كل من البنوك ومركز الإيداع؛ ويتوجب على المستثمر فتح حساب إما في البنك أو في مركز الإيداع^(*)، ويمكن للمستثمرين فتح عدة حسابات مع بنك واحد أو عدة بنوك. وعن طريق نظام التداول يمكن القيام بجميع مهام الشركات مثل توزيع أسهم المنحة وتجزئة الأسهم والأرباح النقدية، فزيادة عدد الأسهم الناتجة عن إجراء في الشركة يظهر مباشرة في حسابات المساهمين، بحيث لا يضطر المستثمر إلى أن ينتظر حتى يستلم شهادته، كما يمكن إيداع الأرباح النقدية مباشرة في الحساب البنكي الخاص بالمستثمر.

■ المرحلة الثالثة: 2003 إلى 2005:

حيث في هذه المرحلة تأسست هيئة السوق المالية بموجب " نظام السوق المالية " المصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 1434/06/09 هـ الموافق لـ 2003/07/31 لتولي الدور الإشرافي والرقابي على الأطراف الخاضعة لإشراف الهيئة، وتعد هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتتولى الإشراف على تنظيم السوق المالية وتطويرها وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالي⁽¹⁾.

ومن بين المهام الأساسية للهيئة:⁽²⁾.

- تنظيم سوق الأوراق المالية وتطويرها وتنمية أساليب الجهات العاملة في تداول الأوراق المالية.
- حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة التي تنطوي على احتمال أو تدليس.
- العمل على تحقيق العدالة المصدقية والشفافية في الأوراق المالية.
- تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بتعاملات الأوراق المالية.
- تنظيم وإصدار الأوامر المالية ومراقبة التعامل بها.
- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الأطراف الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية.
- مراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.

^(*) مركز الإيداع: الشركة السعودية لتسجيل الأسهم.

⁽¹⁾ عمر عبور، مرجع سبق ذكره، ص: 169.

⁽²⁾ هيئة السوق المالية السعودية، التقرير السنوي 54، ص:

المطلب الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية السعودية وتطور أدائها

أولاً: الهيئة المنظمة لسوق الأوراق المالية:

قامت المملكة بمراجعة العديد من الأنظمة القائمة وتحديثها وإصدار أنظمة جديدة كجزء من التطورات التنظيمية الواسعة التي تهدف إلى مواكبة التطورات العالمية وتحسين البيئة الاستثمارية، وكان في مقدمة هذه الأنظمة إصدار " نظم السوق المالية " والذي يهدف إلى إعادة هيكلة السوق المالية بالمملكة وفق أحدث الأسس والمعايير الدولية المطبقة في هذا المجال، وتتمثل تنظيمات هذه السوق المالية فيما يلي:⁽¹⁾

1- مركز إيداع الأوراق المالية:

في عام 1985 تم إنشاء " الشركة السعودية لتسجيل الأسهم " وعملت الشركة كمركز تسجيل لكافة الأسهم المتداولة في السوق. وقد نص نظام السوق المالية على قيام السوق بإنشاء إدارة تسمى " مركز إيداع الأوراق المالية " وهي تمثل الجهة الوحيدة في المملكة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية السعودية المتداولة في السوق ونقلها وتسويقها ومقاصتها وتسجيل ملكيتها.

ويمكن للمركز أن يحتفظ بحسابات نقدية لتسوية مقاصة المعاملات، وتعد القيود المدونة في السجلات النهائية للمركز دليلاً وإثباتاً قاطعاً على ملكية الأوراق المالية المبينة فيها والأعباء والحقوق المتعلقة بها، وحتى يتم إنشاء المركز فإن وظائف مركز إيداع الأوراق المالية تتم عبر نظام الإيداع في سوق الأوراق المالية " تداول ".

2- لجنة الفصل في المنازعات:

وهي لجنة تختص بالفصل في المنازعات التي تقع في نطاق أحكام هذا النظام ولوائحه التنفيذية ولوائح الهيئة والسوق وقواعدها وتعليماتها في الحق العام والحق الخاص، ويكون لها جميع الصلاحيات الضرورية للتحقيق والفصل في الشكوى أو الدعوى بما في ذلك سلطة استدعاء الشهود وإصدار القرارات وفرض العقوبات والأمر بتقديم الأدلة والوثائق.

وتتكون اللجنة من مستشارين قانونيين متخصصين في فقه المعاملات في الأسواق المالية يتمتعون بالخبرة في القضايا التجارية والمالية والأوراق المالية، ويعين أعضاء اللجنة بقرار من المجلس لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد⁽²⁾.

(1) محي الدين سمير، المرجع السابق، ص:129.

(2) هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 54، نظام السوق المالية، ص:18.

3- إدارة التراخيص والتفتيش:

وهي تتولى دراسة طلبات التراخيص لشركات الوساطة المالية وغيرها التي تمارس عملها في سوق الأوراق المالية، بما في ذلك التعامل بالأوراق المالية وإدارة المحافظ المالية وتقديم الاستشارات المالية وحفظ الأصول إضافة إلى أي نشاط آخر تصنفه الهيئة على أنه من النشاطات الواجب الترخيص لها قبل مزاولتها، كما تتولى الإدارة التأكد من التزام الجهات المرخص لها بنظام السوق المالية ولوائح الهيئة وقواعدها.

4- إدارة الإشراف والمتابعة:

تقوم إدارة الإشراف والرقابة بمتابعة عمليات التداول للتأكد من التزام المشاركين في السوق باللوائح الصادرة عن هيئة السوق المالية، وتتولى كذلك التأكد من استيفاء الشركات المدرجة لشروط وضوابط الإفصاح المستمر، ومن مهام الإدارة كذلك مراقبة أعمال شركات الوساطة المالية للتأكد من قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية للمستثمرين.

ثانياً: تطور أداء سوق الأوراق المالية السعودية:

تعد سوق الأسهم السعودية من أكبر الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية وحجم التداول؛ يتبين ذلك من خلال ما يلي:

1- عدد الشركات المدرجة: يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية ويستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق فزيادة عدد الشركات المسجلة بالسوق يدل على طلب التمويل من سوق الأوراق المالية وإقبال الجمهور على هذه السوق بسبب تنوع الشركات فيها، مما يؤدي إلى زيادة حجم المعاملات وبالضرورة زيادة حجم السوق كذلك.

تعتبر سوق الأسهم السعودية من أكثر الأسواق العربية نشاطاً وذلك من خلال تنوع الشركات المدرجة فيه والتي تعرف بتنوعها؛ ويتم توزيعها على خمسة عشر (15) قطاعاً وهي:⁽¹⁾

- قطاع المصارف والخدمات المالية.
- قطاع الصناعات البتروكيمياوية.
- قطاع الاسمنت.
- قطاع التجزئة.
- قطاع الطاقة والمرافق الخدمية.

(1) www.Tadawel.com.sa, 10/09/2018, 13:55.

- قطاع الزراعة والصناعات الغذائية.
- قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات.
- قطاع التأمين.
- قطاع الاستثمار المتعدد.
- قطاع الاستثمار الصناعي.
- قطاع التشييد والبناء.
- قطاع التطوير العقاري.
- قطاع النقل.
- قطاع الإعلام والنشر.
- قطاع الفنادق والسياحة.

وبلغ عدد الشركات المدرجة في السوق الأسهم السعودية في سنة 2015: 158 شركة موزعة على الشكل التالي:

جدول رقم (09): عدد الشركات الخاصة بكل قطاع

عدد الشركة	القطاع
12	قطاع المصارف والخدمات المالية
14	قطاع الصناعات البتروكيماوية
14	قطاع الاسمنت
15	قطاع التجزئة
2	قطاع الطاقة والمرافق الخدمية
14	قطاع الزراعة والصناعات الغذائية
4	قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات
26	قطاع التأمين
7	قطاع شركات الاستثمار المتعدد
15	قطاع الاستثمار الصناعي
16	قطاع التشييد والبناء
8	قطاع التطوير العقاري
4	قطاع النقل
3	قطاع الإعلام والنشر
4	قطاع الفنادق والسياحة
158	15 قطاع

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ الاطلاع: 2016/01/15.

وفيما يلي الشركات المساهمة الأكثر نشاطا خلال عام 2018.

جدول رقم (10): الشركات المساهمة الأكثر نشاطا خلال عام 2018

الشركة	بيان	عدد الصفقات (*)	عدد الأسهم المتداولة (**)	قيمة الأسهم المتداولة (***)
دار الأركان		1,786.6	7	76.0
مصرف الإنماء		1,234.2	5.3	111.4
سابك		916.7	2.7	130.4

المصدر: التقرير السنوي الخامس والخمسون لمؤسسة النقد العربي السعودي، ص:116.

(*) ألف صفقة.

(**) مليار سهم.

(***) مليار ريال.

من خلال الجدول رقم 10 والذي يبين الشركات المساهمة الأكثر نشاطا خلال عام 2018 يتضح لنا أنه بالنسبة للشركات المساهمة الثلاث الأكثر نشاطا من حيث عدد الصفقات المنجزة (المنفذة) في عام 2018 جاء في مقدمتها شركة دار الأركان بنحو 1.8 مليون صفقة يليها مصرف الإنماء بحوالي 1.2 مليون صفقة، فيما جاءت شركة سابك في المرتبة الثالثة من حيث عدد الصفقات المنفذة بنحو 916.7 ألف صفقة، ومن حيث قيمة الأسهم المتداولة جاءت شركة سابك في المقدمة بنحو 130.4 مليار ريال يليها مصرف الإنماء بنحو 111.4 مليار ريال ثم شركة دار الأركان بنحو 76 مليار ريال، وأما من حيث عدد الأسهم المتداولة فقد أتت في صدارتها شركة دار الأركان بنحو 7 مليار سهم يليها مصرف الإنماء بنحو 5.3 مليار سهم ثم شركة كيان السعودية بنحو 2.7 مليار.

2- القيمة السوقية:

تعد سوق الأوراق المالية السعودي أكبر الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية أو ما يعرف ب" برسملة السوق " ويشير هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق، ويقاس من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي، ويعكس هذا المعدل مستوى نشاطها فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع الأسعار الذي يكون انعكاسا لاتساع حجم المعاملات المالية⁽¹⁾.

وفيما يلي تطور القيمة السوقية في سوق الأسهم السعودي خلال (1996-2018):

(1) صبرينة عتروس، سهيلة عتروس، استخدام منهجية box Jenkins للتنبؤ ببعض مؤشرات سوق الأسهم السعودي، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 23، جوان 2018، ص:80.

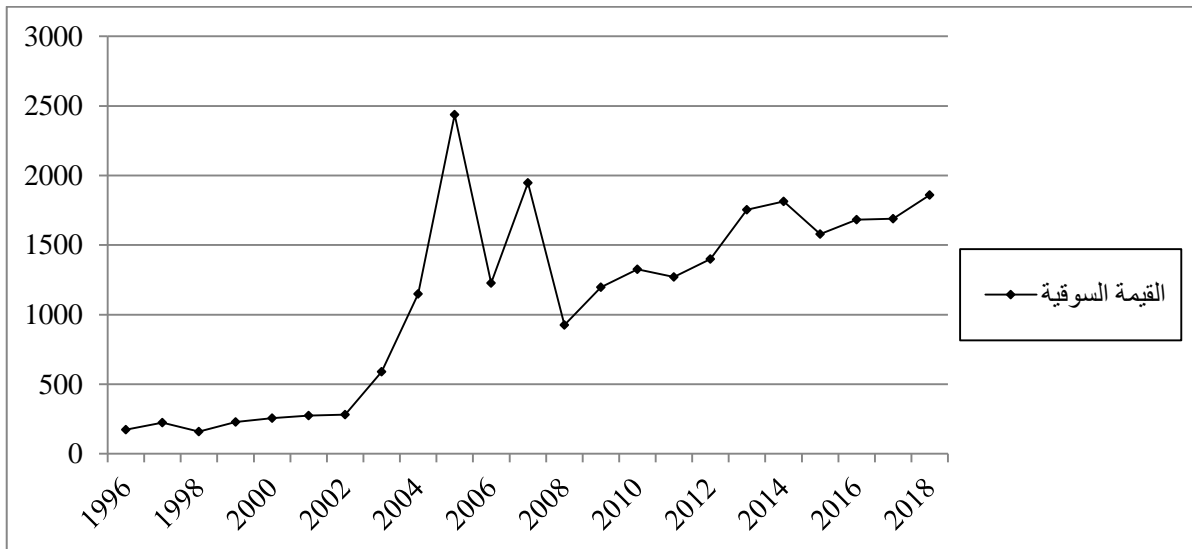
جدول رقم (11): تطور القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية السعودية

(مليار ريال)

السنة	القيمة السوقية	السنة	القيمة السوقية
1996	172	2008	925
1997	223	2009	1196
1998	160	2010	1325
1999	229	2011	1271
2000	255	2012	1400
2001	275	2013	1753
2002	281	2014	1813
2003	590	2015	1579
2004	1149	2016	1682
2005	2438	2017	1690
2006	1226	2018	1859
2007	1946		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ الاطلاع: 2018/09/10.

الشكل رقم (12): تطور القيمة السوقية خلال الفترة 1996-2018



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات الموضحة في الجدول أعلاه

من خلال الشكل نستخلص مايلي:

خلال الفترة 1996-2005 شهدت القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية السعودية تطوراً مستمراً وبلغت ذروتها سنة 2005 إذ قدرت بـ 2438 مليار ريال محققة بذلك قفزة نوعية بالمقارنة مع السنوات السابقة.

وفي سنة 2006 وبسبب أزمة الفقاعة المالية التي هزت سوق الأوراق المالية السعودية انخفضت القيمة السوقية انخفاضاً كبيراً، إذ انتقلت من 2438 مليار خلال سنة 2005 لتصل إلى 1226 مليار ريال سنة 2006 أي خسرت نصف القيمة تقريباً.

وفي سنة 2007 شهدت القيمة السوقية ارتفاعاً إذ بلغت 1946 مليار ريال لكن سرعان ما انخفضت سنة 2008 بسبب الأزمة المالية العالمية، إذ انخفضت مجدداً بنصف القيمة تقريباً لتصل إلى 925 مليار ريال، وبعد سنة 2008-2018 أخذت القيمة السوقية في الارتفاع تدريجياً إلى أن بلغت سنة 2014 قيمة 1813 مليار ريال، لتعاود بعدها الانخفاض حتى سنة 2017 ولترتفع بعدها مباشرة لتصل إلى قيمة 1859 سنة 2018.

3- حجم التداول:

وهو ما يعرف كذلك بقيمة الأسهم المتداولة أو القيمة الإجمالية للتداول حيث يعكس حجم التداول مدى سيولة السوق وهو عبارة عن قيمة الأسهم التي تم تداولها في قاعة السوق بمختلف الأسعار خلال فترة زمنية معينة.

3-1- تطور عدد وقيمة الأسهم المتداولة (1996-2018):

يوضح الجدول التالي تطور عدد وقيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة (1996-2018):

جدول رقم (12): تطور عدد وقيمة الأسهم المتداولة

السنة	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	قيمة الأسهم المتداولة	السنة	عدد الأسهم المتداولة (مليون)	قيمة الأسهم المتداولة
1996	138	25397	2008	58727	1962946
1997	314	62060	2009	56685	1264012
1998	295	51509	2010	33255	759184
1999	528	56579	2011	48545	1098836
2000	555	65293	2012	86006	1929318
2001	692	83601	2013	52306	1369666
2002	1736	133787	2014	70118	2146512
2003	5566	596510	2015	65920	1660622
2004	10298	1773859	2016	67729	1156986
2005	12281	4138696	2017	43969	836275
2006	68515	5261851	2018	37791	870870
2007	57829	2557713			

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ

الإطلاع: 2018/09/10.

3-2- تداول الأسهم حسب القطاعات (2008-2018):

وفيما يلي سيعرض لحجم تداول الأسهم حسب القطاعات حيث شهدت هذه الأخيرة تغيراً في عددها ابتداءً من سنة 2016 أين انتقل عدد القطاعات من 15 قطاعاً ليصل إلى 20 قطاعاً.

جدول رقم (13): عدد الصفقات المنفذة حسب القطاعات (2008-2015)

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
2,835.705	2,820.487	1,407.098	1,960.658	997.185	1,377.416	2,390.587	5,220.334	المصاريف والخدمات المالية
1,015.947	1,701.761	2,358.155	2,176.374	838.066	556.895	348.648	486.357	الاسمنت
1,370.439	1,646.798	1,430.805	3,825.763	1,258.427	772.037	1,852.364	4,471.590	الاتصالات وتقنية المعلومات
6,671.719	8,513.764	8,311.470	13,036.692	6,958.028	4,903.806	8,584.512	7,635.319	التأمين
3,346.015	3,459.832	2,462.284	4,484.652	4,073.776	3,865.678	5,934.437	5,897.266	الصناعات البتروكيمياوية
1,774.450	2,666.042	2,555.669	1,392.954	962.250	710.870	2,225.151	1,799.590	التجزئة
214.096	204.358	134.349	220.664	212.509	206.128	197.192	292.680	الطاقة والمرافق الخدمية
1,998.068	3,411.934	2,269.124	3,047.913	3,004.822	1,523.391	3,468.632	2,526.335	الزراعة والصناعات الغذائية
851.341	1,194.942	821.993	2,164.189	1,549.201	929.779	2,129.750	1,319.867	شركات الاستثمار المتعددة
2,625.075	2,690.910	1,808.681	2,028.222	1,647.077	1,777.365	2,962.994	5,024.430	الاستثمار الصناعي
2,321.291	2,779.761	1,391.109	2,323.580	1,683.342	1,254.684	2,796.187	3,301.227	التشييد والبناء
2,685.015	2,358.755	2,270.406	3,545.982	1,231.173	1,131.801	1,655.990	2,028.873	التطور العقاري
1,438.695	840.417	672.497	924.123	518.054	262.526	900.705	883.254	النقل
727.511	479.742	378.676	371.967	297.591	110.738	381.941	226.389	الإعلام والنشر
568.836	991.588	695.378	601.315	315.432	153.029	629.236	222.460	الفنادق والسياحة
30,444.203	35,761.091	28,967.694	42,105.048	25,546.933	19,536.143	36,458.326	52,135.929	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ

الإطلاع: 2018/09/10.

من خلال الجدول يتضح لنا أنه منذ سنة 2008-2015 شهدت كل القطاعات انخفاضاً ملحوظاً وتأتي في مقدمتها قطاع المصارف والخدمات المالية، حيث قفز عدد الصفقات المنفذة من 5,220.334 صفقة إلى 2,835.705 صفقة سنة 2014، أما بالنسبة لقطاعي الفنادق والسياحة وقطاع الإعلام والنشر فقد شهد ارتفاعاً في عدد الصفقات المنفذة خلال هذه الفترة.

خلال سنة 2016 ارتفع عدد القطاعات ليصل إلى 20 قطاعاً كما وشهدت عدد الصفقات المنفذة في سنة 2017 انخفاضاً مقارنة بسنة 2018 في كل القطاعات ما عدا قطاع الصناديق العقارية المتداولة، حيث قفز عدد الصفقات من 18.718 صفقة إلى 978.114 صفقة سنة 2017 إلى جانب قطاع الاستثمار والتمويل الذي عرف هو الآخر زيادة في عدد الصفقات المنفذة سنة 2017. كما يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم (14): عدد الصفقات المنفذة حسب القطاعات (2016-2017)

(ألف سهم)

2018	2017	2016	
886.292	518.454	717.204	الطاقة
5,864.004	4,155.085	5,630.030	المواد الأساسية
1,571.721	1,402.547	1,656.752	السلع الرأسمالية
282.175	361.254	488.253	الخدمات التجارية والمهنية
460.909	452.922	636.778	النقل
474.482	474.704	606.657	السلع طويلة الأجل
759.846	763.063	1,074.312	الخدمات الاستهلاكية
505.088	627.573	801.667	الإعلام
730.262	636.244	897.144	تجزئة السلع الكمالية
406.063	381.189	541.434	تجزئة الأغذية
1,211.203	1,303.805	1,701.284	إنتاج الأغذية
523.646	332.261	428.437	الرعاية الصحية
44.773	46.989	44.822	الأدوية
2,791.476	2,116.488	2,295.481	البنوك
304.103	369.749	244.728	الاستثمار والتمويل
3,643.689	4,317.892	6,335.228	التأمين

933.942	569.759	705.716	الاتصالات
240.574	267.473	241.766	المرافق العامة
590.885	978.114	18.718	الصناديق العقارية المتداولة
2,786.752	1,819.716	2,207.274	إدارة وتطور العقارات
25,011.885	21,895.281	27,273.685	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الالكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ الاطلاع: 2018/09/10.

3-3- قيمة الأسهم المتداولة حسب القطاعات خلال الفترة (2008-2018):

سنعرض لتطور قيمة الأسهم المتداولة حسب القطاعات من خلال الجدول رقم (15) والذي يمثل قيمة الأسهم المتداولة وذلك حسب 15 قطاعا، بينما يمثل الجدول رقم 16 قيمة الأسهم المتداولة وذلك حسب 20 قطاعا.

جدول رقم (15): قيمة الأسهم المتداولة حسب القطاعات (2008-2015)

(مليون ريال)

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
295.376	279.707	132.758	163.040	73.554	98.732	149.423	208.979	المصاريف والخدمات المالية
47.016	78.936	85.882	70.160	33.061	14.909	12.500	26.696	الاسمنت
87.533	148.413	90.017	194.686	54.478	35.169	74.876	154.128	الاتصالات وتقنية المعلومات
210.553	319.073	266.838	451.044	197.467	90.345	201.112	153.057	التأمين
270.394	332.612	196.356	311.181	329.392	287.301	299.899	350.697	الصناعات البتروكيماوية
76.452	129.828	98.379	48.702	29.258	17.796	55.274	33.233	التجزئة
14.026	16.337	9.608	18.210	13.374	13.850	8.220	11.759	الطاقة والمرافق الخدمية
82.255	171.529	93.287	122.738	108.339	41.186	94.172	57.943	الزراعة والصناعات الغذائية
33.613	63.045	33.737	86.826	54.166	27.649	56.559	36.140	شركات الاستثمار المتعددة

142.651	162.773	79.879	82.987	64.966	51.357	99.909	128.062	الاستثمار الصناعي
85.051	131.561	54.671	90.316	55.045	34.942	86.292	96.454	التشييد والبناء
187.634	198.437	147.941	211.562	47.060	32.111	66.086	83.085	التطور العقاري
72.283	48.277	33.555	45.583	19.433	8.402	30.308	46.270	النقل
25.538	18.669	13.387	13.439	9.709	1.989	11.393	6.615	الإعلام والنشر
30.245	47.297	33.372	18.843	9.432	3.446	17.989	5.706	الفنادق والسياحة
1,660.621	2,146.512	1,369.666	1,929.318	1,098.836	759.184	1,264.011	1,962.946	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ الاطلاع: 2018/09/10.

من خلال الجدول رقم (15) والذي يبين قيمة الأسهم المتداولة حسب القطاعات خلال الفترة 2008-2018 يتضح مايلي:

من سنة 2008-2015 شهدت معظم القطاعات ارتفاعا وبوتيرة نسبية وجاء قطاع الفنادق والسياحة في المركز الأول؛ حيث ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة فيه من 5706 إلى 30245 سنة 2015 قم يليه قطاع الإعلام والنشر في المركز الثاني من حيث ارتفاع قيمة الأسهم المتداولة، حيث ارتفعت القيمة من 6615 مليار ريال لتصل إلى 25538 مليون ريال سنة 2015.

أما خلال سنتي 2016 و2017 وبعد زيادة عدد القطاعات فشهدت جميع القطاعات انخفاضا في قيمة الأسهم المتداولة ما عدا قطاع الصناديق العقارية المتداولة التي عرفت ارتفاعا ملحوظا في قيمة الأسهم المتداولة، حيث بلغت القيمة خلال سنة 2016 حوالي 446 مليون ريال لترتفع بعد ذلك وتبلغ نحو 27.903 مليون ريال سنة 2017، كما هو موضح في الجدول الموالي:

جدول رقم (16): قيمة الأسهم المتداولة حسب القطاعات (2016-2018)

2018	2017	2016	
27.037	19.041	34.367	الطاقة
273.484	191.317	300.654	المواد الأساسية
26.262	31.456	46.017	السلع الرأسمالية
6.545	9.058	16.349	الخدمات التجارية والمهنية
10.505	13.341	23.276	النقل
6.634	9.982	14.787	السلع طويلة الأجل
16.835	25.662	41.256	الخدمات الاستهلاكية
10.607	14.053	23.379	الإعلام
16.646	15.789	27.075	تجزئة السلع الكمالية
7.136	9.001	14.255	تجزئة الأغذية
26.022	36.847	56.171	إنتاج الأغذية
13.920	10.636	18.296	الرعاية الصحية
956	1.273	1.507	الأدوية
221.666	194.865	219.355	البنوك
4.443	7.281	6.155	الاستثمار والتمويل
62.862	99.035	159.195	التأمين
26.118	19.147	31.761	الاتصالات
7.144	11.428	11.565	المرافق العامة
7.126	27.902	446	الصناديق العقارية المتداولة
98.921	89.163	111.125	إدارة وتطوير العقارات
870.870	836.275	1,156.987	المجموع

المصدر: الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ الاطلاع: 2018/09/10.

3-4- عدد الأسهم المتداولة حسب القطاعات خلال الفترة (2008-2018):

سنتطرق لتطور عدد الأسهم المتداولة حسب القطاعات خلال الفترة (2008-2018) حيث قمنا بتقسيم هذه الفترة إلى قسمين من خلال الجدول رقم (17) الذي يمثل تطور عدد الأسهم حسب 15 قطاعاً، بينما يمثل الجدول رقم (18) تطور عدد الأسهم حسب 20 قطاعاً.

جدول رقم (17): عدد الأسهم المتداولة حسب القطاعات (2008-2015)

(ألف سهم)

2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
12,404.757	9,800.974	6,417.086	9,493.692	4,701.567	5,873.451	8,896.993	9,391.260	المصاريف والخدمات المالية
1,753.432	2,373.263	3,190.429	2,879.580	1,632.920	624.106	259.482	378.923	الاسمنت
4,902.202	8,075.815	5,873.503	13,697.444	4,330.354	1,952.623	4,736.038	6,055.200	الاتصالات وتقنية المعلومات
7,439.970	8,485.762	6,341.119	11,475.455	7,142.815	3,097.740	5,424.229	2,972.849	التأمين
9,140.904	10,866.373	6,017.853	10,970.890	9,400.383	9,492.643	10,949.133	7,750.592	الصناعات البتروكيمياوية
1,369.672	1,936.044	2,016.144	1,676.391	1,164.792	574.157	2,154.417	1,060.202	التجزئة
768.661	980.297	663.980	1,236.382	945.864	1,041.473	680.066	787.981	الطاقة والمرافق الخدمية
2,515.971	3,866.976	2,747.495	3,516.565	3,804.500	1,212.304	3,761.068	1,980.596	الزراعة والصناعات الغذائية
1,657.215	2,364.293	1,717.126	4,198.739	3,180.726	2,431.581	4,286.439	1,786.103	شركات الاستثمار المتعددة
3,729.523	3,778.332	1,989.378	2,141.702	2,179.778	2,037.377	4,597.359	3,957.142	الاستثمار الصناعي
3,407.708	4,056.623	2,217.130	3,968.175	2,599.418	1,407.785	2,936.193	1,619.758	التشييد والبناء
13,811.775	11,262.450	11,053.991	17,566.177	5,281.185	2,737.315	5,034.685	3,571.172	التطور العقاري
1,743.176	1,272.084	1,250.537	2,337.036	1,438.323	555.628	1,930.189	1,929.982	النقل
820.671	373.466	285.520	303.582	364.658	93.733	454.776	236.969	الإعلام والنشر
454.424	625.870	524.746	444.584	377.422	123.230	584.500	200.329	الفنادق والسياحة
1,660.621	2,146.512	1,369.666	1,929.318	1,098.836	759.184	1,264.011	1,962.946	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ الاطلاع: 2018/09/10.

يتضح من خلال الجدول رقم (17) أن عدد الأسهم المتداولة حسب القطاعات من سنة 2008-2015 شهدت ارتفاعاً في معظم القطاعات، ومن خلال الجدول نلاحظ أن قطاع التأمين كان أنشط القطاعات خلال هذه الفترة فقد قفز عدد الأسهم المتداولة من 2,972.284 سهم سنة 2008 ليصل سنة 2012 إلى 11,475.455 ليشهد بعد ذلك انخفاضاً في عدد الأسهم ليصل سنة 2015 إلى

7,439.970. وخلال سنتي 2016 و2017 وبعد زيادة عدد القطاعات شهدت معظم القطاعات ارتفاعا في عدد الأسهم المتداولة، وكان قطاع البنوك هو الأكثر نشاطا حيث بلغ عدد الأسهم حوالي 14.18 مليار سهم يليه قطاع المواد الأساسية بنحو 14 مليار سهم يليه إدارة وتطوير العقارات بنحو 12 مليار سهم في المركز الثالث.

كما هو موضح في الجدول الموالي:

جدول رقم (18): عدد الأسهم المتداولة حسب القطاعات (2016-2018) (ألف سهم)

2018	2017	2016	
949.825	941.933	1,369.982	الطاقة
9,111.927	7,380.516	14,184.189	المواد الأساسية
1,374.738	2,229.836	3,229.523	السلع الرأسمالية
234.672	371.080	637.957	الخدمات التجارية والمهنية
462.022	576.353	1,006.462	النقل
492.859	767.759	1,081.933	السلع طويلة الأجل
668.704	850.837	1,187.085	الخدمات الاستهلاكية
173.814	330.885	640.142	الإعلام
504.790	546.432	989.089	تجزئة السلع الكمالية
275.995	325.068	503.362	تجزئة الأغذية
841.494	1,435.153	2,726.439	إنتاج الأغذية
310.749	200.050	304.226	الرعاية الصحية
30.862	36.302	47.518	الأدوية
8352.336	9,335.335	14,186.765	البنوك
312.385	443.991	506.320	الاستثمار والتمويل
2,740.519	4,761.186	9,559.736	التأمين
1,799.560	1,412.497	2,600.399	الاتصالات
364.740	476.558	606.629	المرافق العامة
717.881	1,864.803	37.267	الصناديق العقارية المتداولة
8,071.613	9,681.979	12,327.104	إدارة وتطوير العقارات
37.791.485	43968.552	67.729.166	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد التقرير السنوي الرابع والخمسون لمؤسسة النقد العربي السعودي.

3-5- تداول الأسهم حسب القطاعات خلال سنة 2018:

يمثل الجدول رقم (19) تداول الأسهم حسب القطاعات خلال سنة 2018 في سوق الأوراق المالية السعودية.

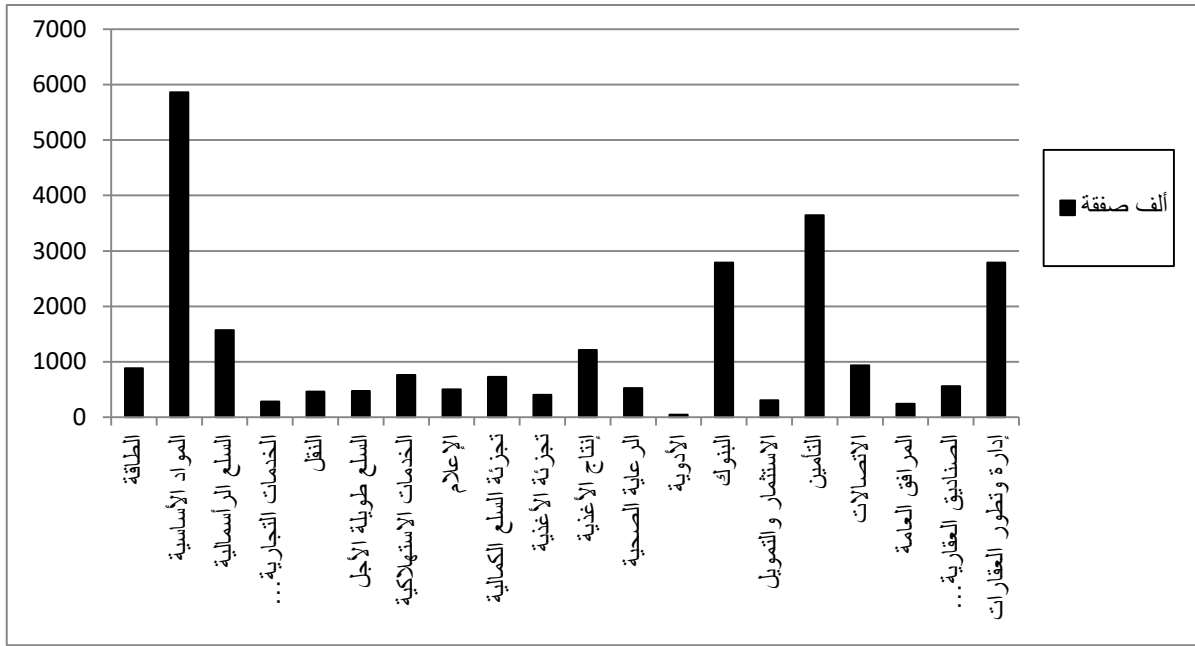
جدول رقم (19): نشاط سوق الأسهم السعودية حسب القطاعات خلال عام 2018

عدد الصفقات المنفذة		قيمة الأسهم المتداولة		عدد الأسهم المتداولة		القطاع
النسبة الإجمالي (%)	ألف صفقة	النسبة الإجمالي (%)	مليار ريال	النسبة الإجمالي (%)	مليون سهم	
3.5	886.3	3.1	27.0	2.5	949.8	الطاقة
23.4	5,864.0	31.4	273.5	24.1	9,111.9	المواد الأساسية
6.3	1,571.7	3.3	26.3	3.6	1,374.7	السلع الرأسمالية
1.1	282.2	0.8	6.5	0.6	234.7	الخدمات التجارية والمهنية
1.8	460.9	1.2	10.5	1.2	462.0	النقل
1.9	474.5	0.8	6.6	1.3	492.9	السلع طويلة الأجل
3.0	759.8	1.9	16.8	1.8	668.7	الخدمات الاستهلاكية
2.0	505.1	1.2	10.6	0.5	173.8	الإعلام
2.9	730.3	1.9	16.6	1.3	504.8	تجزئة السلع الكمالية
1.6	406.1	0.8	7.1	0.7	276.0	تجزئة الأغذية
4.8	1,211.2	3.0	26.0	2.2	841.5	إنتاج الأغذية
2.1	523.6	1.6	13.9	0.8	310.7	الرعاية الصحية
0.2	44.8	0.1	1.0	0.1	30.9	الأدوية
11.2	2,791.5	25.5	221.7	22.1	8,352.3	البنوك
1.2	304.1	0.5	4.4	0.8	312.4	الاستثمار والتمويل
14.6	3,643.7	7.2	62.9	7.3	2,740.5	التأمين
3.7	933.9	3.0	26.1	4.8	1,799.6	الاتصالات
1.0	240.6	0.8	7.1	1.0	364.7	المرافق العامة
2.4	560.9	0.8	7.1	1.9	717.9	الصناديق العقارية المتداولة
11.1	2,786.8	11.4	98.9	21.4	8,071.6	إدارة وتطور العقارات
100.0	25,011.9	100.0	870.9	100.0	37,791.5	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقرير السنوي الخامس والخمسون لمؤسسة النقد العربي السعودي.

وبناء على الجدول رقم (19) يمكن توضيح أكثر للمعطيات الواردة في الجدول المتعلقة بعدد الصفقات المنفذة حسب القطاعات خلال سنة 2018 من خلال الشكل رقم (13) وكذلك توضيح المعطيات المتعلقة بعدد الأسهم المتداولة حسب القطاعات خلال سنة 2018 من خلال الشكل رقم (14) بينما يمثل الشكل رقم (15) قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية خلال سنة 2018 حسب القطاعات.

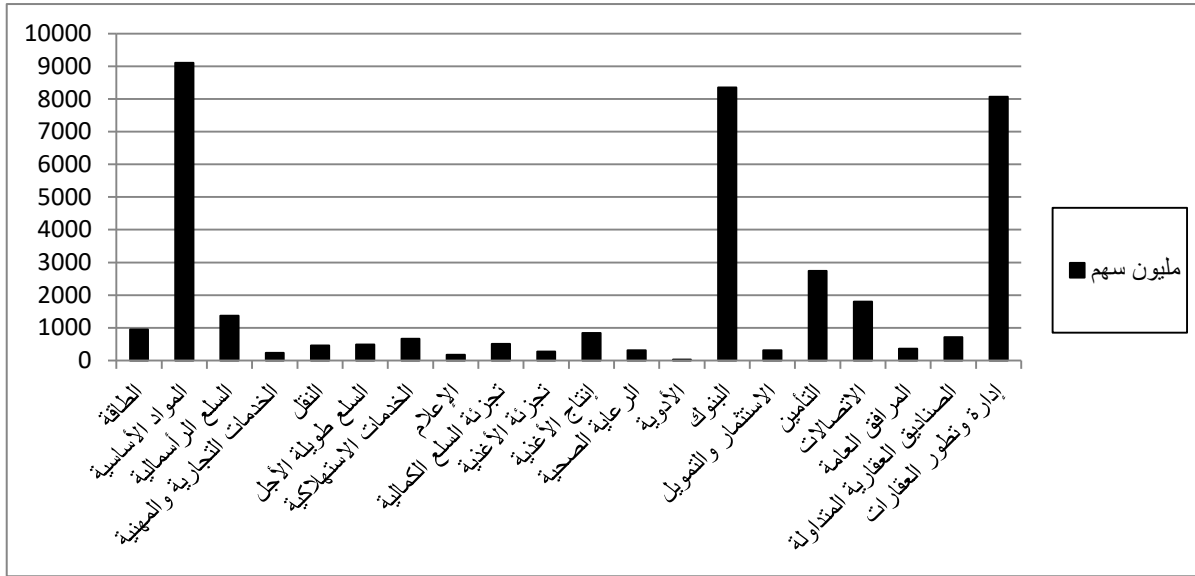
الشكل رقم (13): عدد الصفقات المنفذة حسب القطاعات خلال سنة 2018



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات الموضحة في الجدول أعلاه.

من خلال الشكل يتضح أنه في سنة 2018 وبالنظر إلى أداء السوق الرئيسية حسب عدد الصفقات المنفذة في عام 2018، كان لقطاع المواد الأساسية النصيب الأكبر بعدد 5.9 مليون صفقة تمثل ما نسبته 23.4% من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال العام، يليه قطاع التأمين بعدد 3.6 مليون صفقة تمثل ما نسبته 14.6%، وحل في المرتبة الثالثة قطاع البنوك بنحو 2.8 مليون صفقة تمثل ما نسبته 11.2%.

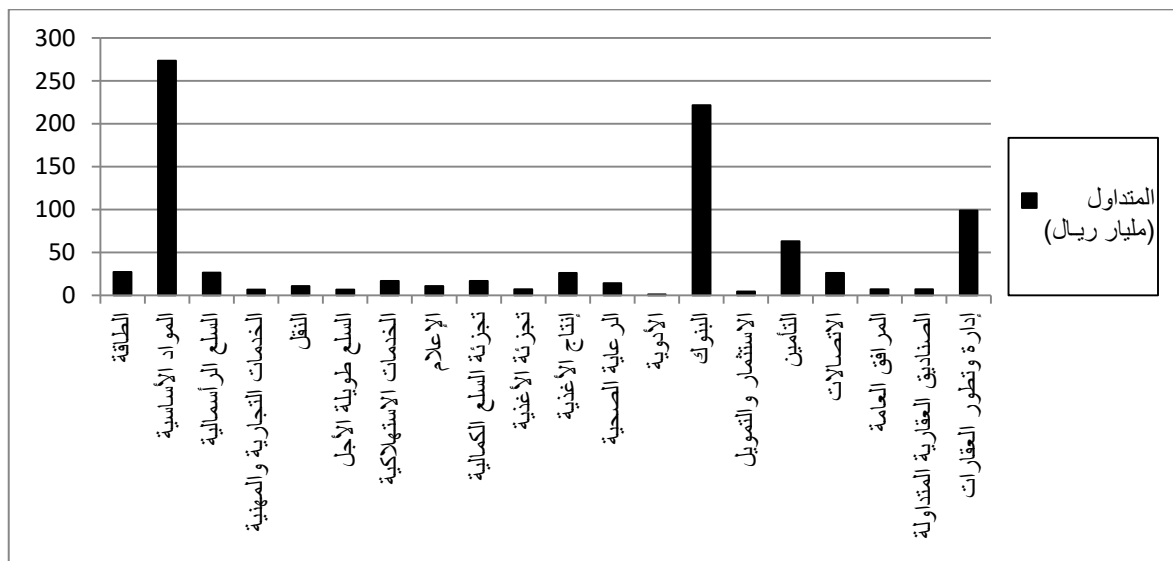
الشكل رقم (14): عدد الأسهم المتداولة حسب القطاعات خلال سنة 2018



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات الموضحة في الجدول أعلاه.

من خلال الشكل أعلاه يتضح لنا أن نسبة نشاط القطاعات فيما يتعلق بعدد الأسهم المتداولة في 2018؛ فقد كان قطاع المواد الأساسية أكثر القطاعات نشاطاً من حيث عدد الأسهم المتداولة إذ بلغ عدد الأسهم المتداولة في القطاع نحو 9.1 مليار سهم تمثل ما نسبته 24.1% من إجمالي عدد الأسهم المتداولة، وجاء قطاع البنوك في المرتبة الثالثة من حيث إجمالي عدد الأسهم المتداولة بنحو 8.4 مليار سهم تشكل ما نسبته 22.1%، وحل في المرتبة الثالثة قطاع إدارة وتطوير العقارات بنحو 8.1 مليار سهم تشكل ما نسبته 21.4%

الشكل رقم (15): قيمة الأسهم المتداولة حسب القطاعات خلال 2018



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات الموضحة في الجدول أعلاه.

من حيث قيمة الأسهم المتداولة خلال عام 2018 فقد احتل قطاع المواد الأساسية المرتبة الأولى بقيمة بلغت نحو 2735 مليار ريال تمثل ما نسبته 31.4% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة، وحل قطاع البنوك في المرتبة الثانية بقيمة بلغت حوالي 221.7 مليار ريال تمثل ما نسبته 25.5%، فيما حل قطاع إدارة وتطوير العقارات في المرتبة الثالثة بقيمة تعادل بنحو 98.9 مليار ريال تمثل ما نسبته 11.4%

4- مؤشرات السوق:

يعطي مؤشر السوق فكرة عامة عن اتجاه السوق حيث يمثل المقياس الذي يتمكن من خلاله المستثمر من معرفة وضع لتحديد اتجاه قوى البيع أو الشراء والمستوى العام لارتفاع وانخفاض أسعار الشركات المدرجة في السوق، وتختلف الكيفية التي من خلالها يحسب المؤشر، فإما أن يؤخذ حين حسابه بأسعار جميع الأسهم المدرجة أو جزء منها كعينة يرجى منها أن تعكس واقع السوق إجمالاً.

وربما يحسب المؤشر من خلال حاصل قسمة إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق في ذلك اليوم على إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في المؤشر لفترة سابقة، وهذا ما يعرف بالمؤشر المرجح بأوزان القيمة السوقية ويمكن أن يحسب المؤشر بطرق أخرى، منها متوسط الأسعار باحتساب إجمالي أسعار أسهم مختارة مقسوماً على عدد هذه العينة من الأسهم ويقاس المؤشر العام (TASI)^(*) في السعودية مستوى الأسعار العام للشركات مقوماً بالقيمة السوقية للأسهم الحرة لكل الشركات المدرجة في السوق، أما مؤشر قطاع التجزئة فهو مؤشر خاص بقياس مستوى الأسعار العام لشركات التجزئة المتداولة في السوق، ومثال ذلك مؤشر قطاع التأمين لشركات التأمين وهكذا في بقية القطاعات.

جدول رقم (20): تطور المؤشر العام للأسعار

(مليار ريال)

السنة	المؤشر العام	السنة	المؤشر العام
1996	153.100	2008	480.299
1997	185.780	2009	612.176
1998	141.310	2010	662.075
1999	202.853	2011	641.773
2000	225.829	2012	680.122

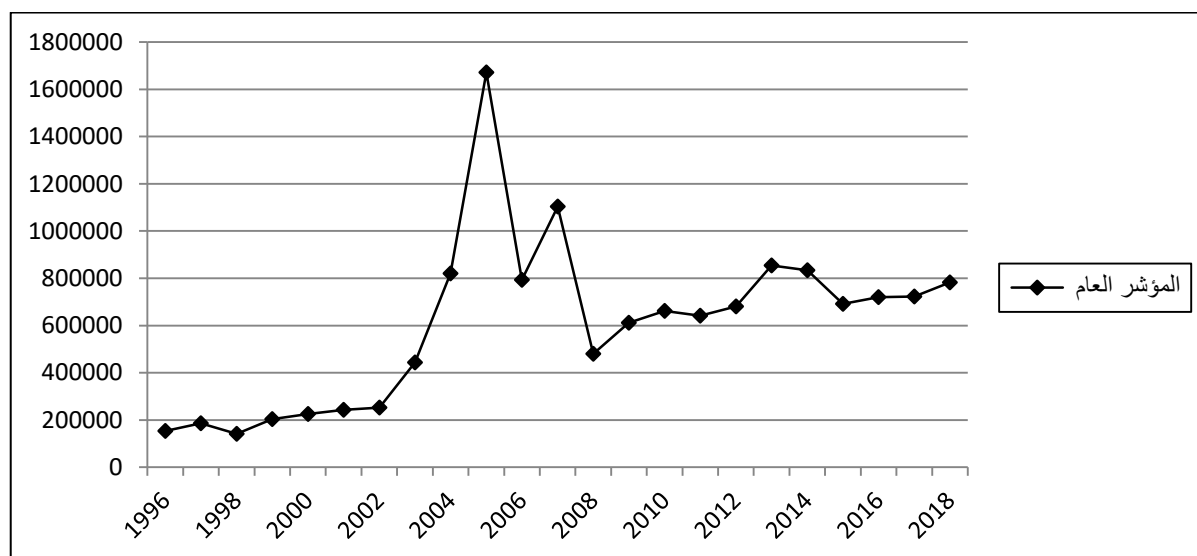
(*) المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية اختصاراً لـ Tadawel All Share Index.

853560	2013	243.011	2001
833.330	2014	251.808	2002
691.176	2015	443.758	2003
720.043	2016	820.623	2004
722.632	2017	1671.264	2005
782.673	2018	793.329	2006
		1103.866	2007

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الالكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawel.sa تاريخ الاطلاع: 2018/09/10.

ويمكن تمثيل المعطيات الواردة في الجدول رقم (20) من خلال الشكل رقم (16) والذي يمثل تطور المؤشر العام للأسعار.

الشكل رقم (16): تطور المؤشر العام للأسعار



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على البيانات الموضحة في الجدول أعلاه.

من خلال الشكل يتضح لنا أن المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية في تطور مستمر إلا أنه في 2006 شهد تراجعاً ملحوظاً حيث أغلق المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية عند مستوى 793.329 نقطة في نهاية عام 2006 مقارنة مع 1,671.264 نقطة في نهاية 2005 متراجعا بنسبة 52.53% ويفسر تراجع أداء السوق خلال عام 2006 بحدوث ظاهرة " الفقاعة المالية " ثم عاود المؤشر الارتفاع، حيث أغلق المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية عند مستوى 1,103.899 نقطة نهاية 2007 مقارنة بـ 793.329 نقطة نهاية عام 2006.

في نهاية عام 2008 أغلق المؤشر العام للأسعار عند مستوى 480.299 مقارنة بـ 1,103.866 نقطة في نهاية عام 2007 منخفضاً بـ 623.567 (56.49%)، ويفسر هذا التراجع بسبب الأزمة المالية العالمية وبعد سنة 2006 واصل المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية في الارتفاع مع تغير نسبي ليصل عام 2014 عند مستوى 833.330 نقطة بعدها عاود الانخفاض، ففي نهاية عام 2008 أغلق المؤشر العام عند مستوى 782.673 نقطة مع تزايد ملحوظ مقارنة بنهاية عام 2017، حيث أغلق المؤشر عند مستوى 722.632 نقطة.

5- مقارنة سوق الأوراق المالية السعودية بأسواق الأسهم العربية في عام 2018:

تفاوت أداء الأسواق المالية العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي في عام 2018، فقد انخفضت مؤشرات الأسواق المالية العربية في ثمانية أسواق عربية هي: الكويت، مصر المغرب، الأردن، عُمان، لبنان، دبي، فلسطين؛ ويلاحظ أن مؤشرات كل من سوق دبي وسوق عُمان وسوق لبنان قد سجلت أعلى معدلات انخفاض في المؤشر بنسب 24.9% و 15.2% و 14.8% على التوالي. في المقابل حقق مؤشر سوق الخرطوم للأوراق المالية أعلى نسبة ارتفاع بنحو 228.2%.

جدول رقم (21): معدلات التغير السنوية للأسواق المالية العربية

السوق	عدد الأسهم المتداولة	القيمة السوقية للأسهم	مؤشر أسعار الأسهم
السعودية	-24.6	10.0	8.3
الكويت	6.5	2.0	-12.0
مصر	-37.0	-5.9	-13.2
المغرب	14.0	-9.9	-8.3
البحرين	57.3	0.7	0.4
الأردن	34.9	-5.1	-10.2
عُمان	-30.7	1.3	-15.2
تونس	-61.5	11.0	15.8
لبنان	1.2	-15.7	-14.8
أبو ظبي	-25.2	10.5	11.7
الجزائر	-73.5	336.7	---
دبي	-36.6	-12.9	-24.9
السودان	1062.5	91.9	228.2
فلسطين	-68.8	-4.3	-7.9
سوريا	28.0	2.3	3.5

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقرير الخامس والخمسون لمؤسسة النقد العربي السعودي.

وانخفض متوسط القيمة السوقية الإجمالية للأسواق المالية العربية بنسبة 0.5% ليلعب نحو 75.3 مليار دولار بنهاية عام 2018، مقارنة بحوالي 75.7 مليار دولار في نهاية عام 2017 وسجلت القيمة السوقية لبورصة الجزائر أكبر نسبة ارتفاع بلغت 336.7%، تليها سوق الخرطوم للأوراق المالية بنسبة ارتفاع بلغت 91.9%، في حين سجلت بورصة بيروت أعلى نسبة انخفاض في القيمة السوقية بنحو 15.7% بنهاية عام 2018.

وفيما يتعلق بمؤشرات أسواق الأسهم العربية المختارة بنهاية عام 2018 سجلت سوق الأسهم السعودية أعلى المؤشرات بين أسواق الأسهم العربية الأخرى، حيث بلغت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودية 496.3 مليار دولار مقارنة بمتوسط بلغ نحو 75.3 مليار دولار للدول العربية المكونة لمؤشر صندوق النقد العربي، وشكلت القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودية ما نسبته 41.2% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية في نهاية عام 2018، وبلغت قيمة الأسهم المتداولة لسوق الأسهم السعودية في نهاية عام 2018 نحو 58.2 مليار دولار أمريكي أي ما نسبته 71.0% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة للأسواق الدول العربية المشاركة في قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية. ووصل عدد الشركات التي جرى تداول أسهمها في سوق الأسهم السعودية بنهاية عام 2018 إلى 198 شركة بمتوسط قيمة سوقية بلغ نحو 2.5 مليار دولار أمريكي للشركة، مقارنة بمتوسط عدد شركات الدول العربية البالغ 97 شركة وبتوسط قيمة سوقية بلغ نحو 0.81 مليار دولار أمريكي للشركة. (حسب الجدول والشكل المواليان)

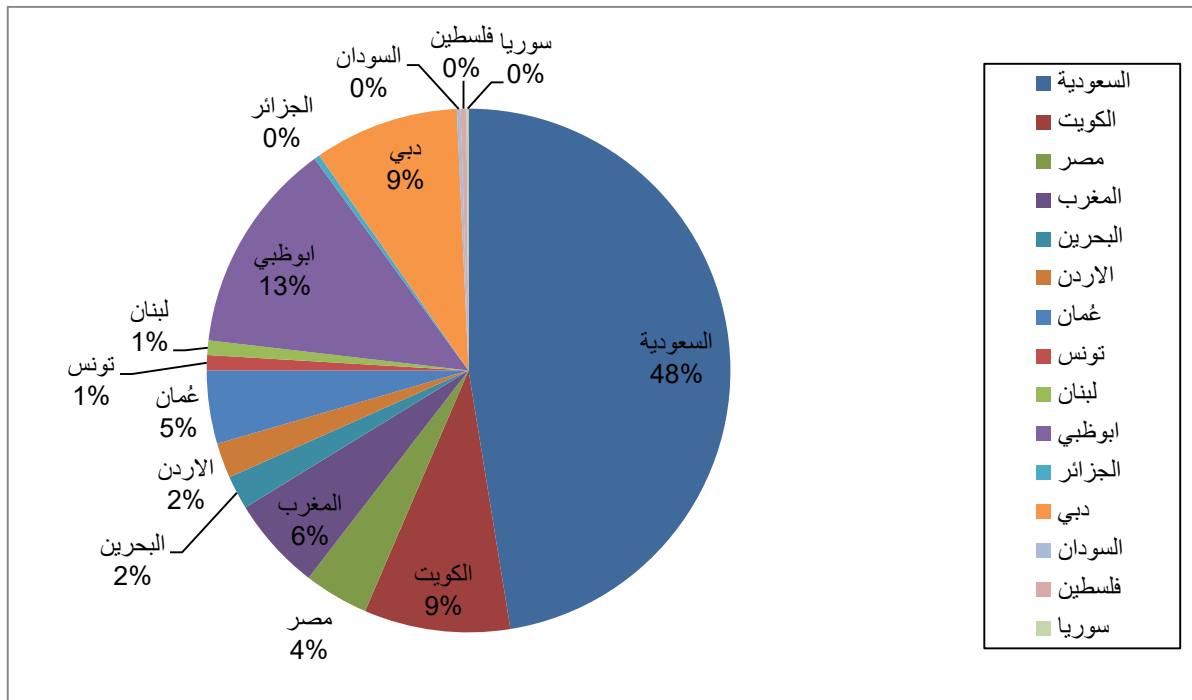
جدول رقم (22): أهم مؤشرات أسواق الأسهم العربية خلال عام 2018

درجة عمق السوق (%)	متوسط حجم الشركة (مليون دولار)	إجمالي الناتج المحلي بالأسعار الجارية (مليون دولار)	عدد الشركات المدرجة	القيمة السوقية (مليون دولار)	التغير السنوي في المؤشر (%)	
64	2507	769.9	198	496.287	8.3	السعودية
65	437	144.5	216	94.399	-12.0	الكويت
17	163	249.5	256	41.791	-13.2	مصر
51	806	118.2	75	60.462	-8.3	المغرب
55	506	39.3	43	21.747	0.4	البحرين
54	116	41.9	196	22.724	-10.2	الأردن
58	363	81.7	130	47.211	-15.2	عمان

24	121	41.7	81	9.831	15.8	تونس
17	323	56.7	30	9.375	-14.8	لبنان
32	1966	432.6	70	137.591	11.7	أبو ظبي
0	185	188.3	2	369	---	الجزائر
22	1395	432.6	67	93.470	-24.9	دبي
7	38	33.2	66	2.483	228.2	السودان
---	78	---	48	3.725	-7.9	فلسطين
---	54	---	24	1.296	3.5	سوريا
39	807.7	201.3	97	75.296	12.1	المتوسط

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد التقرير الخامس والخمسون لمؤسسة النقد العربي السعودي.

الشكل رقم (17): النصيب المئوي للأسواق المالية العربية المكونة لمؤشر صندوق النقد العربي 2018 (حسب القيمة السوقية)



المصدر: التقرير السنوي الخامس والخمسون لمؤسسة النقد العربي السعودي.

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية

ترجع نشأة صناديق الاستثمار لظهور شركات الاستثمار في القرن 19 في هولندا وسنتطرق في هذا المبحث لنشأة وتطور صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية باعتبارها الدولة العربية السبّاقة لإنشاء صناديق الاستثمار، وسنتعرف أيضا على أهم المعايير لاختيارها وسنتطرق كذلك إلى أهم أنواع صناديق الاستثمار وكيفية توزيعها في المملكة العربية السعودية؛ وفي الأخير سنتعرف على صناديق الاستثمار الإسلامية العاملة في المملكة العربية السعودية والمندرجة في سوق الأوراق المالية السعودية.

المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية

تعتبر المملكة العربية السعودية السبّاقة في أقدمية إنشاء صناديق الاستثمار وذلك على الصعيد العربي والتي سبق إنشاؤها صدور التشريعات الخاصة بتنظيمها.

1- نشأة صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية:

على الصعيد العربي كانت المملكة العربية السعودية الأسبق في خوض هذه التجربة حين أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم " صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل " في ديسمبر 1979، في حين صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في المملكة في بداية عام 1993 ثم استمرت البنوك الإسلامية في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية بمختلف أنواعها نتيجة لنجاح هذه التجربة، علما أن إدارة هذه الصناديق حاليا انتقلت إلى شركات الوساطة المرخص لها من هيئة السوق المالية⁽¹⁾. وقد حقق قطاع صناديق الاستثمار نمو متزايد في المملكة ليصل عددها إلى 262 صندوقا استثماريا سنة 2008، ثم انخفض هذا العدد ليصل إلى 236 صندوق بنهاية سنة 2012 نتيجة التصفية التي طالت عدد من صناديق الاستثمار العاملة بالمملكة بسبب التأثر بالأزمة المالية العالمية، ومن ثم شهد إنشاء الصناديق الاستثمارية تزايدا مضطربا إلى أن بلغ سنة 2005 حوالي 270 صندوق متنوعة بين الصناديق المفتوحة والصناديق المغلقة.

2- المعايير والضوابط لاختيار صناديق الاستثمار في السعودية:

2-1- المعايير الأساسية لاختيار صناديق الاستثمار:⁽²⁾

المعايير المهمة التي يتم على أساسها اختيار الصندوق؛ نذكر من أبرزها:

(1) صبرينة عتروس، مرجع سبق ذكره، ص: 179.

(2) هيئة السوق المالية السعودية موقع: www.cma-org.sa تاريخ الاطلاع: 12-03-2018 على الساعة 13:28.

- سعر الوحدة الاستثمارية في الأسهم والسندات للصندوق.
- ازدياد أو تراجع حجم الصندوق.
- نجاح الصندوق في تحقيق أهدافه المغلقة، من العائد السنوي المتوقع على الاستثمار وإمكانية توزيع الأرباح.
- حجم السيولة المتوفرة في الصندوق وإمكانية قيام المستثمر بتسهيل استثماره أو الخروج من الصندوق.
- أداء الصندوق في السابق ومؤهلات القائمين على إدارته.
- مصداقية المؤسسة التي تروج وتدير الصندوق.

المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار في السعودية

تتميز صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية بتنوع كبير في صناديق الاستثمار مما زاد من إقبال المستثمرين على صناديق الاستثمار السعودية سواء المستثمرين المحليين أو الأجانب، ويمكن ذكر أهم تصنيفات الاستثمار في السعودية ومحافظها كمايلي:

أولاً: صناديق الاستثمار حسب الهيكل التمويلي:

حيث يوجد نوعين حسب هذا المعيار؛ الصناديق المفتوحة والمغلقة وهي:

1- الصناديق المفتوحة:

كما سبق وذكرنا أن صناديق الاستثمار المفتوحة هي صناديق مفتوحة أمام دخول وخروج المستثمرين ولا يوجد سقف أعلى لحجم أصوله وبالتالي فإنه يحتوي عدد غير ثابت وغير محدود من الوحدات، ويخضع حجم أصول الصندوق لعمليات البيع والشراء والاسترداد حيث ترتفع أصول الصندوق في حالة البيع وتتنخفض في حالة الاسترداد⁽¹⁾، أما بالنسبة لسوق الأوراق المالية السعودية فقد بلغ عدد الصناديق المفتوحة فيها 235 صندوقاً حسب إحصائيات سنة 2017 حيث تراجع عدد صناديق الاستثمار المفتوحة مقارنة بعام 2016 أين بلغ عدد الصناديق المفتوحة 263 صندوق، تراجع عدد الصناديق الى 249 صندوق في سنة 2018، نذكر من بين صناديق الاستثمار المفتوحة.

صندوق اليسر للأسهم الخليجية وهو صندوق استثماري مفتوح، حيث يستثمر الصندوق في الشركات الخليجية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية المدرجة في أسواق الأسهم الخليجية إلى جانب الاستثمار في المرابحات قصيرة الأجل، تشرف عليه شركة السعودي الهولندي؛

وفيمايلي بيانات الصندوق:

(1) سمية بلعيد، مرجع سبق ذكره، ص:136.

الجدول رقم (23): بيانات صندوق اليسر للأسهم الخليجية

الإشراف	شركة السعودي الهولندي	سعر الوحدة	100 ريال	عملة الصندوق	ريال
الفئة	الأسهم	النوع	مقترح	الأتعاب الإدارية	1.95 %
تأسيس الصندوق	2007/05/29	درجة المخاطر	مرتفعة	رسوم الاشتراك	1.50 %
حجم الصندوق		الحد الأدنى للاشتراك	5000 ريال	الحد الأدنى للاشتراك	2000 ريال

المصدر: الموقع الإلكتروني لهيئة السوق المالية: www.cma.org.sa.

2- الصناديق المغلقة:

يوجد في سوق الأوراق المالية السعودية 26 صندوق استثماري مغلق حسب إحصائيات سنة 2018، حيث ازداد عدد الصناديق المغلقة بنسبة 40% مقارنة بسنة 2017 أين بلغ عدد الصناديق المغلقة 18 صندوقاً.

ومن أهم الصناديق المغلقة نجد صندوق كسب وهو صندوق استثمار عقاري عام مغلق متوسط الأجل مدته ثلاث سنوات متوافق مع ضوابط الشرعية بإشراف الهيئة الشرعية في مجموعة كسب المالية، مرخص من هيئة السوق المالية برقم S/154 وبتاريخ 2009/01/01 مع الالتزام بقواعد وضوابط لائحة صناديق الاستثمار ولائحة صناديق الاستثمار العقاري الصادر عن هيئة السوق المالية وقد تمت تصفيته⁽¹⁾.

فيما يلي جدول توضيحي لعدد صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة بسوق الأوراق المالية السعودية خلال 1996-2018:

(1) هيئة السوق المالية، التقرير السنوي، 2007، ص:64.

جدول رقم (24): عدد صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة بسوق الأوراق المالية السعودية

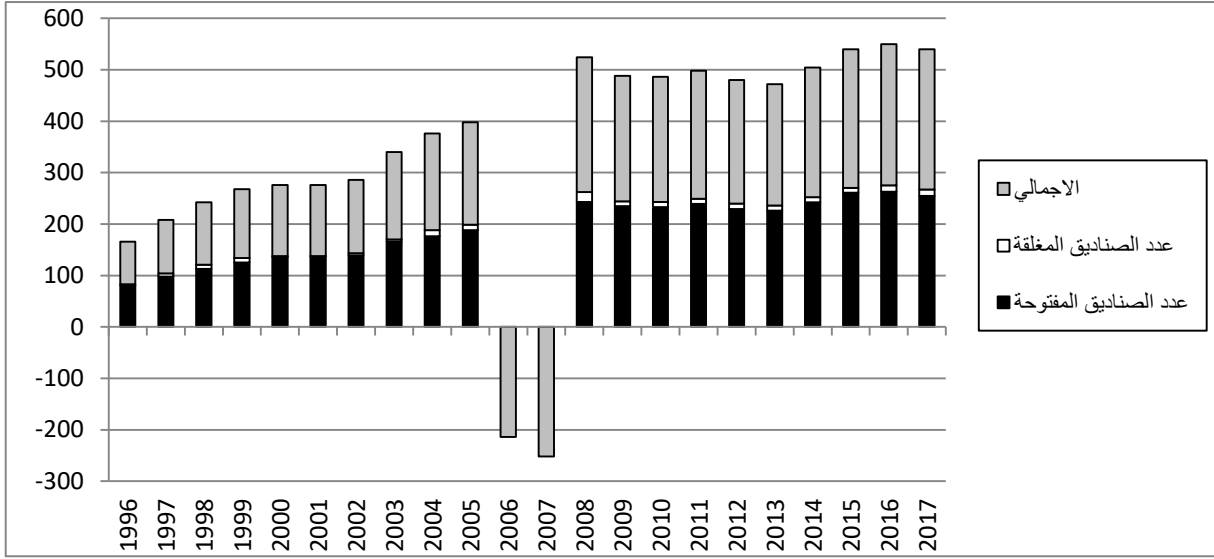
خلال 1996-2017

السنة	عدد الصناديق المفتوحة	عدد الصناديق المغلقة	الإجمالي
1996	81	2	83
1997	98	6	104
1998	113	8	121
1999	125	9	134
2000	136	2	138
2001	137	1	138
2002	139	4	143
2003	166	4	170
2004	176	12	188
2005	188	11	199
2006	-	-	214
2007	-	-	252
2008	243	19	262
2009	235	9	244
2010	233	10	243
2011	239	10	249
2012	229	11	240
2013	226	10	236
2014	242	10	252
2015	261	9	270
2016	263	12	275
2017	255	12	273
2018	223	26	249

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، الإحصاءات السنوية والشهرية.

ولقد حقق قطاع صناديق الاستثمار نموًا متزايدًا في المملكة حيث استمر إنشاء الصناديق الاستثمارية في المملكة ليصل عددها إلى 273 صندوقًا منوعة بين الصناديق المفتوحة والصناديق المغلقة سنة 2017، كما هو مبين في الشكل الموالي والملاحظ من خلال هذا الشكل أن عدد الصناديق الاستثمارية المفتوحة (255) صندوقًا قارب إجمالي عدد الصناديق الاستثمارية في المملكة بفارق 18 صندوقًا والتي تمثل عدد الصناديق المغلقة في سنة 2017، وهذا راجع إلى تفضيل المستثمرين لهذا النوع من الصناديق نظرًا للمرونة والمميزات التي توفرها.

الشكل رقم (18): عدد الصناديق الاستثمارية المفتوحة والمغلقة العاملة بالمملكة



المصدر: من إعداد الباحثة، بالاعتماد على بيانات مؤسسة النقد العربي السعودي.

ثانياً: حسب معيار مكونات التشكيلة

تؤدي صناديق الاستثمار في الأسهم والسندات دوراً محورياً في أسواق الأوراق المالية وذلك لكونها أداة مناسبة لتجميع المدخرات واستثمارها بواسطة صغار المستثمرين الذين لا تتوفر لديهم الموارد المالية، ويمكن تقسيم صناديق الاستثمار الناشطة بسوق الأوراق المالية السعودية حسب معيار مكونات التشكيلة إلى:

1- صناديق الأسهم:

تنشط بسوق الأوراق المالية السعودية مجموعة من صناديق الأسهم تتنوع بين؛ صناديق أسهم محلية عالمية، صناديق أسهم أمريكية، صناديق أسهم أوروبية، صناديق أسهم آسيوية وصناديق أسهم عربية.

أ- صناديق الأسهم المحلية:

يبلغ عدد صناديق الأسهم المحلية الناشطة بسوق الأوراق المالية السعودية (88) صندوق؛ نذكر من أهمها كما يلي:

جدول رقم (25): صناديق الأسهم المحلية

اسم الصندوق	المدير	العملة	سعر الوحدة	الفئة الفرعية
صندوق الرياض للأسهم	شركة الرياض المالية	ريال سعودي	172.956	- (*)
صندوق الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة	شركة الرياض المالية	ريال سعودي	79.912	موافق للشريعة
صندوق الرياض للأسهم القيادية	شركة الرياض المالية	ريال سعودي	554.439	موافق للشريعة
صندوق الرياض للإعمار	شركة الرياض المالية	ريال سعودي	111.612	موافق للشريعة
صندوق الرياض للدخل	شركة الرياض المالية	ريال سعودي	76.244	موافق للشريعة
صندوق الرياض للشركات المتوسطة والصغيرة	شركة الرياض المالية	ريال سعودي	193.854	موافق للشريعة
صندوق الجزيرة للأسهم السعودية	الجزيرة للأسواق المالية	ريال سعودي	3,819.240	موافق للشريعة
صندوق صائب للأسهم السعودية	شركة الاستثمار للأوراق المالية والوساطة	ريال سعودي	2,154.181	-

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ الاطلاع: 2018/09/10.

(-) غير موافق للشريعة.

ب- صناديق الأسهم الأمريكية:

يبين الجدول التالي صناديق الأسهم الأمريكية التي تنشط بسوق الأوراق المالية السعودية والتي

بلغ عددها 3 صناديق:

جدول رقم (26): صناديق الأسهم الأمريكية

اسم الصندوق	المدير	العملة	سعر الوحدة	الفئة الفرعية
صندوق الرياض للأسهم الأمريكية	شركة الرياض المالية	دولار أمريكي	579.183	-
صندوق سامبا كابيتال للأسهم الأمريكية	شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	دولار أمريكي	218.311	-
صندوق الأهلي لمؤشر أسهم أمريكا الشمالية	شركة الأهلي المالية	دولار أمريكي	49.974	موافق للشريعة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ الاطلاع: 2018/09/10.

ج- صناديق الأسهم الآسيوية:

تنشط بسوق الأوراق المالية السعودية خمسة (05) صناديق آسيوية وهي كالاتي:

جدول رقم (27): صناديق الأسهم الآسيوية

اسم الصندوق	المدير	العملة	سعر الوحدة	الفئة الفرعية
صندوق الرياض للأسهم اليابانية	شركة الرياض المالية	الين الياباني	13,879.810	-
صندوق الرياض للأسهم الآسيوية	شركة الرياض المالية	دولار أمريكي	631.920	-
صندوق الازدهار للأسهم الصينية	شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	دولار أمريكي	267.964	-
صندوق ساميا كابيتال للأسهم الآسيوي	شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	دولار أمريكي	137.720	-
صندوق الأهلي لمؤتمر أسهم آسيا والباسيفيكية	شركة الأهلي المالية	دولار أمريكي	15.856	موافق للشرعية

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الالكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ الاطلاع: 2018/09/10.

د- صناديق الأسهم الأوروبية:

تنشط بسوق الأوراق المالية السعودية ثلاثة (03) صناديق أسهم أوروبية كما يوضح الجدول

التالي:

جدول رقم (28): صناديق الأسهم الأوروبية

اسم الصندوق	المدير	العملة	سعر الوحدة	الفئة الفرعية
صندوق الرياض الأسهم الأوروبية	شركة الرياض المالية	يورو	571.994	-
صندوق سامبا كابيتال للأسهم الأوروبية	شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	دولار أمريكي	135.111	-
صندوق الأهلي لمؤشر أسهم أوروبا	شركة الأهلي المالية	دولار أمريكي	36.550	موافق للشرعية

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الالكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ الاطلاع: 2018/09/10.

هـ- صناديق الأسهم الدولية:

ينشط بسوق الأوراق المالية السعودية ستة عشر (16) صندوق من صناديق الأسهم الدولية؛

والجدول الموالي يوضح أهم الصناديق الأسهم الدولية في سوق الأسهم السعودية:

جدول رقم (29): صناديق الأسهم الدولية

اسم الصندوق	المدير	العملة	سعر الوحدة	الفئة الفرعية
صندوق الرياض العقاري العالمي	شركة الرياض المالية	دولار أمريكي	120.899	موافق للشريعة
صندوق الرياض العالمي للدخل	شركة الرياض المالية	دولار أمريكي	112.182	-
صندوق الجزيرة للأسهم السعودية	الجزيرة للأسواق المالية	دولار أمريكي	1,162.882	موافق للشريعة
صندوق الجزيرة للأسهم الأوروبية	الجزيرة للأسواق المالية	دولار أمريكي	1,574.202	موافق للشريعة
صندوق الجزيرة للأسهم اليابانية	الجزيرة للأسواق المالية	دولار أمريكي	1,670.662	موافق للشريعة
صندوق الجزيرة لأسهم الأسواق العالمية الناشئة	الجزيرة للأسواق المالية	دولار أمريكي	1,053.024	موافق للشريعة
صندوق الرياض للأسهم العالمية المتوافقة مع الشريعة	شركة الرياض المالية	دولار أمريكي	257.285	موافق للشريعة
إتش إس بي سي لمؤتمر الأسهم العالمية	شركة إتش إس بي سي العربية السعودية	دولار أمريكي	265.232	موافق للشريعة
إتش إس بي سي لأسهم الصين والهند المرن	شركة إتش إس بي سي العربية السعودية	دولار أمريكي	262.674	موافق للشريعة
إتش إس بي سي لأسهم الأسواق العالمية الناشئة	شركة إتش إس بي سي العربية السعودية	دولار أمريكي	98.976	موافق للشريعة
صندوق سامبا كابيتال للأسهم العالمية	شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	دولار أمريكي	180.015	-
صندوق النفيس العالمي لأسهم السلع	شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	دولار أمريكي	84.109	موافق للشريعة
صندوق الأهلي للمتاجرة بأسهم الرعاية الصحية	شركة الأهلي المالية	دولار أمريكي	24.323	موافق للشريعة
صندوق الأهلي العقاري العالمي للدخل	شركة الأهلي المالية	دولار أمريكي	12.616	موافق للشريعة
صندوق الأهلي لمؤشر أسهم الأسواق الناشئة	شركة الأهلي المالية	دولار أمريكي	14.673	موافق للشريعة
صندوق الراجحي للأسهم العالمية	الراجحي المالية	دولار أمريكي	2,661.587	موافق للشريعة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ

الاطلاع: 2018/09/10.

و- صناديق الأسهم العربية:

بلغ عدد صناديق الأسهم العربية في سوق الأوراق المالية السعودية عشرة (29) صندوق؛ نذكر من أهمها مايلي:

جدول رقم (30): صناديق الأسهم العربية

اسم الصندوق	المدير	العملة	سعر الوحدة	الفئة الفرعية
صندوق المساهم الخليجي	شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	ريال سعودي	188.158	-
صندوق العطاء للأسهم الخليجية	شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	ريال سعودي	70.702	موافق للشريعة
صندوق الجود للأسهم الخليجية	شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	ريال سعودي	95.108	موافق للشريعة
صندوق الأهلي الخليجي النمو والدخل	شركة الأهلي المالية	ريال سعودي	13.684	موافق للشريعة
صندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم الخليجية	شركة الأهلي المالية	ريال سعودي	0.9824	موافق للشريعة
صندوق الراجحي للأسهم الخليجية	الراجحي المالية	ريال سعودي	1,178.242	موافق للشريعة
الراجحي لتنمية رأس المال وتوزيع الأرباح	الراجحي المالية	ريال سعودي	887.547	موافق للشريعة
صندوق الأسهم الكويتية (السيف)	شركة البلاد للاستثمار	دينار كويتي	0.5074	موافق للشريعة
صندوق الأسهم العقارية الخليجية (عقار)	شركة البلاد للاستثمار	ريال سعودي	0.5262	موافق للشريعة
صندوق إثمار الخليجي	شركة البلاد للاستثمار	ريال سعودي	0.8496	موافق للشريعة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ الاطلاع: 2018/09/10.

2-2- صناديق السندات (أدوات الدين):

لا يوجد في سوق الأوراق المالية صناديق السندات كون السوق تعتمد على الأسهم، لكن هذا لم يمنع من إنشاء صناديق سندات دولية لصناديق أدوات دين دولية، حيث يوجد في سوق الأوراق الآلية السعودية تسعة (09) صناديق للسندات الدولية:

ومن بين صناديق السندات الدولية نجد ماييلي:

جدول رقم (31): صناديق السندات الدولية

اسم الصندوق	المدير	العملة	سعر الوحدة	الفئة الفرعية
صندوق الرياض للسندات الدولية	شركة الرياض المالية	دولار أمريكي	148195	-
إتش إس بي سي للصكوك	شركة إتش بي سي العربية السعودية	دولار أمريكي	101.996	موافق للشريعة
صندوق الأهلي للصكوك بالدولار الأمريكي	شركة الأهلي المالية	دولار أمريكي	11.723	موافق للشريعة
صندوق عودة للدخل	عودة كابيتال	دولار أمريكي	102.223	موافق للشريعة
صندوق جدوى للصكوك العالمية- الفئة أ -	جدوى للاستثمار	دولار أمريكي	100	موافق للشريعة
صندوق جدوى للصكوك العالمية- الفئة ب -	جدوى للاستثمار	دولار أمريكي	1,357.543	موافق للشريعة
صندوق جدوى للصكوك العالمية- الفئة ج -	جدوى للاستثمار	دولار أمريكي	1,048.974	موافق للشريعة
صندوق الخبير كابيتال بلاص للصكوك	الخبير كابيتال السعودية	دولار أمريكي	112.845	موافق للشريعة
صندوق اليسر للمرابحة والصكوك	شركة الأول للاستثمار	دولار أمريكي	125.047	موافق للشريعة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الالكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ الاطلاع: 2018/09/10.

2-3- الصناديق المتوازنة:

يوجد بسوق الأوراق المالية السعودية عدد كبير من الصناديق المتوازنة بين الأسهم والسندات وأدوات أخرى وهي على نوعين متوازن محلي ودولي؛ ومن الجانب الدولي نجد صندوق بلوم المتوازن للأسواق العربية والصندوق العربي المتوازن.

جدول رقم (32): الصناديق المتوازنة الدولية

اسم الصندوق	المدير	العملة	سعر الوحدة	الفئة الفرعية
صندوق العربي المتوازن	شركة العربي الوطني للاستثمار	دولار أمريكي	172.604	-
صندوق بلوم المتوازن للأسواق العربية	بلوم للاستثمار السعودية	دولار أمريكي	1,690.429	-

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الالكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ الاطلاع: 2018/09/10.

2-4- أسواق النقد:

تحتوي سوق الأوراق المالية السعودية على عدد من الصناديق التي تستثمر في أسواق النقد، وهي على نوعين صناديق أسواق النقد المحلي والأجنبية وصناديق أسواق النقد (مربحة الريال السعودي) وأخرى أجنبية (مربحة بعملات أجنبية)؛

والجدول الموالي يوضح صناديق أسواق النقد - مربحة بعملات أجنبية:

جدول رقم (33): صناديق أسواق النقد - مربحة بعملات أجنبية -

اسم الصندوق	المدير	العملة	سعر الوحدة	الفئة الفرعية
صندوق الرياض للمتاجرة بالدولار	شركة الرياض المالية	دولار أمريكي	58.440	موافق للشريعة
صندوق الجزيرة للمربحة بالدولار الأمريكي	الجزيرة للأسواق المالية	دولار أمريكي	1,015.655	موافق للشريعة
صندوق البدر للمربحة بالدولار الأمريكي	السعودي الفرنسي كابيتال	دولار أمريكي	16.268	موافق للشريعة
صندوق إتش إس بي سي للمربحة بالدولار الأمريكي	شركة إتش إس بي سي العربية السعودية	دولار أمريكي	149.268	موافق للشريعة
صندوق المبارك للمتاجرة بالدولار الأمريكي	شركة العربي الوطني للاستثمار	دولار أمريكي	189.660	موافق للشريعة
صندوق تمويل التجارة الدولية بالدولار	شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	دولار أمريكي	281.116	موافق للشريعة
صندوق الراجحي للمضاربة بالبيضاء بالدولار	الراجحي المالية	دولار أمريكي	22,798.586	موافق للشريعة
صندوق البلاد للمربحة بالدولار الأمريكي	شركة البلاد للاستثمار	دولار أمريكي	10.115	موافق للشريعة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ

الاطلاع: 2018/09/10.

جدول رقم (34): صناديق أسواق النقد - مرابحة بالريال السعودي -

اسم الصندوق	المدير	العملة	سعر الوحدة	الفئة الفرعية
صندوق الرياض للمتاجرة بالريال	شركة الرياض المالية	ريال سعودي	21,669.072	موافق للشريعة
صندوق الجزيرة للأسهم اليابانية	الجزيرة للأسواق المالية	ريال سعودي	1,462.821	موافق للشريعة
صندوق صائب للمتاجرة بالسلع	شركة الاستثمار للأوراق المالية والوساطة	ريال سعودي	139.300	موافق للشريعة
صندوق بدر للمرابحة بالريال السعودي	السعودي الفرنسي كابيتال	ريال سعودي	154.306	موافق للشريعة
إتش إس بي سي للمرابحة بالريال السعودي	شركة إتش إس بي سي العربية السعودية	ريال سعودي	162.054	موافق للشريعة
صندوق المبارك للمتاجرة بالريال السعودي	شركة العربي الوطني للاستثمار	ريال سعودي	272.731	موافق للشريعة
صندوق تمويل التجارة الدولية بالريال	شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	ريال سعودي	1,144.876	موافق للشريعة
صندوق المراجيح بالريال السعودي	شركة البلاد للاستثمار	ريال سعودي	12.852	موافق للشريعة
فالكم للمرابحة بالريال السعودي	فالكم للخدمات المالية	ريال سعودي	12.460	موافق للشريعة
صندوق ميفك للمرابحة بالريال السعودي	شركة الشرق الأوسط للاستثمار	ريال سعودي	1,161.631	موافق للشريعة

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ الاطلاع: 2018/09/10.

ثالثاً: حسب معيار الغرض من الاستثمار:

هناك ثلاثة أنواع من صناديق الاستثمار حسب الغرض من الاستثمار في سوق الأوراق المالية؛ منها صناديق تنمية رأس المال وصناديق الدخل وصناديق الدخل والنمو.

1- صناديق تنمية رأس المال:

يستقطب سوق الأوراق المالية السعودية المستثمرين الراغبين في تنمية رأس المال من خلال صناديق مختصة في ذلك، وتهدف هذه الصناديق إلى تحقيق عوائد إجمالية من خلال دمج الدخل الحالي مع مكاسب تنمية رأس المال وزيادة قيمة الأصول⁽¹⁾، وبلغ عددها في سوق الأوراق المالية 172 صندوق نذكر من أهمها:

(1) سمية بلعيد، مرجع سبق ذكره، ص: 139.

- صندوق الرياض للأسهم الأوروبية.
- صندوق الرياض للأسهم اليابانية.
- صندوق الجزيرة للأسهم الأوروبية.
- صندوق الجزيرة للأسهم السعودية.
- صندوق صائب للشركات السعودية.
- صندوق الأسهم الخليجية.
- صندوق الاستثمار بالأسهم السعودية.
- صندوق المساهم للأسهم السعودية.

2- صناديق الدخل:

تسمى أيضا بالصناديق ذات العائد الدوري إذ تهدف إلى تقديم دخل دوري للمستثمر، إذ تقوم بالاستثمار في أسهم الشركات ذات التوزيعات الدورية المرتفعة مما يؤهل الصناديق لدفع توزيعات دورية لحملة الوثائق، وبلغ عدد صناديق الدخل في سوق الأوراق المالية السعودية عشرة (10) صناديق نذكر منها:

- صندوق الأهلي القابض لصناديق الاستثمار العقارية المتداولة.
- صندوق الأهلي المتنوع بالريال السعودي.
- صندوق المبارك للمتاجرة بالدولار الأمريكي.

3- صناديق الدخل والنمو:

وهي تجمع بين تحقيق نمو رأس المال من جهة وتحقيق عائد دوري من جهة أخرى، وبلغ عدد صناديق النمو والدخل الناشطة بسوق الأوراق المالية السعودية سبعة وعشرون (27) صندوق نذكر منها:

- صندوق الرياض للسندات الدولية.
- صندوق الرياض للدخل المتوازن.
- صندوق صائب للمتاجرة بالسلع.
- صندوق العربي المتوازن.
- صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل.

وبالإضافة إلى التصنيفات السابقة يوجد أيضا أنواع أخرى من صناديق الاستثمار مثل:

- الصناديق القابضة.
- صناديق متعددة الأصول.
- صناديق عقارية.
- الصناديق الاستثمار الإسلامية.

المطلب الثالث: تطور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية

عرفت صناديق الاستثمار تطور مطرد منذ نشأتها بالرغم من الأزمات التي تعرضت لها سوق الأوراق المالية السعودية، ويترجم هذا التطور من خلال قيمة الأصول وعدد الصناديق وعدد المشتركين.

1- تطور أصول صناديق الاستثمار منذ بداية 1996-2018:

تشمل أصول صناديق الاستثمار على أصول محلية وأصول أجنبية تتضمن كل منها أسهم، سندات، أدوات نقدية وأصولاً أخرى واستثمارات عقارية.

وفيما يلي تطور أصول صناديق الاستثمار منذ بداية 1996 إلى غاية 2018؛

جدول رقم (35): توزيع أصول صناديق الاستثمار حسب النوع (مليار ريال)

السنة	الأصول المحلية	الأصول الأجنبية	إجمالي أصول الصناديق
1996	8.15	8.51	16.66
1997	11.22	10.22	21.43
1998	12.00	13.01	25.01
1999	15.97	18.71	34.68
2000	16.58	21.97	38.56
2001	30.42	19.64	50.06
2002	21.83	16.00	48.83
2003	37.22	16.65	53.87
2004	44.49	15.83	60.32
2005	115.66	21.31	136.97
2006	61.34	22.76	84.11
2007	79.89	25.21	105.10
2008	61.26	13.56	74.81
2009	74.14	15.41	89.55
2010	74.44	20.30	94.74
2011	64.53	17.66	82.19

88.07	18.26	69.81	2012
103.18	21.32	81.86	2013
110.71	28.84	81.87	2014
102.90	26.98	75.92	2015
87.84	17.18	70.66	2016
110.23	19.09	91.15	2017
111.86	18.21	93.65	2018

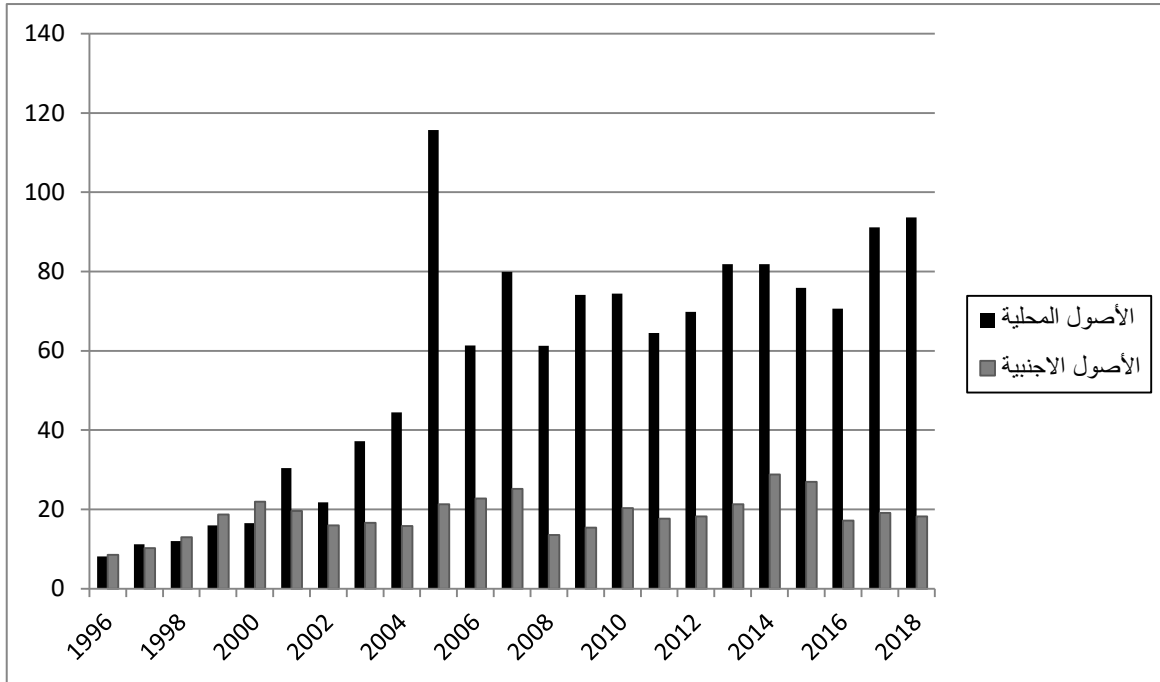
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودي، تاريخ الاطلاع: 2018/01/20

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن أصول صناديق الاستثمار في زيادة مستمرة إذا أبعدنا سنوات الأزمات، حيث كانت قيمة أصول صناديق الاستثمار في سنة 1996 تقدر بـ 16.657 مليون ريال لتبقى قيمة الأصول ترتفع إلى غاية سنة 2005 لتصل قيمتها إلى الذروة، حيث بلغت 136.974 مليون ريال وهي السنة التي سبقت الأزمة التي ضربت سوق الأسهم السعودية لتراجع قيمة الأصول في هاته السنة لتبلغ 84.108 مليون ريال، لتعود بعد ذلك قيمة الأصول في الارتفاع سنة 2007 حيث بلغت قيمتها 105 مليون ريال، وبالرغم من هذا النمو المحقق لكن سرعان ما تراجعت هذه القيمة بسبب الأزمة المالية العالمية التي ضربت جميع الأسواق العالمية وأدت إلى تراجعها.

كما أثر بشكل سلبي على جميع صناديق الاستثمار في العالم وعدها عاودت قيمة أصول صناديق الاستثمار في الارتفاع حيث وصلت قيمتها سنة 2009 إلى 89.548 مليون ريال لتشهد بعد ذلك تزايد ملحوظا مع تغير نسبي سنتي 2011 و2012، حيث شهدت قيمة الأصول انخفاضا خفيفا لكن سرعان ما عاودت الارتفاع لتصل قيمتها 111 مليون ريال سنة 2018.

والشكل الموالي يوضح تطور أصول صناديق الاستثمار

الشكل رقم (19): توزيع أصول صناديق الاستثمار حسب النوع



المصدر: من إعداد الباحثة على المعطيات الواردة في الجدول أعلاه.

جدول رقم (36): أصول صناديق الاستثمار حسب النوع (مليون ريال)

السنة	أسهم محلية	أسهم أجنبية	صكوك وسندات محلية	سندات أجنبية	أدوات نقدية محلية	أدوات نقدية أجنبية	أصول محلية أخرى	أصول أجنبية أخرى	استثمارات عقارية	إجمالي الأصول
1996	463	2926	1280	863	3858	2970	1536	2762	--	16.657
1997	1708	3945	1923	528	4192	3424	2200	3512	--	21.433
1998	1207	4452	2495	533	4119	4358	2659	5188	--	25.009
1999	1569	6686	2108	576	6231	4717	4251	8544	--	34.682
2000	1360	7697	7	193	7849	2064	7367	12019	--	38.556
2001	2355	6844	7	180	13723	3999	14332	8619	--	50.059
2002	2437	5339	10	122	15516	3398	14864	7140	--	48.827
2003	4841	7638	7	134	15360	3105	17008	5773	--	53.866
2004	14572	8461	27	128	10379	2276	19512	4962	--	60.317
2005	89444	14667	20	79	6501	1607	19696	4960	--	136.974
2006	31960	15583	1683	168	23951	3512	3749	3502	--	84.108
2007	45206	16809	531	264	29362	3518	4611	4799	--	105.100
2008	17058	9749	1618	559	38289	2252	2145	995	2149	74.814
2009	19281	10009	1960	324	49402	4099	1167	974	2332	89.548
2010	20948	10933	2995	363	48330	8028	694	976	1473	94740
2011	18472	9289	3031	2560	40132	5454	1156	359	1740	82193
2012	19192	10354	2086	1807	44874	6034	1844	60	1817	88068
2013	23639	12170	2878	1731	50809	7005	1411	409	3127	103.179
2014	24477	11215	3973	2019	45674	15194	4189	410	3560	110711
2015	20025	10573	5830	2017	43691	12976	4014	407	3365	102898
2016	16386	4940	5577	1282	40793	10570	4698	388	3200	87836
2017	17988	5420	4996	1528	55169	11598	8743	542	4249	110233
2018	21512	4321	4494	1032	45447	12736	2588	123	19609	111862

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ الاطلاع: 2018/09/10.

من خلال الجدول أعلاه والذي يوضح توزيع أصول صناديق الاستثمار حسب النوع؛ يتبين لنا أن الاستثمار في الأسهم المحلية عرف نموا مطردا، حيث كان في سنة 2005 أعلى قيمة له والتي قدرت بحوالي 89 مليار ريال وتعد هذه القيمة هي الأعلى خلال فترة الدراسة وهي السنة التي سبقت الأزمة التي ضربت سوق الأسهم السعودية والتي أثرت على حجم الاستثمار في الأسهم المحلية، فشهدت سنة 2006 انخفاضا كبيرا في حجم الاستثمار حيث قدرات بحوالي 31 مليار ريال أي تراجع بنسبة أكبر من 50% في سنة 2005، وبعدها عرف إجمالي الاستثمار في الأسهم الاستثمار في الأسهم المحلية تذبذبا وذلك ابتداءً من سنة 2008، والتي شهدت حدوث الأزمة العالمية لينخفض إجمالي الاستثمار في الأسهم المحلية ليصل إلى حوالي 21 مليار سنة 2018 وارتفع حجم الاستثمار بنسبة 19.6% مقابل 17.9 مليار ريال في نهاية عام 2017، أما فيما يخص الاستثمار في الأسهم الأجنبية عرفت هي الأخرى تطورا نسبياً ليبلغ إجمالي الاستثمار فيها أعلى قيمة له خلال هذه الفترة، والتي قدرت بـ 16 مليار ريال سنة 2007 لكن سرعان ما عاودت الانخفاض مباشرة بعد الأزمة المالية العالمية والتي أثرت بشكل سلبي على الاستثمار في الأسهم الأجنبية وشهدت السنوات الأخيرة ابتداءً من سنة 2016 ليبلغ إجمالي الاستثمار في الأسهم الأجنبية حوالي 4.3 مليار ريال عام 2018.

ويمثل الاستثمار في أسواق الأسهم المحلية والأجنبية في نهاية عام 2018 نحو 23.1% من إجمالي أصول صناديق الاستثمار مقارنة بنحو 21.2% في نهاية عام 2017.

وكذلك يتضح لنا من خلال الجدول أن الاستثمار في السندات المحلية شهد ارتفاعا طفيفا من سنة 1996 حتى 1999 وابتداءً من سنة 2000 حتى 2006 عرفت انخفاضا كبيرا في إجمالي الاستثمار فيها ليعاود حجك الاستثمار الارتفاع ابتداءً من سنة 2006 أين بلغ مليار ريال، ليبقى الحجم مستقرا نسبيا حتى سنة 2005 أين ارتفع حجم الاستثمار في السندات المحلية ليصل إلى حوالي 5.8 مليار ريال، وفي سنة 2018 انخفضت استثمارات الصناديق في الصكوك والسندات المحلية لتبلغ حوالي 4.5 مليار ريال ومثل الاستثمار في أسواق السندات المحلية والأجنبية في نهاية عام 2018 نحو 4.9% من إجمالي أصول صناديق الاستثمار مقارنة بنحو 5.9% سنة 2017.

أما فيما يخص استثمارات الصناديق في أدوات النقد المحلية والأجنبية فقد عرفت أدوات النقد المحلية ارتفاعا طفيفا من سنة 1996 حتى 2003 أين بلغت قيمة الاستثمارات 15.5 مليار ريال، أما أدوات النقد الأجنبية عرفت هي الأخرى نمو ولكن بوتيرة بطيئة لتصل قيمة الاستثمارات أعلى قيمة لها سنة 2014، أين قدرت بحوالي 15.1 مليار ريال لتعاود بعدها الانخفاض لتبلغ سنة 2018 حوالي 12.7

مليار ريال حيث ارتفعت بنسبة 9.8% مقارنة بنسبة 2017 أين وصل حجم الاستثمارات 11.6 مليار ريال.

وفيما يخص أدوات النقد المحلية شهدت انخفاضا ملحوظا سنتي 2004 و2005 لتشهد بعد ذلك ارتفاعا ابتداءً من سنة 2006 لتصل إلى حوالي 55 مليار ريال سنة 2017.

يتضح لنا من خلال الجدول أن الاستثمار في الأصول المحلية الأخرى لم تعرف قيمة الاستثمارات قيمة تطوراً كبيراً ما عدى سنتي 2004 و2005، أين سجلت قيمة الاستثمارات أعلى نسبة لها بحوالي 19 مليار ريال بعدما كانت تقدر في سنة 1996 بحوالي مليار ريال لكن سرعان ما عاودت هذه القيمة الانخفاض لتقدر في سنة 2018 بحوالي ملياري ريال. أما الأصول الأجنبية الأخرى فلم تشهد قيمة استثمارات الصناديق ارتفاعاً كبيراً حيث تطورت نسبياً من سنة 1996 إلى غاية 2007 أين قدرت قيمة الاستثمارات بحوالي 4.9 مليار ريال لتعاود بعدها الانخفاض لتصل إلى أدنى مستوياتها عام 2018 أين قدرت القيمة بـ 123 مليون ريال، أما الاستثمارات العقارية فقد شهدت ارتفاعاً ملحوظاً حيث كانت قيمة الاستثمارات تقدر بـ 2.1 مليار ريال لترتفع بعد ذلك وتصل إلى 19.6 مليار ريال عام 2018، وهو ما يشكل 17.5% من إجمالي أصول صناديق الاستثمار مقارنة بنحو 3.9% عام 2017.

2- تطور عدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة 1996-2018:

جدول رقم (37): عدد صناديق الاستثمار

السنة	عدد الصناديق	السنة	عدد الصناديق
1996	83	2008	262
1997	104	2009	244
1998	121	2010	243
1999	134	2011	249
2000	138	2012	240
2001	148	2013	236
2002	143	2014	252
2003	170	2015	270
2004	188	2016	275
2005	199	2017	273
2006	214	2018	249
2007	252		

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ

الاطلاع: 2018/09/10.

من خلال الجدول يتضح لنا أن عدد صناديق الاستثمار شهدت تطورًا ملحوظًا خاصة في الفترة 1996-2008 أين قفز عدد الصناديق من 83 صندوق سنة 1996 إلى 262 سنة 2008 ليتراجع عددها سنة 2009 حيث بلغ 244 صندوق، واستمر التراجع حتى سنة 2016 حيث ارتفع عدد الصناديق ليلبلغ 273 صندوق ليتراجع سنة 2018 حيث بلغ عدد الصناديق 249 صندوق.

3- تطور عدد المشتركين في صناديق الاستثمار خلال الفترة 1996-2018:

جدول رقم (38): عدد المشتركين في صناديق الاستثمار

السنة	عدد المشتركين	السنة	عدد المشتركين
1996	45.136	2008	374.975
1997	63.307	2009	356.331
1998	69.543	2010	320.415
1999	79.322	2011	293.905
2000	95.800	2012	275.624
2001	173.999	2013	258.110
2002	165.044	2014	246.031
2003	172.197	2015	236.977
2004	198.357	2016	224.411
2005	568.284	2017	238.445
2006	499.968	2018	332.567
2007	426.085		

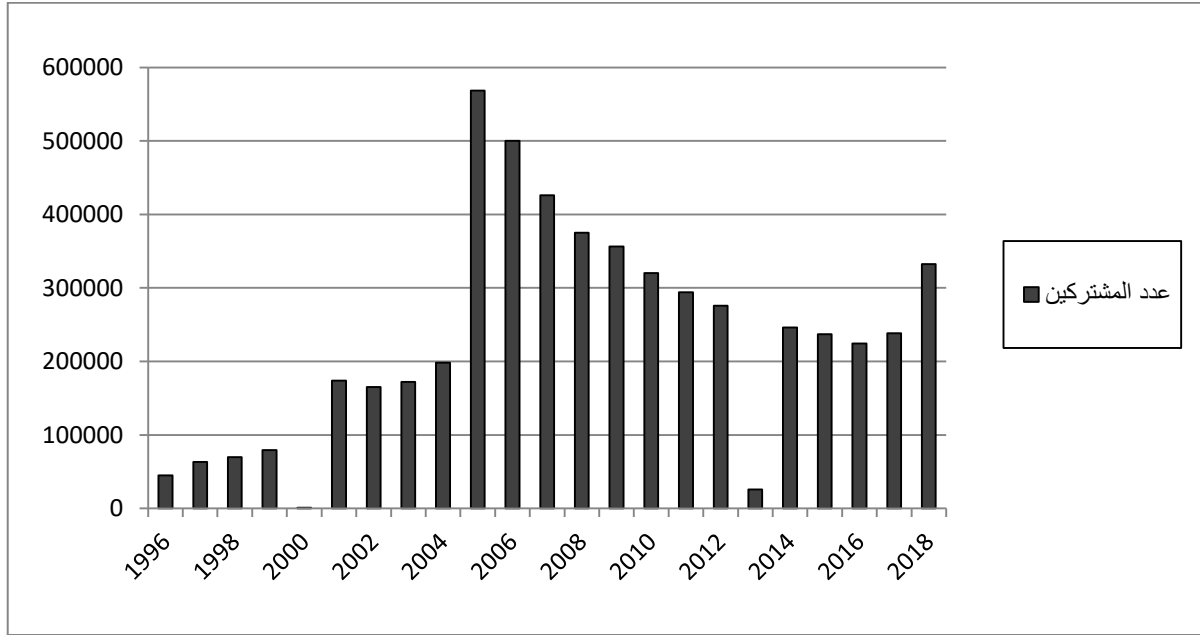
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ الاطلاع: 2018/09/10.

من خلال الجدول أعلاه يتضح لنا منذ 1996-2005 شهد عدد المشتركين في صناديق الاستثمار تطورًا ملحوظًا، حيث قفز عدد المشتركين من 45 ألف مشترك عام 1996 إلى 568 ألف مشترك سنة 2005. ومنذ 2005-2010 خلال هذه الفترة شهد عدد المشتركين انخفاضًا ملحوظًا ليصل عام 2010 إلى 320 ألف مشترك. أما منذ 2011-2017 شهد عدد المشتركين في صناديق الاستثمار انخفاضًا عن سنة 2010، ولكن تميز عدد المشتركين بالثبات النسبي، وخلال 2018 عاود عدد المشتركين الارتفاع ليصل إلى 332 ألف مشترك، إلا أنه يبقى عدد المشتركين إذا ما تمت مقارنته بسنة 2005 ويعود السبب في ذلك إلى انهيار السوق المالية السعودية في سنة 2006 أين راح ضحية هذا الانهيار الكثير من المستثمرين وفقدت الشركات المدرجة نحو 2 تريليون ريال، ولقد ارجع البعض عدة أسباب في حدوث هذا الانهيار منها: أسباب هيكلية كانخفاض كفاءة وشفافية السوق منذ تأسيسها والتي

لم تعالج حتى الآن⁽¹⁾، أيضا أسباب أخرى متعلقة بتراجع أسعار النفط باعتباره أقوى العوامل التي تتحكم بالسوق خاصة عند الانخفاض وما ينجم عنه من نقص الثقة وانتشار الخوف في أوساط المستثمرين، إضافة إلى أسباب أخرى زادت من مستويات المخاطرة في السوق أهمها الإفراط في منح القروض والتسهيلات من القطاع البنكي.

والشكل الموالي يبين تطور عدد المشتركين في صناديق الاستثمار.

الشكل رقم (20): تطور عدد المشتركين في صناديق الاستثمار



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المعطيات الواردة في الجدول أعلاه.

4- صناديق الاستثمار خلال سنة 2018:

وافقت الهيئة المالية خلال عام 2018 على طرح وحدات 12 صندوق طرحا عاما منها: 2 صندوق تستثمر في الأسهم، و4 صناديق تستثمر في أسواق النقد و6 صناديق عقارية متداولة. وخلال سنة 2018 ارتفع إجمالي قيم أصول صناديق الاستثمار بنسبة 15.2% مقارنة لعام 2017.

4-1- الصناديق العقارية المتداولة:

الجدول الموالي يبين الصناديق العقارية المتداولة مصنفة بحسب قيم الأصول وعدد المشتركين بنهاية عام 2018.

(1) صبرينة عتروس، مرجع سبق ذكره، ص:180.

الجدول رقم (39): الصناديق العقارية المتداولة مصنفة بحسب قيم الأصول وعدد المشتركين

عدد المشتركين		قيم الأصول (مليون ريال)		اسم الصندوق
2018	2017	2018	2017	
8,735.0	3,281.0	1,347.8	487.0	الرياض ريت
1,652.0	1,745.0	120.0	120.0	الجزيرة موطن ريت
3,534.0	2,947.0	653.4	678.0	جدوى ريت الحرمين
1,408.0	1,303.0	510.0	294.0	تعليم ريت
2,484.0	2,749.0	599.3	571.0	المعذر ريت
3,468.0	4,067.0	891.7	880.0	مشاركة ريت
4,276.0	5,829.0	761.2	607.0	ملكية ريت
2,656.0	-	582.2	-	مشاعر ريت
6,636.0	-	1,446.7	-	الأهلي ريت 1
4,343.0	-	1,570.3	-	دراية ريت
24,986.0	-	1,744.0	-	الراجحي ريت
12,985.0	-	1,592.6	-	جدوى ريت السعودية
21,515.0	-	595.7	-	سدكو كابيتال ريت
6,402.0	-	1,180.0	-	سويكروب وابل ريت
11,620.0	-	1,226.0	-	ميفك ريت
8,080.0	-	1,628.8	-	بنيان ريت
124,780.0	21,921.0	16,449.8	3,637.0	المجموع

المصدر: هيئة السوق المالية، التقرير السنوي الخامس والخمسون، ص:117.

من خلال الجدول يتبين لنا أن قيمة أصول الصناديق العقارية المتداولة بلغت 16.5 مليار ريال بنهاية عام 2018 مقارنة بقيمة 3.6 مليار ريال بنهاية عام 2017، ووصل عدد الصناديق العقارية المتداولة إلى 16 صندوقاً مدرجاً بنهاية عام 2018 مقارنة بـ 7 صناديق مدرجة في العام السابق، كذلك ارتفع عدد المشتركين إلى ما يزيد على 124 ألف مشترك وبعود سبب ارتفاع عدد المشتركين إلى عودة الثقة في سوق الأوراق المالية مع التحين الملحوظ في أسعار النفط مع بداية سنة 2018.

4-2- الصناديق العامة:

شكلت قيم أصول صناديق الاستثمار (التي تطرح وحداتها طرحاً عاماً) ما نسبته 38.6% من إجمالي قيم أصول الصناديق بنهاية عام 2018، وارتفعت قيمتها بنهاية عام 2018 بنسبة 1.5% مقارنة بعام 2017، لتبلغ 111.9 مليار ريال وكذلك ارتفع عدد المشتركين فيها بنسبة 39.5% لتبلغ 332.6 ألف مشترك، وهو الأعلى منذ عام 2010 وكان الارتفاع الأبرز في قيم الأصول وعدد المشتركين في صناديق الاستثمار العقارية المتداولة، كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (40): مؤشرات الصناديق العامة

نوع الاستثمار	عدد الصناديق			عدد المشتركين		
	نسبة التغيير	2018	2017	نسبة التغيير	2018	2017
أسهم	12.4%	141	161	4.6%	155.278	162.697
أدوات دين	37.5%	5	8	37%	114	181
أسواق نقد	2.3%	43	44	2.4%	38.867	39.817
عقاري	9.1%	10	11	7.3%	7.499	8.088
قابض	21.9%	25	32	4.2%	4.984	4784
متوازن	0.0%	2	2	6.4%	305	326
أخرى	20.0%	4	5	9.7%	372	339
المؤشرات المتداولة	0.0%	3	3	26%	368	292
الاستثمار العقاري المتداولة	128.6%	16	7	469%	124.780	21.921
الإجمالي	8.8%	249	273	39.5%	332.567	238.445

المصدر: هيئة السوق المالية، التقرير السنوي لسنة 2018، ص: 115.

4-3- الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم خلال سنة 2018:

تراجعت قيم أصول الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم بنهاية عام 2018 إلى قرابة 20.7 مليار ريال وبنسبة 45% عن سنة 2017. وارتفعت أصول صناديق الأسهم المحلية بنسبة 4.2% لتصل إلى 15.6 مليار ريال.

جدول رقم (41): الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم حسب النطاق الجغرافي

قيم الأصول (مليون ريال)			عدد المشتركين						النطاق الجغرافي
نسبة التغيير	2018	2017	نسبة التغيير	2018	2017	نسبة التغيير	2018	2017	
%4.2	15.575.4	14.951.0	%4.0-	143.107	149.066	%8.6-	85	93	أسهم محلية
%16.7-	1.616.3	1.941.5	%8.6-	9.293	10.167	%14.3-	24	28	أسهم خليجية
%16.1-	123.6	147.3	%24.9-	217	289	%25-	3	4	أسهم عربية
%29.0-	646.0	909.5	%17.80-	880	1.070	%12.5-	7	8	أسهم أسيوية
%9.2	920.3	842.4	%4.3	241	231	%25-	3	4	أسهم أمريكية
%13.9-	592.8	988.4	%8.6-	244	267	%20-	4	5	أسهم أوروبية
%19.9-	1200.9	1.499.9	%19.4-	1.296	1.607	%21.1-	15	19	أسهم دولية أخرى
%1.5-	20.675.4	20.980.1	%4.6-	155.278	162.697	%12.4-	141	161	الإجمالي

المصدر: هيئة السوق المالية، التقرير السنوي 2018، ص:115.

4-4- تصنيف شركات الاستثمار حسب قيمة الأصول خلال سنة 2018:

جدول رقم (42): تصنيف شركات الاستثمار وفقاً لأصول وعدد الصناديق وعدد المشتركين

عدد المشتركين	حجم أصول الصناديق (مليون ريال)			عدد الصناديق			شركات الاستثمار
	الإجمالي	أجنبية	محلية	الإجمالي	مفتوح	مغلق	
38.041	32.325	6.937	25.388	26	23	3	شركة الأهلي المالية
24.991	11.229	2.823	9.406	19	19	0	شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار
75.447	11.592	1.608	9.984	30	29	1	شركة الرياض المالية
36.765	10.207	3.739	6.468	14	13	1	شركة الراجحي المالية
4.455	8.202	0	8.202	7	5	2	شركة الإنماء للاستثمار
15.573	5.679	10	5.669	13	10	3	شركة السعودي الفرنسية كابيتال
24.669	5.534	719	4.815	19	19	0	شركة إنتش إس بي سي العربية السعودية المحدودة
3.679	4.623	3.428	1.195	13	10	3	شركة الجزيرة للأسواق المالية
16.707	3.203	128	3.076	7	5	2	شركة جدوى للاستثمار
6.303	2.800	1	2.800	8	7	1	شركة العربي الوطني للاستثمار
1.842	1.773	139	1.634	7	7	0	شركة الأول للاستثمار
4.449	1.631	14	1.617	3	2	1	شركة دراية للاستثمار
11.684	1.587	167	1.420	5	3	2	شركة الشرق الأوسط للاستثمار المالي

693	1.294	0	1.294	5	5	0	شركة فالكم للخدمات المالية
6.402	1.180	0	1.180	1	1	0	شركة سويكوروب
23.666	1.055	33	1.022	8	8	1	شركة البلاد للاستثمار
3.488	899	0	899	2	1	0	شركة مشاركة المالية
461	838	331	507	4	4	1	شركة الاستثمار للأوراق المالية والوساطة (الاستثمارية كابيتال)
4.349	784	0	784	3	2	1	شركة ملكيه للاستثمار
2.787	731	0	731	5	4	1	شركة أصول وبخيت الاستثمارية
2.678	654	0	654	2	1	1	شركة مسقط المالية
21.517	606	0	606	2	1	0	الشركة السعودية للاقتصاد والتنمية للأوراق المالية (سدكو كابيتال)
3	569	0	569	1	1	0	شركة بيت الاستثمار العالمي السعودية
28	435	384	151	2	2	2	شركة أشمور للاستثمار السعودية
1.270	379	0	379	6	4	0	شركة كسب المالية
146	170	4	166	5	5	0	شركة الأول كابيتال
35	164	20	144	2	2	0	شركة عودة كابيتال
25	156	18	138	5	5	0	شركة بلوم للاستثمار السعودية
28	112	0	112	2	2	0	شركة ألفا المالية
24	83	0	83	2	2	0	شركة بيت المال الخليجية
145	69	0	69	3	3	0	شركة بيت التمويل السعودي الكويتي
16	61	0	61	2	2	0	شركة جي أي بي كابيتال
8	50	50	0	1	1	0	شركة مورجان ستانلي السعودية
10	43	0	43	2	2	0	شركة المجموعة المالية- هيرمس السعودية
36	43	25	17	1	1	0	شركة إتقان كابيتال
44	37	28	9	3	3	0	شركة أرباح المالية
24	33	0	33	2	2	0	شركة الوساطة المالية
52	28	9	19	4	4	0	شركة الخير كابيتال السعودية
35	4	0	4	2	2	0	مجموعة النفيعي للاستثمار
1	2	0	2	1	1	0	شركة ثروات للأوراق المالية
332.567	111.862	20.515	91.347	249	223	26	الإجمالي

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد موقع هيئة السوق المالية: www.cma.com.

وبتحليل تصنيف شركات الاستثمار وفقا لحجم أصول الصناديق حلت شركة الأهلي المالية في المرتبة الأولى بالنسبة لحجم أصول صناديق الاستثمار التابعة لها بحوالي 32.3 مليار ريال بمثل ما نسبته 28.9 % من إجمالي أصول صناديق الاستثمار، تلتها شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار بحجم أصول بلغ 12.2 مليار ريال يمثل ما نسبته 10.9 %، وحلت ثالثا شركة الرياض المالية بحجم أصول بلغ 11.6 مليار ريال يمثل ما نسبته 10.4 %.

ومن حيث إجمالي عدد الصناديق حلت شركة الرياض المالية في المرتبة الأولى؛ إذ استحوذت على 30 صندوقا؛ منها صندوق واحد مغلق وحلت في المرتبة الثانية شركة الأهلي المالية بعدد 26 صندوقا منها ثلاث صناديق مغلقة، وجاء في المرتبة الثالثة كل من شركة إتش إس بي سي العربية السعودية المحدودة وشركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار بعدد 19 صندوقا لكليهما وجميعها مفتوحة. وباستعراض ترتيب شركات الاستثمار وفقا لعدد المشتركين حظيت شركة الرياض المالية بالنصيب الأكبر بحوالي 75.4 ألف مشترك تلتها شركة الأهلي المالية بحوالي 38.0 ألف مشترك، ثم شركة الراجحي المالية بعدد 36.8 ألف مشترك حسب الجدول أعلاه.

4-5- أداء صناديق الاستثمار بسوق الأوراق المالية السعودية خلال 2018:

أظهر مسح الأرقام حول أداء صناديق الاستثمار السعودية تصدر صندوق الرياض للأسهم القيادية المدار من قبل شركة الرياض المالية محققا عائدا بنسبة 19.94 % وهو صندوق استثماري يهدف إلى تنمية رأس المال المستثمر على المدى الطويل من خلال الاستثمار في أسهم الشركات السعودية المدرجة في سوق الأسهم السعودية والتركيز على أسهم الشركات ذات القيمة السوقية العالية. يليه صندوق الرياض للأسهم السعودية المدار من شركة الرياض المالية وحقق عائدا قدره 19.56 % وهو صندوق استثماري يهدف إلى تنمية رأس المال المستثمر على المدى الطويل من خلال الاستثمار في أسهم الشركات السعودية، إلا أن الإحصائية شملت الصناديق الكبيرة التي يتجاوز صافي قيمة أصولها إلى 100 مليون ريال والبالغ عددها 96 صندوقا من أصل نحو 241 صندوقا استثماريا بالسوق الأوراق المالية السعودية.

في المقابل جاء إتش إس بي سي لأسهم الصين والهند المرن كأقل الصناديق أداء كما يوضحه الجدول رقم (44) بنسبة قدرها 16 % وهو صندوق استثماري يهدف إلى تنمية رأس المال على المدى المتوسط إلى المدى الطويل عن طريق زيادة رأس المال من خلال الاستثمار المتوافق مع أحكام الشريعة في عديد من الأوراق المالية للشركات الصينية والهندية.

يليه صندوق أصول وبخيت للإصدارات الأولية للدار من قبل شركة أصول وبخيت الاستثمارية وسجل عائد قدره 15.42% وهو صندوق استثماري يهدف إلى تنمية رأس المال، من خلال قيمة مضافة ايجابية مقارنة بمؤشر أصول وبخيت لأسهم الإصدارات الأولية مع تحمل أدنى مستوى ممكن من المخاطر.

جدول رقم (43): أفضل صناديق الاستثمار بسوق الأسهم السعودي من حيث الأداء

(مليون ريال)

العائد خلال عام 2018 (%)	صافي قيمة الأصول	مدير الصندوق	اسم الصندوق
19.94	1,824.09	شركة الرياض المالية	صندوق الرياض للأسهم القيادية
19.56	191.06	شركة الرياض المالية	صندوق الرياض للأسهم السعودية
17.98	144.33	شركة إتش إس بي سي العربية السعودية المحدودة	إتش إس بي سي للأسهم السعودية
15.71	569.05	بيت الاستثمار العالمي - السعودية	صندوق جلوبل للأسهم السعودية
15.11	1,077.29	شركة الرياض المالية	صندوق الرياض للأسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة
13.95	248.05	جدوى للاستثمار	صندوق جدوى للأسهم السعودية - الفئة أ -
13.11	237.34	جدوى للاستثمار	صندوق جدوى للأسهم السعودية - الفئة ب -
12.92	107.69	شركة العربية الوطني للاستثمار	صندوق العربي للأسهم السعودية
11.93	240.97	شركة إتش إس بي سي العربية السعودية المحدودة	إتش إس بي سي للأسهم السعودية للدخل
11.75	358.73	السعودي الفرنسي كابيتال	صندوق الاستثمار بالأسهم السعودية

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ الاطلاع: 2018/09/10.

جدول رقم (44): أسوء صناديق الاستثمار بسوق الأسهم السعودي من حيث الأداء

(مليون ريال)

العائد خلال عام 2018 (%)	صافي قيمة الأصول	مدير الصندوق	اسم الصندوق
16.06	110.57	إتش إس بي سي العربية السعودية للحدودية	إتش إس بي سي للأسهم الصين والهند المرن
15.42	114.47	شركة أصول وبخيت الاستثمارية	صندوق أصول وبخيت للإصدارات الأولية
14.74	170.38	شركة الأهلي المالية	صندوق الأهلي لمؤشر أسهم الأسواق الناشئة
14.24	165.68	شركة الجزيرة للأسواق المالية	صندوق الجزيرة للأسهم الأوروبية
12.53	129.86	شركة الرياض المالية	صندوق الرياض للأسهم العالمية المتوافقة مع الشريعة
11.29	144.76	شركة الأهلي المالية	صندوق الأهلي لمؤشر اسه ماسيا والباسيفيك
11.04	272.66	شركة الأهلي المالية	صندوق الأهلي لمؤشر أسهم أوروبا
10.42	214.3	شركة الجزيرة للأسواق المالية	صندوق الجزيرة للأسهم اليابانية
10.04	148.48	شركة الرياض المالية	صندوق الرياض للأسهم الأوروبية
9.37	204.51	شركة الجزيرة للأسواق المالية	صندوق الجزيرة للأسهم العالمية

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الموقع الالكتروني لسوق الأسهم السعودية (تداول): www.tadawul.sa تاريخ

الاطلاع: 2018/09/10.

المبحث الثالث: دراسة تأثير صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (1992-2017)

في هذا المبحث تسعى الباحثة إلى محاولة قياس تأثير صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (1992-2017).

وفي سبيل هذه الغاية سيتم عرض مايلي:

- أساسيات النمذجة القياسية بواسطة منهجية نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL) لكون أن الدراسة القياسية تعتمد على هذه المنهجية.
- التعريف بالمتغيرات المستخدمة في الدراسة القياسية.
- عرض المنهجية القياسية ومناقشة وتحليل النتائج.

المطلب الأول: مدخل إلى نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع (ARDL)

في نماذج السلاسل الزمنية قد توجد فترة معينة طويلة نسبيا في متغيرات صنع القرار الاقتصادي والتأثير النهائي في متغير السياسة، وبصيغة أخرى إن التعديل في المتغير التابع (الاستجابة) Y بسبب المتغيرات في المتغير التوضيحي X تتوزع على نطاق واسع عبر الزمن. فإذا كانت المدة الفاصلة بين الاستجابة والتأثير كافية طويلة نسبيا فإن المتغيرات التوضيحية المتباطئة يجب تضمينها في النموذج. هذا وتكون إحدى طرائق بناء نماذج الاستجابة الديناميكية بتضمين المتغيرات المتباطئة لـ (X) كمتغيرات توضيحية أي يكون استخدام نماذج الإبطاء \log Distributed models في ذلك، حيث أن الأساس في نماذج الإبطاء يكون بتضمين سلسلة من متغيرات الإبطاء التوضيحية لضمان عملية التعديل وفق النموذج البسيط التالي:¹

$$Y_t = a_0X_t + a_1X_{t-1} + a_2X_{t-2} + \dots + a_pX_{t-q} + u_t$$

ويمكن أن يعبر السلوك الديناميكي من خلال الاعتماد على القيمة السابقة للمتغير الداخلي أي

Y_t يعتمد على القيم السابقة (Y) ويتمثل بنموذج الانحدار الذاتي AR(P) Autoregressive Model:

$$Y_t = \beta_1X_{t-1} + \beta_2Y_{t-2} + \dots + \beta_pY_{t-q} + \varepsilon_t$$

¹ عادل زقير، اثر تطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي - دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال الفترة (1998-2012)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص: 250

بمعنى آخر إن الطريقة الإضافية أو البديلة لاحتواء المركبة الديناميكية في السلوك الاقتصادي من خلال تضمين متغيرات داخلية متباطئة إلى جانب المتغيرات الخارجية كمتغيرات توضيحية، في حين أن دراسات السلاسل الزمنية تكون نماذج الانحدار الديناميكية متضمنة كلا من المتغيرات الداخلية والخارجية المتباطئة كمتغيرات توضيحية، ويمكن التعبير في وجود k من المتغيرات التوضيحية بالنموذج التالي:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 Y_{t-1} + \beta_2 Y_{t-2} + \dots + \beta_p Y_{t-p} + a_0 X_t + a_1 X_{t-1} + a_2 X_{t-2} + \dots + a_p X_{t-q} + \varepsilon_t$$

وتعتبر هذه المعادلة الشكل الأساسي لنموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع $ARDL$ (Autoregressive- Distributed Lag)، حيث ε_t حد الخطأ العشوائي- التشويش الابيض- والنموذج هو نموذج انحدار ذاتي، بمعنى أن المتغير Y_t هو مفسر (جزئياً) بواسطة القيم المبطأة للمتغير نفسه، كما أن لديه مكونات إبطاء موزع، وذلك في شكل إبطاءات متتالية للمتغير X وأحياناً يتم استبعاد القيمة X_t نفسها من هيكل نموذج الإبطاء الموزع. كما أن β_0 يمثل الحد الثابت، p رتبة التابع Y (عدد فترات الإبطاء للمتغير Y_t)، q رتبة المتغير التفسيري X (عدد فترات الإبطاء للمتغير X_t)، t متغير الزمن (الاتجاه الزمني). ويمكن التعبير عن المعادلة اختصاراً $ARDL(p, q)$ ، وهذا النوع من النماذج مستند إلى تقدير نموذج تصحيح خطأ غير مستفيد $Unrestricted Error Correction$ (UECM)⁽¹⁾.

وبصورة أشمل تكون الصيغة العامة لنموذج $ARDL(p, p_1, p_2, \dots, q_k)$ مكون من متغير تابع Y وعدد k من المتغيرات التفسيرية X_1, X_2, \dots, X_k على الشكل التالي:²

$$\Delta y_t + C + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_1} \beta_2 \Delta x_{1t-i} + \sum_{i=0}^{q_2} \beta_3 \Delta x_{1t-i} + \dots + \sum_{i=0}^{q_k} \beta_k \Delta x_{kt-i} + a_1 Y_{t-1} + a_2 x_{1t-1} + a_3 x_{2t-1} + \dots + a_k x_{kt-1} + \varepsilon_t$$

حيث أن: c : الحد الثابت.

Δ : الفروق من الدرجة الأولى.

k : عدد المتغيرات.

(1) علي عبد الزهرة حسن، عبد اللطيف حسن شومان، علي عبد الزهرة حسن، عبد اللطيف حسن شومان، تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستعمال اختبارات جذر الوحدة وأسلوب دمج النماذج المرتبطة ذاتياً ونماذج توزيع الإبطاء (ARDL)، مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العراق، المجلد 9، العدد 34، 2013، ص ص: 183-188.

(2) عادل زقير، مرجع سبق ذكره، ص: 251.

- p : فترة إبطاء المتغير التابع Y .

- q_1, q_2, \dots, q_k : فترات إبطاء المتغيرات التفسيرية X_1, X_2, \dots, X_k على التوالي.

- $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$: معاملات العلاقة قصيرة الأجل.

- a_1, a_2, \dots, a_k : معاملات العلاقة طويلة الأجل.

- ε_t : حد الخطأ العشوائي.

ويتم اختبار علاقة المتكامل المشترك وفق نموذج ARDL من خلال فرضيتين:

- H_0 : فرضية العدم، عدم وجود تكامل مشترك (علاقة توازنية طويلة الأجل) بين المتغيرات والتي

$$a_1 = a_2 = a_3 = a_4 = a_5 = a_6 = 0$$

- H_1 : الفرضية البديلة، وجود تكامل مشترك (علاقة توازنية طويلة الأجل) بين المتغيرات والتي تتمثل

$$a_1 \neq a_2 \neq a_3 \neq a_4 \neq a_5 \neq a_6 \neq 0$$

وقبل النمذجة القياسية بواسطة نموذج ARDL لابد من المرور على خطوات؛ وهي:¹

1. التأكد من أن أي من المتغيرات ليس متكامل من الرتبة الثانية (02) فهذا يبطل منهجية نموذج

ARDL.

2. صياغة نموذج تصحيح خطأ غير مقيد Unrestricted Error Correction (UECM)، والذي

يكون نوع خاص من نموذج ARDL.

3. في الخطوة الثانية تحديد فترة بنية فترة الإبطاء الكافية للنموذج؛

4. التأكد من أن أخطاء النموذج مستقلة تسلسليا.

5. التأكد من أن النموذج مستقر ديناميكيا.

6. تنفيذ اختبار الحدود " Bounds Test " لرؤية ما إذا كان هناك دليل على علاقة طويلة الأجل بين

المتغيرات.

7. وإذا كانت النتيجة ايجابية في الخطوة 06، يتم تقدير العلاقة طويلة الأجل " مستويات النموذج "

فضلا عن فضل نموذج تصحيح خطأ غير مقيد Unrestricted Error Correction (UECM).

8. استعمال نتائج النموذج المقدر في الخطوة 07 لقياس حركية تأثير العلاقة قصيرة الأجل، والعلاقة

التوازنية الطويلة الأجل بين المتغيرات.

¹ المرجع السابق، ص ص 251-252

- ولتطبيق اختبار التكامل المشترك باستخدام نموذج ARDL يتم اعتماد أربعة إجراءات حيث:⁽¹⁾
- أ. يتمثل الإجراء الأول في اختيار فترة الإبطاء المثلى للفروق الأولى لقيم المتغيرات في نموذج UECM، وذلك باستخدام نموذج متجه انحدار ذاتي غير مقيد Vector Unrestricted Model Autoregressive، ويتم ذلك باستخدام أربعة معايير مختلفة لتحديد هذه الفترة هي: معيار معلومات Akaike (AIC; 1973)، معيار معلومات Schwarz (SC; 1978)، معيار معلومات Hannan and Quinn (HQ; 1979)، معيار خطأ التوقع النهائي Final Prediction Error (FPE) المقترح من قبل Akaike (1969)؛
- ب. يتمثل الإجراء الثاني في تقدير UECM بواسطة طريقة المربعات الصغيرة العادية (OLS) ولتحديد كل نموذج من هذه النماذج يتم إتباع إجراء اختبار النموذج الذي ينتقل من العام إلى الخاص General to Specific والذي يتمثل في إلغاء متغير الفروق الأولى لأي متغير تكون القيم المطلقة لإحصائية t - الخاصة به أقل من الواحد الصحيح وذلك بشكل متتالي؛
- ج. يتمثل الإجراء الثالث في اختبار المعنوية المشتركة لمعاملات مستويات المتغيرات المبطنة لفترة واحدة بواسطة اختبار Wald (إحصائية اختبار f)؛
- د. أما الإجراء الرابع فيتمثل في مقارنة قيمة إحصائية f - المحسوبة لمعاملات المتغيرات المستقلة المبطنة لفترة واحدة بقيمة إحصائية f - الحرجة (الجدولية) المناظرة المحسوبة في Pesaran et al (2001)، ونظرًا لأن اختبار f - له توزيع غير معياري، فإن هناك قيمتين حرجتين لإحصائية هذا الاختبار: قيمة الحد الأدنى وتفترض أن كل المتغيرات ساكنة في قيمها الأصلية (أو في مستواها)، بمعنى أنها متكاملة من الرتبة صفر أي $I(0)$ قيمة الحد الاعلى وتفترض أن المتغيرات ساكنة في الفروق الأولى لقيمتها بمعنى أنها متكاملة من الرتبة واحد صحيح أي $I(1)$ قيمة الحد الاعلى وتفترض أن المتغيرات ساكنة في الفروق الأولى لقيمتها، بمعنى أنها متكاملة من الرتبة واحد صحيح $I(1)$ حيث:

⁽¹⁾ مجدي الشوربجي، العلاقة بين رأس المال البشري والصادرات والنمو الاقتصادي في تايوان، الملتقى العلمي الدولي حول المعرفة في ظل الاقتصاد الرقمي ومساهماتها في تكوين المزاي التنافسية للبلدان العربية، جامعة الشلف، الجزائر، 27-28 نوفمبر 2007، ص: 18-20.

- إذا كانت قيمة إحصائية f المحسوبة أكبر من قيمة الحد الاعلى، سيتم رفض فرضية العدم القائلة بعد وجود تكامل مشترك بين المتغيرات بغض النظر عن رتب التكامل المشترك للمتغيرات، ويعني ذلك وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات؛
- إذا كانت قيمة إحصائية f المحسوبة أقل من قيمة الحد الأدنى، فلا يمكن رفض فرضية العدم القائلة بعدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات. ويعني ذلك عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات؛
- أما إذا كانت قيمة إحصائية f المحسوبة تقع بين قيم الحدين الأدنى والاعلى، ستكون النتائج غير محددة ولا يمكن اتخاذ قرار لتحديد عما إذا كان هناك تكامل مشترك بين المتغيرات من عدمه؛
- إذا كانت كل المتغيرات متكاملة من الرتبة (1) أي $I(1)$ فإن القرار الذي يتم اتخاذه لتحديد عما اذا كان هناك تكامل مشترك بين المتغيرات من عدمه سوف يتم على أساس مقارنة قيم إحصائية f المحسوبة بالقيمة الحرجة للحد الأعلى. وبالمثل إذا كانت كل المتغيرات متكاملة من الرتب صفر أي $I(0)$ فإن هذا القرار يتم اتخاذه على أساس مقارنة قيمة إحصائية f المحسوبة بالقيمة الحرجة للحد الأدنى.

المطلب الثاني: تعريف المتغيرات ومصادر وتطور البيانات المستخدمة في الدراسة

بهدف قياس أثر صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة (1992-2017) استخدمت الباحثة بيانات لـ 04 متغيرات. حيث يوضح الجدول الموالي تعريف المتغيرات ومصدر البيانات المستخدمة في الدراسة.

جدول رقم (45): التعريف بالمتغيرات ومصدر البيانات المستخدمة في الدراسة

الرمز	التعريف	المصدر
ca	القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	مؤسسة النقد العربي السعودي
fa	وهو يعبر عن تطور أصول صناديق الاستثمار كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1992-2017)	مؤسسة النقد العربي السعودي
cred	ويشير إلى تطور القروض الموجهة للقطاع	بيانات البنك الدولي - http://data-

albank	الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1992-2017)		
مؤسسة النقد السعودي	وتشير إلى القيمة المتداولة للأسهم كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في السعودية خلال الفترة (1992-2017)	val	

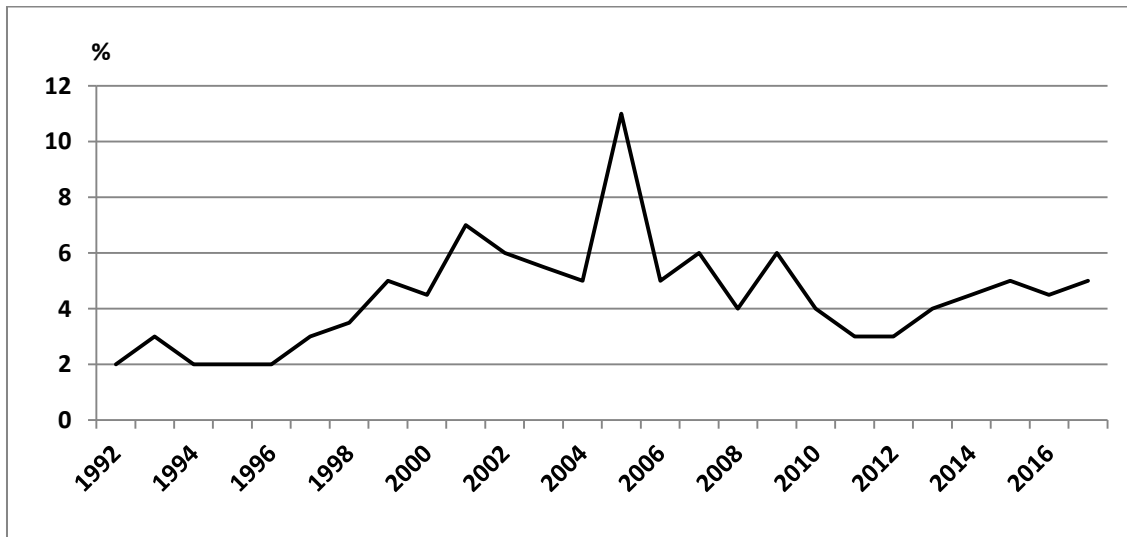
1- تطور أصول صناديق الاستثمار كنسبة من التابع المحلي الإجمالي 1992-2017 (fa):

عرفت النسبة fa تطورا ملحوظا خلال فترة الدراسة ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل

الموالي:

شكل رقم (21): تطور أصول صناديق الاستثمار كنسبة

من الناتج المحلي الإجمالي 1992-2017



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews10.

عرفت أصول صناديق الاستثمار ثلاث مراحل أساسية وهي:

- **مرحلة النمو:** وهي تمتد من بداية التسعينات إلى غاية سنة 2005 فمنذ بداية التسعينات وأصول صناديق الاستثمار في نمو مطرد كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، حيث قفزت من 2,42% سنة 1992 لتصل إلى 11,14% سنة 2005 ومع بداية 2000 عرفت أصول صناديق الاستثمار كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي نمو قدر بنسبة 10%، ومع التطورات التي شهدتها سوق الأوراق المالية السعودية من زيادة عدد الشركات المدرجة وتشجيع مؤسسة النقد السعودي لزيادة عدد الصناديق شهدت سنة 2005 نمو كبيراً لنسبة fa أين وصلت إلى 11,14%، وكانت بمثابة النقطة النوعية

للاستثمارات مرحلة التذبذب وتبدأ من سنة 2006-2009 وبسبب أزمة الفقاعة المالية التي ضربت سوق الأوراق المالية السعودية، حيث تراجعت أصول صناديق الاستثمار بصفة عامة والاستثمارات في الأسهم المحلية بصفة خاصة.

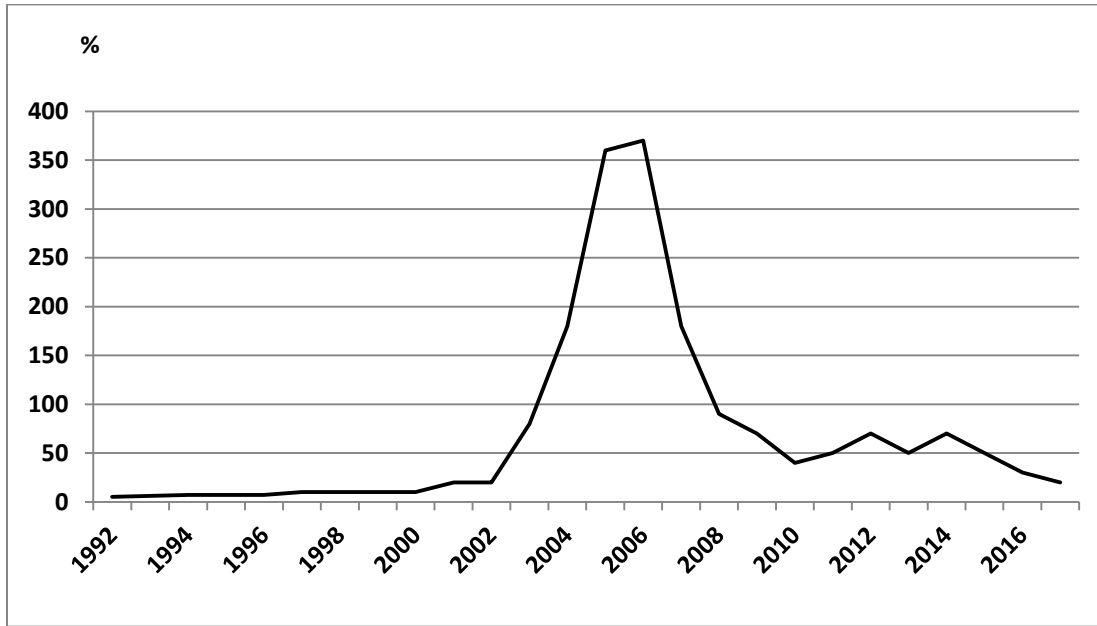
- **مرحلة الاستقرار:** وهي تبدأ من سنة 2010-2017 حيث شهد fa استقرار ملحوظا فتراجحت النسبة ما بين 4 إلى 3% يمكن إرجاع السبب في ذلك إلى تعود المستثمرين للجوء إلى صناديق الاستثمار كنوع من الاستثمارات.

2- **تطور القيمة المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في السعودية 1992-2017 (Val):**

عرفت القيمة المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في سوق الأوراق المالية السعودية تطورا مطردا خلال الفترة 1992-2017 ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل رقم (22) كما يلي:

شكل رقم (22): تطور قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي

الإجمالي في السعودية 1992-2017



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews10.

عرفت النسبة (Val) مرحلتين أساسيتين هما:

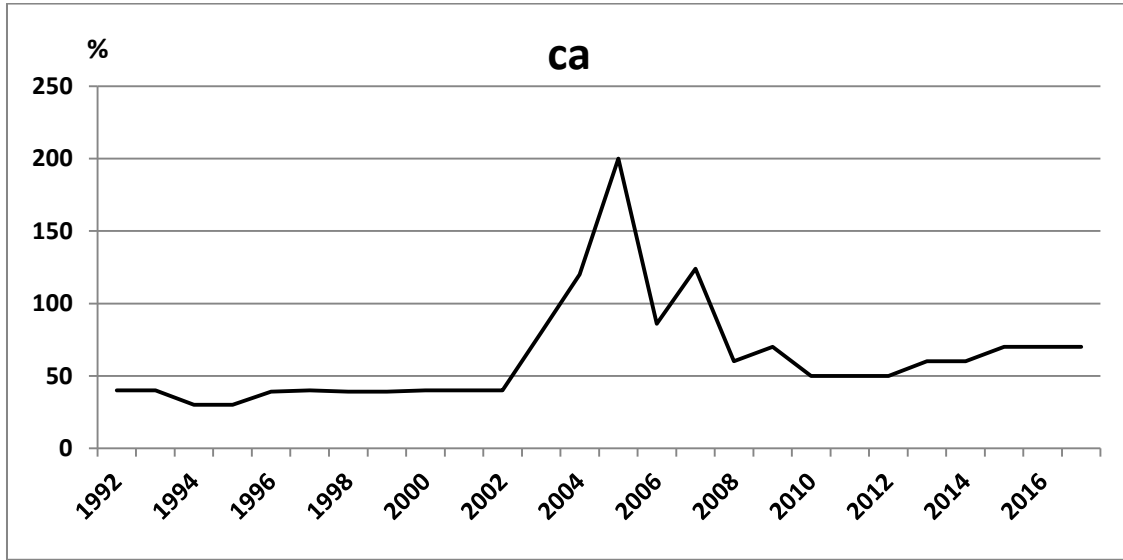
- **مرحلة النمو:** حيث تمتد هذه المرحلة من سنة 1992 إلى غاية 2006 حيث قفزت النسبة من 2,67% سنة 1992 لتصل إلى 372,76% سنة 2006 ويرجع هذا التطور إلى برامج التخصيص الذي تبنته الدولة، إضافة إلى توفيرها قنوات استثمارية مهمة تسهم في استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية.

- **مرحلة التذبذب:** وهي تبدأ من سنة 2007 إلى غاية سنة 2017 حيث بلغت نسبة (*Val*) خلال سنة 2007 بـ 163,94% وقد استمرت في الانخفاض لتصل لحد 31,8% سنة 2017، ويفسر هذا التراجع بحدوث ظاهرة " الفقاعة المالية " ونتيجة لتداعيات الأزمة المالية العالمية. وعلى أية حال فقد بقي حجم التداول يشكل نسبة كبيرة من مجموع أسواق الأوراق المالية العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي.

3- تطور القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي 2017-1992 (*Ca*):

يمثل الشكل الموالي تطور القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي:

شكل رقم (23): تطور القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي 2017-1992



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews10.

يمكن تحليل تطور (*Ca*) من خلال مرحلتين أساسيتين:

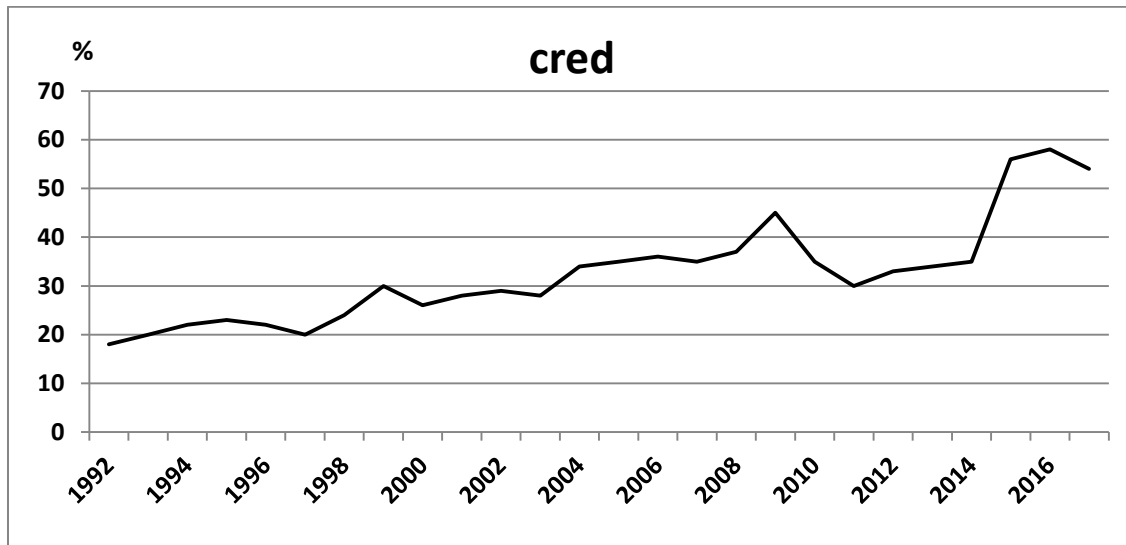
- **مرحلة النمو:** فنتسم هذه المرحلة بالنمو المطرد والاستقرار والسهولة في اتخاذ القرار الاستثماري أو تنقسم إلى قسمين؛ القسم الأول يمتد من عام 1992 حتى عام 2002 حيث وصلت خلال هذه الفترة نسبة (*Ca*) إلى أدنى قيمة لها سنة 1995، حيث بلغت النسبة 28,5% تقدمت بعدها في عامي 1996 و 1997 بـ 28,95% و 35,88% على التوالي ثم عادت للتراجع في عام 1998 فوصلت إلى 29% ثم عادت النسبة للتصاعد حتى وصلت عام 2002 بنسبة 39,83%؛ أما القسم الثاني بدأ من عام 2003 إذ وصلت نسبة القيمة السوقية إلى 72,90% وقد كانت بداية لارتفاع مطرد فارتفعت عام 2004 لتصل نسبة القيمة السوقية إلى 118,42% واستمرت في الارتفاع لتصل الذروة عام 2005 لتقدر نسبة القيمة السوقية بـ 198,21%.

- **مرحلة التذبذب:** وتتسم هذه المرحلة بالتذبذب وعدم الاستقرار وصعوبة اتخاذ القرار الاستثماري، وهي تمتد من سنة 2006 إلى غاية سنة 2017 حيث قدرت نسبة (*Ca*) خلال سنة 2006 بـ 86,95 بعدما كانت في سنة 2005 قد وصلت إلى الذروة بنسبة 198,21% وبعدها عادت للارتفاع في سنة 2007 لتصل إلى 124,74% ثم تعاود الانخفاض في السنوات التالية ابتداء من سنة 2008 لتصل إلى 47,44%، ويرجع ذلك إلى الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على سوق الأوراق المالية السعودية وبعدها عادت الارتفاع من جديد ولكن بنسبة ضئيلة ومستقرة نسبياً لتصل عام 2017 نسبة 65,50%.

4- **تطور القروض الموجهة للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي 2017-1992** (*cred*): يمثل الشكل الموالي تطور القروض الموجهة للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي .

شكل رقم (24): تطور القروض الموجهة للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي

الإجمالي 2017-1992



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews10.

شهدت نسبة (*cred*) نمو مستمرا منذ سنة 1992 وإلى غاية سنة 2017 حيث بلغت نسبة *cred* سنة 1992 بـ 16,76% ثم بدأت في التزايد التدريجي بعدها بوتيرة مستقرة نسبياً لتصل إلى نسبة لها سنة 2016 قدرت بـ 58,11% لتتخفض بعدها نسبياً وتصل إلى نسبة 54,12%، ويعكس هذا الارتفاع سياسة الدولة الراهنة إلى تشجيع الاستثمار في السوق المالي وذلك من خلال تعزيز وتقوية القدرة

المالية للمؤسسات والشركات التي تدخل ضمن القطاع الخاص، وبالتالي تحقيق الأرباح ومنه القدرة على الاستثمار بسهولة في سوق الأوراق المالية السعودية.

المطلب الثالث: نمذجة العلاقة بين تطور صناديق الاستثمار وتأثيرها في سوق الأوراق المالية السعودية

وفي هذا الصدد ستشمل محاولة النمذجة القياسية لأثر تطور صناديق الاستثمار وتأثيرها في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (1992-2017)، حيث يتم توضيح المنهجية القياسية وإعطاء النتائج وتحليلها من الناحية الإحصائية والاقتصادية، ناهيك عن اختيار استقرار النموذج المستخدم وذلك على النحو التالي:

أولاً: المنهجية القياسية والنتائج:

لغرض اختيار فرضيات البحث يتم استخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع

$$ARDL \text{ ويأخذ النموذج } y = f(CA, Val, fa, Cred)$$

بالنسبة للتعريف بالمتغيرات الواردة في المعادلة أنظر الجدول السابق؛ وبناءً على المعادلة

سيكتب النموذج على الشكل التالي:

$$DCA_6 = C + \sum_{z=1}^P B_1 DCA_{t-i} + \sum_{t=n}^q B_2 DCRED_{t-n} + \sum_{t=n}^m B_3 DFA_{t-i} + \sum_{t=n}^z B_4 DVAL_{t-i} + a_1 CA_{t-1} + a_2 CRED_{t-1} + a_3 FA_{t-1} + a_4 VAL_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث: - C: الحد الثابت.

- D: يشير إلى الفروق من الدرجة الأولى.

- P, a, m, z: الحد الأعلى لفترات الإبطاء الزمني للمتغير التابع والمستقبل.

- B₁, B₂, B₃, B₄: معاملات العلاقة قصيرة الأجل (نموذج تصحيح الخطأ).

- a₁, a₂, a₃, a₄: معاملات العلاقة طويلة الأجل.

- ε_t: حد الخطأ العشوائي.

- t: اتجاه الزمن.

هذا؛ وقبل البدء في تقدير نموذج ARDL وتحليل نتائجه بتعيين القيام ببعض الاختبارات الأساسية والضرورية لغرض التعرف على مدى صلاحية البيانات المستخدمة في التحليل لمثل هذا النموذج، وذلك على النحو التالي:

1-1- نموذج جذر الوحدة (استقرار السلاسل الزمنية):

يهدف اختبار جذر الوحدة إلى فحص خصائص السلاسل الزمنية لجميع المتغيرات الداخلة في المعادلة، وذلك بغرض التأكد من استقرار بيانات السلاسل الزمنية، حيث أنه إذا كانت هذه السلاسل غير مستقرة أو مستقرة عند الفروقات من الصرافية الثانية، عندما يواجه الباحث مشكلة عدم إمكانية تقدير نموذج ARDL، ورغم تعدد اختيارات جذر الوحدة إلا أننا سوف نستخدم اختبار ديكي-قولر-المطور. ويوضح الجدول الموالي نتائج هذا الاختبار.

جدول رقم (46): اختبار ديكي-قولر-المطور

الفرق الأول			جدول المستوى			المتغيرات	القرار
بدون ثابت واتجاه	ثابت واتجاه	ثابت فقط	بدون ثابت واتجاه	ثابت واتجاه	ثابت فقط		
- 7,55 (0,00)	- 7,24 (0,00)	- 7,4 (0,00)	- 0,58 (0,45)	- 2,67 (0,25)	- 2,57 (0,11)	CA	I (1)
- 4,19 (0,00)	- 4,46 (0,00)	- 4,51 (0,00)	- 1,50 (0,96)	- 3,36 (0,07)	- 0,61 (0,85)	CRED	I (1)
- 8,58 (0,00)	- 8,44 (0,00)	- 8,40 (0,00)	- 0,29 (0,56)	- 1,38 (0,84)	- 2,54 (0,11)	FA	I (1)
- 3,17 (0,00)	- 3,59 (0,05)	- 3,10 (0,03)	- 2,01 (0,04)	- 2,64 (0,26)	- 2,72 (0,08)	VAL	I (1)

المصدر: من إعداد الباحثة، بالاعتماد مخرجات برنامج Eviews10.

ملاحظة: تفرض ضريبة العدم عدم سكون السلاسل الزمنية أي الاحتواء على جذر وحدة، ويستند رفض ضريبة العدم على قبول (Mac Kinnon 1996)، وذلك وفق المعيار SIC، وتستمر *، **، *** على رفض فريضة العدم لعدم السكون عند مستوى معنوية 10%، 5%، 1% على التوالي.

وبناءً على ما هو موضح الملحق رقم (5) تستنتج الباحثة أنه لا توجد سلسلة متكاملة من الدرجة

الثانية وعليه الاستمرار في تقدير النموذج.

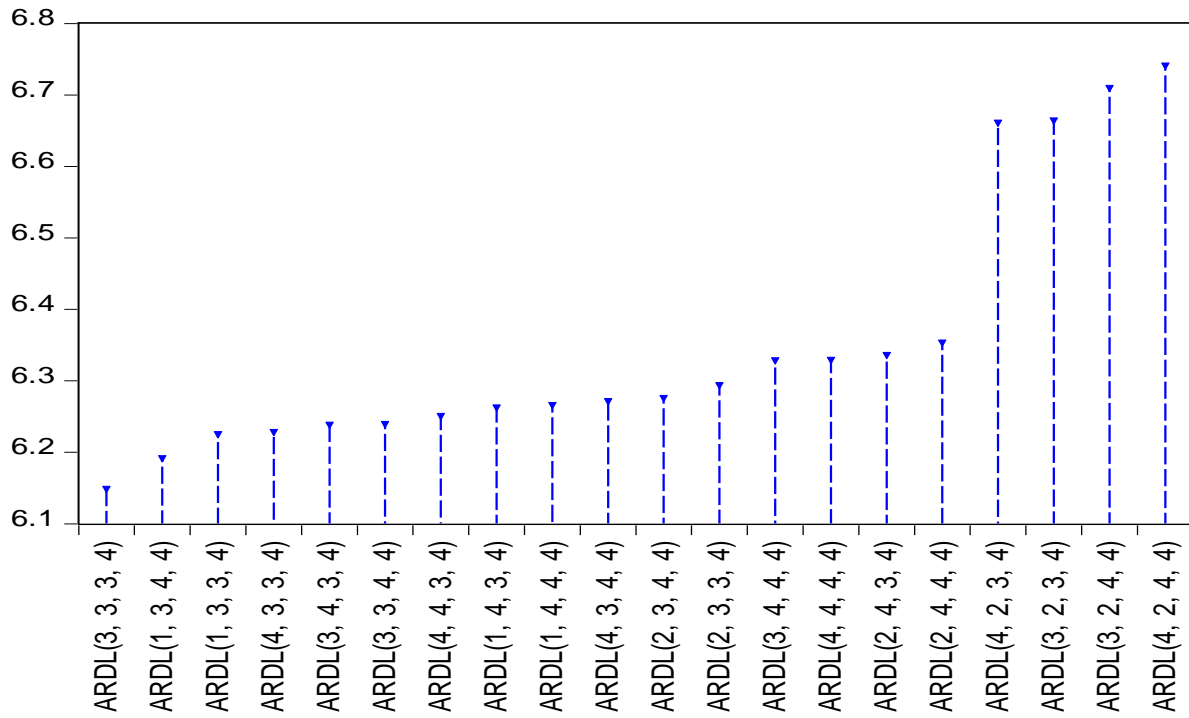
1-2- اختبار فترات الإبطاء المثلى للمتغيرات الداخلة في تقدير نموذج ARDL:

اعتمادًا على AIC تم تحديد فترات التباطؤ وتبين أن النموذج (3,4) ؛ (3,3) هو النموذج الأمثل

كما هو موضح في الشكل التالي:

شكل رقم (25): اختبار فترات الإبطاء المثلى في نموذج الدراسة

Akaike Information Criteria (top 20 models)



المصدر: من إعداد الباحثة، بالاعتماد مخرجات برنامج Eviews10.

3- اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود (Bounds test):

يهدف هذا الاختبار إلى رؤية ما إذا كان هناك دليل على علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات.

ويبين الجدول رقم (47) أدناه نتائج اختبار التكامل المشترك باستعمال منهجية اختبار الحدود (Bounds

test) وتشير النتائج إلى أن القيمة المحسوبة لـ F-Statistic أكبر من القيم الحرجة للحد الأدنى عند

معظم المستويات المعنوية، ومنه نرفض فرضية عدم التنصص على عدم وجود علاقة تكامل مشترك

بين أصول صناديق الاستثمار والقيمة السوقية، ويعني ذلك وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين القيمة

السوقية والمتغيرات المستقلة.

جدول رقم (47): اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود (Bounds test)

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CRED	0.494278	0.120203	4.112039	0.0092
FA	2.636405	1.187472	2.220183	0.0771
VAL	0.312542	0.026132	11.96010	0.0001
C	8.022271	4.521924	1.774083	0.1362
EC = CA - (0.4943*CRED + 2.6364*FA + 0.3125*VAL + 8.0223)				
F-Bounds Test			Null Hypothesis: No levels relationship	
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	8.872262	10%	2.37	3.2
k	3	5%	2.79	3.67
		2.5%	3.15	4.08
		1%	3.65	4.66
Finite Sample: n=35				
Actual Sample Size	22	10%	2.618	3.532
		5%	3.164	4.194
		1%	4.428	5.816
Finite Sample: n=30				
		10%	2.676	3.586
		5%	3.272	4.306
		1%	4.614	5.966

المصدر: من إعداد الباحثة، بالاعتماد مخرجات برنامج Eviews10.

4- اختبار جودة النموذج:

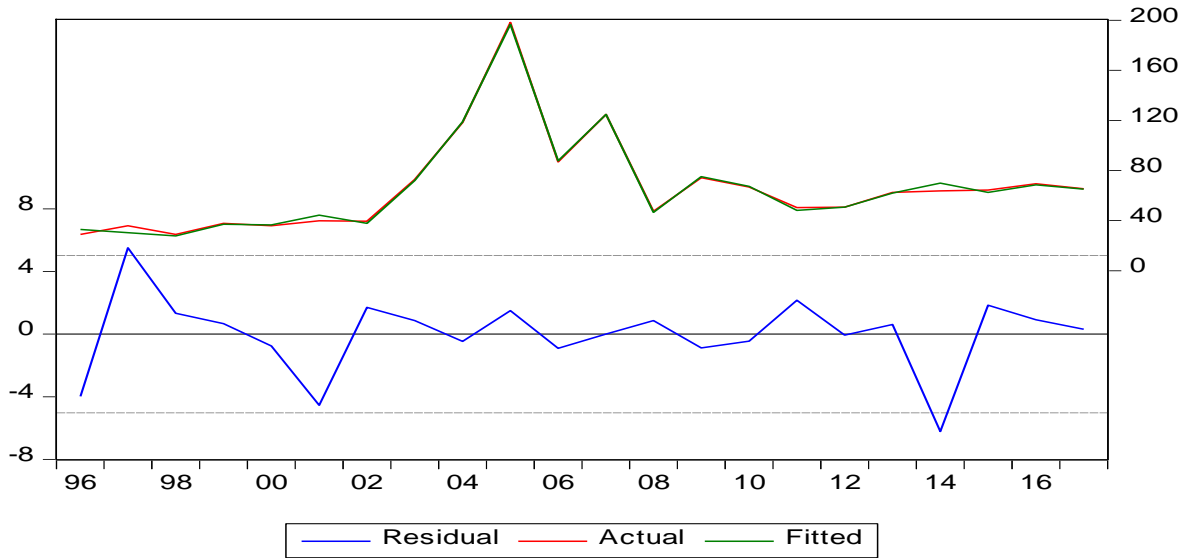
قبل اعتماد النموذج (3,4) ؛ (3,3) ARDL في تقدير الآثار قصيرة وطويلة الأجل ينبغي التأكد

من جودة أداء هذا النموذج، وذلك من خلال استخدام الاختبارات التالية:

4-1- جودة النموذج:

من أجل دراسة من جودة النموذج لابد من مقارنة القيم الحقيقية بالمقدرة من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (26): اختبار جودة النموذج



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews10.

2-4- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

للتحقق من شرط التوزيع الطبيعي نستخدم Jarque- Bera سنعتمد على إحصاء (Jarque-

Bera) حيث:

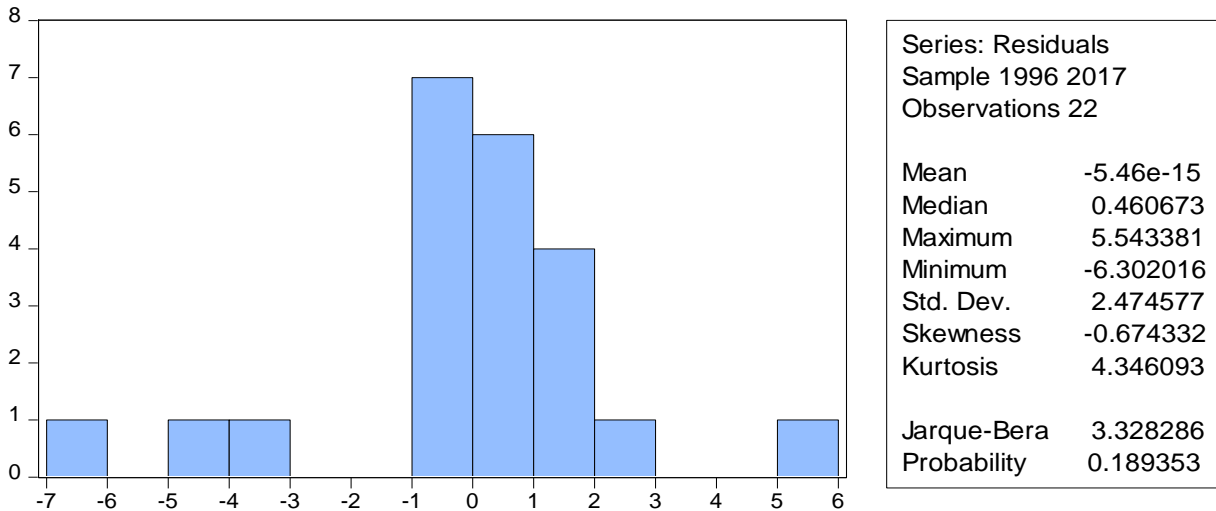
$$(J-B) = 3,32 < 5,99$$

$$\text{Probabilité} = 0,189 > 0,05$$

ومنه نقبل فرضية العدم (H_0) التي تنص على أن البواقي تتبع توزيع طبيعي وقيمة الاحتمال

الموافقة لاختبار (J-B) أكبر من 5% تؤكد ذلك. والشكل التالي يبين التوزيع الطبيعي للبواقي.

شكل رقم (27): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews10.

4-3- اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء :

للتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء نلجأ لاختبار الارتباط الذاتي (Breusch- Godfrey Serial Correlation LM test) كما هو موضح في الشكل التالي:

جدول رقم (48): اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء

Breusch- Godfrey Serial Correlation LM test				
F-Statistic	0,300574	Prob F (2,3)	0,7604	
	Obs* R-Squared	3,672509	Prob chi-Square (2)	0,1594

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews10.

من خلال الشكل السابق نجد أن: Prob chi-Square = 0,15 > 0,05

وبالتالي نقبل الفرضية الصفرية بعدم وجود ارتباط ذاتي لبواقي النموذج المقدر.

4. اختبار ثبات التباين:

هناك عدة اختبارات للكشف على أن تباين البواقي متجانس أم لا، ومن بينها اختبار (ARCH)، يعتمد هذا الاختبار على مضاعف لاغرنج (LM) وتتمثل خطواته فيمايلي:

تقدير النموذج العام $(y = XB + \Sigma)$ بطريقة المربعات الصغرى العادية ثم حساب مربعات البواقي (Σ_6^2) . وتقدير المعادلة التالية: $\Sigma_t^{12} = \phi_0 + \phi_1 \Sigma_{t-1}^{12} + \dots + \phi_q \Sigma_{t-q}^{12} + u_t$

مع حساب معامل التحديد الخاص بهذه المعادلة R^2 ، نفقد في هذه الحالة مشاهدة فرضية ثبات التباين الشرطي للأخطاء H_0 التي ينبغي اختبارها هي:

$$H_0 = \theta_0 = \theta_1 = \dots \theta_q = 0$$

إحصائية مضاعف لاغرنج $LM = (n - q) \times R^2$ تتبع توزيع X^2 بدرجة حرية q إذا كان LM أكبر من $X^2(q)$ (القيمة الحرجة لتوزيع X^2 بنسبة α) فإننا نرفض H_0 ، أي إذا كان هناك على الأقل معامل واحد من معاملات معادلة (ARCH) يختلف معنوياً عن الصفر فإن التباين الشرطي للأخطاء غير متجانس.

حيث لدينا: $Prob\ chi - Square(1) = 0,086 > 0,05$ وهذا يعني عدم ثبات التباين. والشكل التالي يوضح نتائج هذا الاختبار:

جدول رقم (49): اختبار شرط ثبات تباين حدود الخطأ

Hétéros Kedasticity Test: ARCH				
F-Statistic	0,024869	Prob F (1,19)	0,87647604	
	Obs* Squand	0,027451	Prob chi-Square (1)	0,8684

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews10.

5. اختبار استقرار النموذج:

لكي نتأكد من خلو البيانات المستخدمة في الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها لابد من استخدام أحد الاختبارات المناسبة لذلك مثل المجموع التراكمي المعاودة (Cusum)، وكذا المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة (Cusum of Squares)؛ ويعد هذان الاختباران من أهم الاختبارات في هذا المجال لأنهما يوضحان أمرين مهمين لتباين وجود أي تغير هيكلية في البيانات ومدى استقراره وانسجام المعلمات طويلة الأجل مع المعلمات قصيرة الأجل، وأظهرت كثير من الدراسات أن مثل هذه الاختبارات نجدها دائما مصاحبة لمنهجية (ARD1).

يتحقق الاستقرار الهيكلي للمعاملات المقدره لصيغة تصحيح الخطأ لنموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع، إذا وقع الشكل البياني لاختبار Cusum أو Cusum of Squares داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5% وهذا يعني أن المعاملات مستقرة على طول فترة الدراسة. ونلاحظ أن المجموع التراكمي للبواقي لمعاودة (Cusum) هو عبارة عن خط وسطي داخل حدود المنطقة الحرجة مشيراً إلى استقرار النموذج عند حدود معنوية 5%.

كما أن المجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة (Cusum of Squares) هو عبارة عن خط وسطي يقع داخل حدود المنطقة الحرجة، وما يمكن استنتاجه من هذين الاختبارين أن هناك استقراراً وانسجاماً في النموذج بين نتائج الأمد الطويل ونتائج الفترة قصيرة المدى.

6. تقدير الأثر في الأجل القصير والطويل باستعمال نموذج (ARDL):

بعد التأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل قمنا بتقدير الآثار القصيرة انظر الملحق رقم

(4) والطويلة الأجل كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول رقم (50): نتائج تقدير معاملات الأجل الطويل

ARDL Long Run Form and Bounds Test				
Dependent Variable: D(CA)				
Selected Model: ARDL(3, 3, 3, 4)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Date: 06/23/19 Time: 18:43				
Sample: 1992 2017				
Included observations: 22				
Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	20.76199	16.36805	1.268446	0.2605
CA(-1)*	-2.580586	0.883897	-2.919556	0.0330
CRED(-1)	1.271610	0.668340	1.902639	0.1155
FA(-1)	6.824111	1.679200	4.063905	0.0097
VAL(-1)	0.805806	0.323491	2.490967	0.0551
D(CA(-1))	0.549252	0.721311	0.761464	0.4807
D(CA(-2))	0.343769	0.294867	1.165845	0.2963
D(CRED)	1.060729	0.638174	1.662132	0.1574
D(CRED(-1))	-0.673986	0.872647	-0.772347	0.4748
D(CRED(-2))	2.125482	1.030629	2.062315	0.0942
D(FA)	6.515283	1.490469	4.371298	0.0072
D(FA(-1))	-7.208668	4.138889	-1.741691	0.1420
D(FA(-2))	-10.16636	4.109610	-2.473801	0.0563
D(VAL)	0.507827	0.095309	5.328202	0.0031
D(VAL(-1))	-0.232772	0.150433	-1.547352	0.1825
D(VAL(-2))	0.152402	0.099902	1.525509	0.1877
D(VAL(-3))	-0.194362	0.043910	-4.426379	0.0069
* p-value incompatible with t-Bounds distribution.				
Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CRED	0.492760	0.119536	4.122273	0.0092
FA	2.644403	1.181218	2.238708	0.0753
VAL	0.312257	0.025994	12.01249	0.0001
C	8.045453	4.487370	1.792911	0.1330
EC = CA - (0.4928*CRED + 2.6444*FA + 0.3123*VAL + 8.0455)				

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Eviews10.

يمكن توضيح العلاقة كمايلي:

■ علاقة الأجل الطويل:

يوضح الجدول رقم (50) مايلي:

- التأثير الموجب والمعنوي إحصائياً للقروض المقدمة للقطاع الخاص على القيمة السوقية حيث كلما ارتفعت القروض بوحدة واحد ارتفعت القيمة السوقية بـ 1,06 وهو ما يمكن تفسيره بأنه زيادة الإنفاق الحكومي يؤدي إلى زيادة السيولة لدى القطاع الخاص وبالتالي التوجه إلى توظيف الفائض المالي في سوق الأوراق المالية السعودية ومنه ارتفاع القيمة السوقية الإجمالية.
- التأثير الموجب والمعنوي لتطور أصول صناديق الاستثمار على القيمة السوقية حيث كلما ارتفعت الأصول بوحدة واحدة ارتفعت القيمة بـ 6,56 وحدة، وهذا ما يفسر الاستجابة القوية لتطور أصول صناديق الاستثمار بالقيمة السوقية في سوق الأوراق المالية السعودية.

■ علاقة التأثير الموجب والمعنوي:

- علاقة الأجل القصير:

إن المتغيرات المستقلة لها تأثير معنوي موجب على القيمة السوقية كما هو موضح في الملحق رقم (6) حيث:

- كلما ارتفعت قيمة $(cred)$ بوحدة واحد ارتفعت القيمة السوقية بـ 1,056 وحدة كما اشرنا في تحليلنا للأجل الطويل.
- كما أن كل المتغيرات ذات دلالة إحصائية وبتأثير موجب للقروض المقدمة للقطاع الخاص وأصول صناديق الاستثمار، وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية كما اشرنا في تحليلنا للأجل الطويل.
- كما أظهرت النتائج أن هناك علاقة ديناميكية قصيرة الأجل بين القيمة السوقية والمتغيرات المفسرة وهذا راجع للخطأ المقدر سالب الإشارة والمعنوي إحصائياً وكانت قيمة $(-1) = Coint E_q$ $(-2,58)$ وهو يقيس نسبة اختلال التوازن في المتغير التابع التي يمكن تصحيحها من فترة زمنية لأخرى، أي أن 258% من القيمة السوقية يمكن تصحيحه من فترة لأخرى والإشارة السالبة تدعم وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين المتغيرات.

المطلب الرابع: تقييم صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية

من خلال النموذج يتضح لنا أن لصناديق الاستثمار تأثير موجب وهو ما يمكن تفسيره بالدور الايجابي في تفعيل وتطوير سوق الأوراق المالية، كما توصلنا من خلال دراسة الارتباط إن كل المتغيرات المستقلة والمتمثلة في أصول صناديق الاستثمار والقيمة المتداولة والقروض الموجهة للقطاع الخاص لها

تأثير معنوي موجب على القيمة السوقية ويأتي هذا التأثير الايجابي لصناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية من خلال ما يلي:

1- الدور الايجابي لصناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية:

أما الجانب الايجابي نذكر مايلي:

تنشيط سوق الأوراق المالية السعودية وذلك من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين فخاصية التنوع التي تتسم بها صناديق الاستثمار ،وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق رأس المال وكذا المستثمرين محدودي الموارد لان يستثمروا مدخراتهم في شراء أسهم صناديق الاستثمار التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة بيع أسهمها في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية.

- فصناديق الاستثمار (المغلقة) تقوم بدورين منفصلين في تنشيط التداول في سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى التشكيلات التي تبنيها من الأوراق المالية، وتؤدي إلى تنشيط حركة التداول في سوق الأوراق المالية، كذلك فان وحدات صناديق الاستثمار المغلقة -على عكس أسهم صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة- تعرض للتداول، مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية ،هذا لا يعني بالطبع تفضيل للصناديق ذات النهاية المغلقة على الصناديق ذات النهاية المفتوحة ،فالصناديق ذات النهاية المفتوحة تعطي للمستثمر فرصا وظروف استثمارية أكثر جاذبية ،وهو ما ينعكس ايجابيا في النهاية على نشاط السوق.¹

- بالرغم من المزايا التي تقدمها صناديق الاستثمار المغلقة إلا أن عدد صناديق الاستثمار المغلقة المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية تبقى قليلة جدا، حيث نلاحظ أنها كانت تبلغ 19 صندوق بحجم أصول 3.162 مليار ريال سنة 2003 وتراجعت إلى 9 صناديق بحجم أصول 1.619 مليار ريال 2009، لكن سرعان ما عاودت الارتفاع لتبلغ 26 صندوق سنة 2018.

- إن صناديق المؤشرات المتداولة التي تتميز بشكل رئيسي بشفافيتها حيث تتبع هذه الصناديق دائما حركة المؤشرات وتتطابق استثماراتها مع مكونات هذه المؤشرات، بالتالي يسهل على ملاك وحدات هذه الصناديق معرفة أداء هذه الصناديق من خلال أداء المؤشرات التي تتبعها أو تحاكيها وتلعب

¹ علي توفيق الحاج ،عامر علي الخطيب، مرجع سبق ذكره ، ص ص :180-181.

- دورًا كبيرًا في تفعيل أداء سوق التداول كونها يتم تداولها في السوق مثلها مثل صناديق الاستثمار المغلقة إلا أنها تتماشى مع حركة المؤشرات.
- تلعب صناديق الاستثمار بصفة عامة دورًا حيويًا في توازن سوق الأوراق المالية فلأنها تستطيع التحكم بكميات كبيرة من أدوات الاستثمار تستطيع صناديق الاستثمار أن تلعب دور "صناع السوق" في توازن وتنشيط السوق كما يلي: (1).
- يقصد بصناع السوق أولئك المتعاملون في الأسهم بيعة وشراء، ويقومون بالاحتفاظ لديهم بمخزون من تلك الأسهم يحدونه حسب المستويات الآنية للعرض والطلب على الأسهم وذلك بهدف تلبية طلبات بقية المتعاملين في السوق، ويمتاز صناع السوق بأن لديهم القدرة والاستعداد الدائم لبيع أو شراء الأسهم التي يود المتعاملون شراءها أو بيعها، ويختلف نوع صناع السوق من سوق مالية إلى أخرى، ففي الأسواق المالية المنظمة يعد المتخصصون هم صناع السوق كما في الولايات المتحدة، أما في السوق غير المنظمة فإن التجار هم صناع السوق، وبغض النظر عن نظام السوق فإن صناع السوق سواء كانوا متخصصين أم تجارا فهم يمارسون دور الوسيط بين فئة من يودون الشراء من بقية المتعاملين في السوق، ومن يودون البيع بالاعتماد أساسا على المخزون الكافي من الأسهم لدى صناع السوق، وذلك لمقابلة طلبات الشراء والبيع التي يتم اتخاذ قراراتها في أوقات مختلفة، ويستفيد صناع السوق من الفرق أو الهامش بين سعر الشراء وسعر البيع، ويحددون أسعار بيع تلك الأسهم بناء على قيمتها وقت شرائهم لها مضافا إليها تكلفة التخزين وعائد الفرصة البديلة، إضافة إلى عوائد التعويض عن مخاطر تغير الأسعار ونقص المعلومات وتغير لأسعار الفائدة، يمكن القول إن دور صناع السوق في السوق المالية السعودية لرن يتوزع على قسمين من المتعاملين في السوق، الأول يتمثل في " كبار المضاربين من التجار" والثاني تمثله صناديق الاستثمار السعودية في الأسهم المحلية والتي تدار من قبل البنوك التجارية وفقا للتجارب الماضية من عمر السوق، فقد كان لهاتين الفئتين النصيب الأكبر من المعلومات والبيانات المالية المتوفرة في السوق.²
- ويمكن أن تقوم صناديق الاستثمار بهذا الدور في الفترة الحالية لما تملكه من إمكانياتها تجعلها قادرة على القيام بهذا الدور، وكذلك لخبرتها في إدارة المحافظ الاستثمارية ولمهنية القائمين عليها وقدرتهم

(1) Salma Taha Hussein, *The Management of the Egyptian capital Market*, M.A. Thesis, Cairo University, Faculty of Economics & Political Science, 2001, P:92.

² محي الدين سمير ، مرجع سبق ذكره، ص:200

على الدخول في المضاربات التي تحقق من ورائها أرباح، كما أن حجم أصول الصناديق الاستثمارية (89 مليار ريال) وعدد صناديقها (266 صندوق يجعلها تحقق عوائد مرضية لجميع المستثمرين معها، حيث تجاوزت ربحية هذه الصناديق ربحية السوق وربحية أكثر للمتعاملين وخبرة في سوق الأسهم، كما أن الخسائر التي لحقتها خلال السنوات الأخيرة أقل من الخسائر التي لحقت السوق، ويكون دخول صناديق الاستثمار في آلية صناع السوق لحفظ توازن السوق وعدم تعرضه لأي هزة قد تؤثر على السوق وتؤثر على صناديق الاستثمار، وبالمقابل ليس المطلوب أن نستثمر جميع رأسمالها لحفظ توازن السوق، إنما المطلوب توجيه من هيئة السوق لهذه الصناديق بتخصيص نسبة من رأسمالها لا يتجاوز 15% إلى آلية صناع السوق، إضافة إلى هيئة حكومية مستقلة تعمل كصانع للسوق، فإذا ارتفع السوق بشكل غير متوازن دخل بائعا وإذا انخفض المؤشر دخل مشتريا وبذلك يكون قادراً على مواجهة تقلبات السوق بسرعة وفعالية¹.

- تؤدي صناديق الاستثمار مهما دورا في استقطاب المستثمر المحلي والأجنبي لسوق الأوراق المالية السعودية فعال ويظهر ذلك جليا من خلال الدور الذي لعبته صناديق الاستثمار في دخول المستثمر الأجنبي الذي كان لا يحق له الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية، ويبقى دور صناديق الاستثمار السعودية هام في استقطاب المستثمر الأجنبي وكذلك صناديق الاستثمار الأجنبية التي تستثمر في السوق السعودية.

- ومن جانب آخر صناديق الاستثمار المحلية استطاعت أن تستقطب المستثمر المحلي حيث يبلغ عدد المستثمرين في صناديق الاستثمار المحلية أكثر من 250 ألف مستثمر من إجمالي المستثمرين في صناديق الاستثمار الذي بلغ عددهم 365 ألف مستثمر، أي أن 70% من المستثمرون في صناديق الاستثمارات المحلية الذي يعود مباشرة بالفائدة على سوق الأوراق المالية السعودية.

- تلعب المنتجات الجديدة التي تطرحها صناديق الاستثمار في استقطاب مدخرين ورؤوس أموال وظهر ذلك من خلال صناديق الاستثمار العقارية التي دخلت سنة 2008، واستطاعت السيطرة على 66.55% من قطاع التطوير العقاري المتداول في السوق بحجم يقترب من 16.5 مليار ريال سنة 2018.

¹ محي الدين سمير ، مرجع سبق ذكره، ص:201.

- إن شفافية المعلومات تعيد الثقة لصغار المستثمرين في سوق الأوراق المالية السعودية، ومن أجل ذلك وضعت الهيئة المعايير والشروط الواجب توافرها في صناديق الاستثمار طبقاً للمادة السادسة من نظام السوق المالية، وخولت المادة 39 من النظام للهيئة الحق في تنظيم عمل صناديق الاستثمار ووضع اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة من حيث التأسيس وطرح الوحدات وإدارتها وتطبيق قواعد الإفصاح والشفافية عليه، يعد الإفصاح وتوفير المعلومات للمستثمرين من الأساسيات التي لا بد من توافرها لضمان كفاءة أي سوق مالية ونزاهته، وغيابها يؤدي عدم الثقة لدى المستثمرين وهو من بين أسباب تراجع عدد المستثمرين في صناديق الاستثمار من 568 ألف سنة 2005 إلى 332 ألف سنة 2018، فالزام صناديق الاستثمار بتطبيق القوانين له دور في استرجاع المستثمرين واستقطاب آخرين، مما ينعكس إيجاباً على أصول صناديق الاستثمار المحلية خاصة، وبالتالي ينعكس على سوق الأسهم السعودي.¹

- وبالإضافة إلى المزايا الخاصة بصناديق الاستثمار كإدارة المحترفة وتخفيض المخاطر وتلبية أهداف المستثمرين وتحقيق عائد متميز يوجد مزايا أخرى لصناديق الاستثمار تشمل العمل الدائب لضمان المحافظة على السمات المميزة للصندوق، خاصة من حيث العائد والمخاطر، إلى جانب ميزة أخرى هي إدارة حساب العميل مثل القيام بإعداد سجل الضرائب المستحقة عليه، وإعادة استثمار التوزيعات المستحقة له.²

وبالرغم من الأدوار الإيجابية التي تلعبها صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودية، إلا أن

لها ادوار سلبية تتجلى فيما يلي:

2- الدور السلبي لصناديق الاستثمار:

أظهرت الأزمة التي ضربت سوق الأسهم السعودي سنة 2006 الجانب السلبي لصناديق الاستثمار وبسبب ضعف القوانين التنظيمية للسوق في ظل غياب الرقابة الحكومية، وفي ظل شدة المنافسة بين الصناديق التابعة للبنوك لتحقيق أعلى مستوى من الأداء، توجه اهتمام مدراء الصناديق إلى تحقيق مستوى عالي من الأرباح يفوق معدل أداء المؤشر العام للسوق ولكن عندما واجهت هذه الصناديق مشكلة نقص السيولة بسبب طلبات بيع الوحدات لزيائنها نتيجة تراجع مؤشر السوق، قامت هذه الصناديق بتسليّل سريع للكثير من محافظها نتيجة اندفاع مالكي الأسهم لتصفية الوحدات التي يملكونها، وبذلك

¹ سمية بلعيد، مرجع سبق ذكره، ص: 184.

² علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص: 181.

ساهمت هذه الصناديق بتحويل تراجع السوق إلى انهيار كامل للسوق بسبب النظرة قصيرة الأجل الاستثمارية، في هذه الصناديق دفع المدراء إلى الخروج من السوق عند بدء أي تراجع في السوق، وفي حالة الشح في السيولة يضطرون إلى بيع جزء من موجودات الأسهم مما يضغط على السوق لمزيد من التراجع، لقد زاد هلع المستثمرين وهم يرون الشركات القيادية تتراجع بنسبة عالية في نهاية فبراير 2006، مما أدى إلى فقدان الثقة في السوق وانهيارها بشكل كامل وبدلاً أن تقوم الصناديق بدور صانع السوق أصبحت تقوم بدور معاكس والتي أسهمت في زيادة حدة المضاربات.¹

تعاني صناديق الاستثمار من عيب جوهري يجعلها أداة استثمارية غير ملائمة خاصة لأولئك الذين يخططون لاستثمار أموالهم لفترة قصيرة خاصة من حيث ارتفاع التكاليف التي يتكبدها المستثمر ، كما أن صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة والتي يجب أن توفر مستوى ملائم من السيولة على الدوام ، بما يمكن الصندوق من دفع قيمة استرداد أسهمها في أي لحظة يطلب فيها المستثمر ذلك ،حيث كلما ارتفع مستوى السيولة ارتفعت تكلفة الفرصة الضائعة أي كلما زاد العائد الضائع الذي يمكن تحقيقه في حالة إعادة استثمار تلك الأموال ، ومنه تحمل المستثمر عبء تلك التكاليف.²

¹ سمية بلعيد، مرجع سبق ذكره،ص: 184-185

² علي توفيق الحاج، عامر علي الخطيب، ص ص: 181-182.

خلاصة الفصل:

- يعتبر سوق الأوراق المالية السعودية من أكبر الأسواق المالية في الدول العربية حاليا من حيث القيمة الرأسمالية لأسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بالمملكة والتي تبلغ 313 مليار دولار، كما لسوق الأوراق المالية في المملكة نظام عمل متطور بحيث لا يتم بيع وشراء الأسهم في سوق محدد بمكان، وإنما من خلال نظام الكتروني يربط بين قاعات التداول في البنوك التجارية والشركات المالية وجهاز حاسب آلي مركزي لدى السوق المالية " تداول " يتولى التنسيق بين البائعين والمستثمرين خلال ساعات التداول.
- كما يعد سوق الأوراق المالية السعودية من الأسواق العربية الأكثر تطورا في مجال صناديق الاستثمار من حيث العدد والأصول والتنوع والتنظيم، حيث عرفت صناديق الاستثمار نمو كبير خاصة في السنوات الأخيرة، رغم الهزات والأزمات التي ضربت الأسواق العالمية بصفة عامة وسوق الأوراق المالية السعودية بصفة خاصة، وبلغ عدد صناديق الاستثمار في السعودية 249 صندوق من مختلف الفئات والأنواع بحجم أصول بلغ 111 مليار ريال سنة 2018، وصندوق الرياض للأسهم القيادية يعتبر أفضل صندوق من حيث العائد في السعودية لسنة 2018.
- وتلعب صناديق الاستثمار ادوار كبيرة في تطوير سوق الأوراق المالية سواء بطريقة مباشرة من خلال صناديق الاستثمار المغلقة أو بطريقة غير مباشرة من خلال صناديق الاستثمار المفتوحة.
- أثبتت الدراسة الإحصائية أن لصناديق الاستثمار دورا فعالا وإيجابيا في تطوير سوق الأوراق المالية من خلال تنويع الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودية وكذلك من خلال الرفع من القيمة السوقية الإجمالية للسوق.
- لعبت صناديق الاستثمار العقارية المتداولة دورا كبيرا في تنشيط السوق وذلك من خلال قيم أصولها وكذلك من حيث المشتركين فيها.

الخاتمة العامة

تعد صناديق الاستثمار أحد الآليات التي جاءت مصاحبة لتطور سوق الأوراق المالية وكأحد الآليات التي أصبحت موضع اهتمام كبير جدا من المدخرين لما توفره من مزايا تقلل مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وبأساليب إدارية محترفة، وعليه فإن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يعد من أفضل صيغ الاستثمار المتاحة لصغار المدخرين، الذين ليس لهم القدرة المالية على تكوين محافظ استثمارية، وبهذه المميزات تبوأَت صناديق الاستثمار مكانة كبيرة ساعدها على لعب ادوار كبيرة في الاقتصاد ككل وسوق الأوراق المالية بشكل خاص.

وشهدت الأسواق المالية العربية اهتمام بإنشاء صناديق الاستثمار وكان على رأس هذه الأسواق سوق الأوراق المالية السعودية، حيث يعتبر هذا السوق من أكبر أسواق الأوراق المالية العربية من كل الجوانب سواء القيمة السوقية، قيمة الأسهم المتداولة، عدد الأسهم المتداولة، كما تعتبر السعودية السبابة في إنشاء صناديق الاستثمار عربيا والآن تملك أكبر عدد من صناديق الاستثمار على المستوى العربي. تبقى صناديق الاستثمار باعتبارها وسيلة وآلية هامة في تنشيط وزيادة حجم التداول وتفعيل سوق الأوراق المالية، وبالتالي حشد المدخرات الوطنية والاستثمارات الأجنبية الغير مباشرة وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني.

النتائج المتوصل إليها من البحث:

- سعيًا منا للإجابة على الإشكالية المطروحة قمنا ببناء نموذج قياسي يفسر لنا العلاقة بين أصول صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية السعودية، وانطلاقًا من التحليل الوصفي لكل من صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية كانت نتائج الدراسة النظرية والتطبيقية كما يلي:
- سوق الأوراق المالية هي عبارة عن آلية يتم بموجبها الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق وذلك عن طريق الوسطاء.
 - تلعب سوق الأوراق المالية دور أساسي في النشاط الاقتصادي من خلال ما تقوم به من المساعدة في تعبئة الفائض الاقتصادي وإعادة تحريكه وتوظيفه في مجالات الأنشطة الاقتصادية المختلفة.
 - تقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين أساسيين السوق الأولى (سوق الإصدار) والسوق الثانوي (سوق التداول)، وهذا الأخير يقسم إلى سوق منظم رسمي وسوق غير منظم.

- يقوم سوق الأوراق المالية على هيكل تنظيمي من هيئات وجهات مختصة تعمل على حماية مصالح المستثمرين والمصلحة العامة وكذا الحفاظ على أسواق حرة ومفتوحة كما تتوفر السوق على أدوات أساسية يتم تداولها وهي الأسهم والسندات والمشتقات المالية.
- تعتبر صناديق الاستثمار من أهم صيغ تعبئة المدخرات في الوقت الحاضر، حيث تتوفر صناديق الاستثمار على مميزات ساهمت في استقطاب عدد كبير من المستثمرين من مختلف الفئات، ومما زاد من نموها وزيادة عدد المشتركين فيها لما تتوفر عليه من تنوع يلاءم رغبات وأهداف جميع المستثمرين.
- تعدّ صناديق الاستثمار وعاء استثماري لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية، فهي أحد الأساليب الحديثة في إدارة الأموال، وفقا لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم الخدمية ودرجة تقبلهم للمخاطر بما يعود بالفائدة على البنك أو الشركة وعلى المدخرين وعلى الاقتصاد ككل .
- تعدد 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 التقليدية حسب الهيكل التمويلي، وتشكيلة الصندوق والغرض من الاستثمار بالإضافة إلى أنواع أخرى كصناديق الاستثمار الإسلامية، صناديق الاستثمار العقارية وصناديق المؤشرات المتداولة.
- تتمتع صناديق الاستثمار بعدة مزايا تجعلها ذات دور مهم في سوق الأوراق المالية بشكل عام والأسواق الناشئة بشكل خاص، منها ما يعود على الأفراد (خاصة الأشخاص الذين لا يملكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة) أو على مستوى الاقتصاد الوطني وعلى الرغم من أن صناديق الاستثمار تتمتع بالعديد من المزايا كما ذكر أعلاه، إلا أنها قد تتعرض لمخاطر عديدة منها مخاطر الظروف النظامية والاقتصادية، مخاطر السوق، مخاطر القطاع، مخاطر الإدارة ومخاطر العملات.
- يتم إنشاء صناديق الاستثمار وفق قواعد وأسس وضوابط قانونية ومالية متنوعة فالاستثمار في صناديق الاستثمار يمرّ بسلسلة من الإجراءات والمراحل لتحقيق الهدف منه، بدءًا من دراسة مشروع الصندوق وحتى انتهاء الصندوق وتصفيته.

- يعد بناء محافظ صناديق الاستثمار وإدارة الاستثمار فيها بين العائد والمخاطر من أهم خطوات نجاح الصندوق، وهي إحدى الأدوات التي يستعملها المستثمرون للتقليل من المخاطر الناجمة عن الاستثمار في الأوراق المالية.
- عرفت صناديق الاستثمار تطور مطرد منذ نشأتها رغم الهزات والأزمات بقيت صناديق الاستثمار تحقق النمو المطرد، حيث وصل عدد صناديق الاستثمار إلى 273 صندوق عام 2017 بحجم أصول بلغ 110.23 مليار ريال منها 88 صندوق خاص بصناديق الأسهم المحلية، وهو ما يمثل 21.4% من إجمالي عدد الصناديق.
- تلعب صناديق الاستثمار دور متميزا في الاقتصاد السعودي، وذلك من خلال توفير التمويل اللازم لقطاعات الاقتصادية من خلال تجميع المدخرات سواء المحلية أو الخارجية وتشجيع الاستثمارات المحلية والأجنبية، كما تساهم في دعم نشاط القطاع المصرفي.
- لقد استطاعت صناديق الاستثمار السعودية تحقيق إنجازات متتالية خلال الفترة الماضية حيث استحوذت على اهتمام قاعدة عريضة من مختلفة شرائح المستثمرين في السعودية أو بعض المستثمرين الأجانب من أفراد ومؤسسات من خارج الدولة، وبلغ عدد المشتركين في صناديق الاستثمار 238445 مشترك سنة 2017، ولاحظنا خلال تلك الفترة نمواً قوياً في قيمة موجوداتها.
- قمنا باستخدام الانحدار الخطي المتعدد لقياس تأثير صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودية وذلك خلال الفترة 1992-2017، وكانت نتائج الدراسة التطبيقية كما يلي:
- أظهرت نتائج الدراسة التطبيقية وجود علاقة معنوية بين أصول صناديق الاستثمار وسوق الأسهم السعودية وهو ما يمكن تفسيره بالاستجابة القوية لأصول صناديق الاستثمار على القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي.
- صناديق الاستثمار لها علاقة طردية مع القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية السعودية، وهو ما يتوافق مع النتائج النظرية المتوصل إليها .
- إذا أخذنا كل متغير على حدا في تأثيره على القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية السعودية فنجد إجمالي أصول صناديق الاستثمار أكثر متغير يفسر لنا تأثير صناديق الاستثمار على سوق الأوراق المالية السعودية وبمعدل 6.56 وحدة. وكذلك التأثير الموجب والمعنوي إحصائياً للقروض المقدمة للقطاع الخاص على القيمة السوقية حيث كلما ارتفعت القروض بوحدة واحد ارتفعت القيمة السوقية بـ 1,06 وحدة.

❖ اختبار الفرضيات:

- **الفرضية الأولى:** يحتوي سوق الأوراق المالية على أدوات مالية متنوعة تساهم في الرفع من كفاءته، **فرضية صحيحة** فسوق الأوراق المالية يضم أدوات تقليدية كالأسهم والسندات وكذلك أدوات مستحدثة تتمثل في المشتقات المالية والتي تهدف إلى استقطاب أكبر عدد من المؤسسات والمستثمرين الأفراد وبالتالي زيادة الإقبال على الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية ومنه الرفع من كفاءة سوق الأوراق المالية.
- **الفرضية الثانية:** تقوم صناديق الاستثمار بدور هام في مجال تعبئة المدخرات بالرغم من وجود عدة عوامل تؤثر على أدائها. **فرضية صحيحة** فصناديق الاستثمار هي أوعية استثمارية مهمتها تجميع المدخرات وتوظيفها في سوق الأوراق المالية لتحقيق عوائد مالية للمستثمرين وذلك بوجود إدارة محترفة وسليمة تواجه مختلف العوامل التي تعمل على انخفاض أداء صناديق الاستثمار كارتفاع التكاليف والتنوع غير الضروري وعدم التنبؤ بالعوامل الاقتصادية بالإضافة إلى عدم الاستفادة من بدائل الاستثمار المتاحة.
- **الفرضية الثالثة:** يعد سوق الأوراق المالية السعودية من أكبر الأسواق المالية العربية، **فرضية صحيحة** فمن خلال إحصائيات الدراسة وجدنا أن سوق الأوراق المالية السعودية حققت نسب عالية من حيث القيمة السوقية، حيث بلغت القيمة السوقية بسوق الأوراق المالية السعودية 496.3 مليار دولار لسنة 2018 مشكلة ما نسبته 41.2% من إجمالي القيمة السوقية لأسواق الأوراق المالية العربية وبالتالي يوفر سوق الأوراق المالية السعودية المناخ الملائم للاستثمار المالي فيه.
- **الفرضية الرابعة:** تساهم صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية السعودية، هي **فرضية صحيحة** وهو ما توصلنا إليه من خلال نتائج الدراسة التطبيقية فقد كان إجمالي أصول الاستثمار الأثر الموجب والاستجابة القوية على القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية السعودية. وذلك من خلال التنوع الكبير لصناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية وكذلك من حيث تطور إجمالي الأصول وعدد المشتركين في السوق.

❖ اقتراحات الدراسة:

من خلال دراستنا لموضوع دور صناديق الاستثمار في تطوير سوق الأوراق المالية -دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية - وعلى ضوء النتائج المتحصل عليها، يمكننا تقديم بعض الاقتراحات التالية:

- ضرورة وجود تقييم لأداء الصندوق من اجل إعطاء صورة عن مكونات الصندوق.
- العمل على تدريب العاملين وتأهيلهم وزيادة كفاءتهم بما يعزز من قدرتهم في المشاركة في اتخاذ القرارات الاستثمارية.
- حث البنوك العاملة في القطاع المصرفي السعودي على تأسيس المزيد من صناديق الاستثمار لجذب المزيد من المدخرات غير الفاعلة في الاقتصاد الوطني وإعادة توظيفها وحماية صغار المستثمرين من تقلبات الأسواق المالية ومخاطرها.
- وضع قواعد أكثر شفافية لتزويد المستثمرين بالمعلومات الضرورية التي تمكنهم من اتخاذ قرار الاستثمار في الصندوق من عدمه، وذلك من خلال مراقبة أعمال الصندوق.
- تطوير قواعد وأسس تنظيم عمل صناديق الاستثمار من اجل مواكبة التطورات الاقتصادية العالمية.
- إنشاء المزيد من صناديق الاستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة لاستقطاب مدخرات المستثمرين الذين تمنعهم الاستثمارات الربوية من توظيف أموالهم سواء في البنوك التقليدية أو في الأسواق المالية.
- رفع درجة الوعي الاستثماري لدى المستثمرين سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو معنويين بأهمية التعامل في السوق المالية في مختلف أدواتها وخاصة صناديق الاستثمار.
- وضع سياسة ترويجية محلية ودولية أكثر فعالية لصناديق الاستثمار لجذب صغار المستثمرين وتوظيف مدخراتهم بما يحقق لهم عائد مقبول .

❖ أفاق البحث:

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

- مدى مساهمة صناديق الاستثمار في التنمية الاقتصادية

- دراسة تحليلية لمستويات أداء صناديق الاستثمار - دراسة مقارنة-
- متطلبات إنشاء صناديق الاستثمار في الجزائر.
- أثر حوكمة صناديق الاستثمار على أداء أسواق الأوراق المالية.

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: المصادر:

القرآن الكريم (برواية ورش عن نافع)

ثانياً: المراجع باللغة العربية:

1/ الكتب:

1. أحمد رسمية أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، المعترز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
2. أحمد هشام عبد الحي، الصناديق والصكوك الإسلامية - دراسة تطبيقية فقهية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2011.
3. براني عبد الناصر أبو شهد، إدارة المخاطر في المصارف الإسلامية، دار النفائس، عمان، الأردن، 2013.
4. بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2013.
5. بن حسن أحمد بن أحمد الحسني، صناديق الاستثمار - دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999.
6. بن سليمان خلف، شركات الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000.
7. بدوي هشام السعدني خليفة، عقود المشتقات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011.
8. جويدان جمال الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
9. الحاج علي توفيق، علي عامر الخطيب، إدارة البورصات المالية، دار الإحصاء العلمي، الأردن، 2012.
10. حسن صلاح الدين، البورصات والأسواق المالية دور المنظمات والتكتلات الدولية والأهلية، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2014.
11. حمزة عبد القادر، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2010.
12. الحناوي محمد صالح وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.

13. حنفي عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
14. حنفي عبد الغفار، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
15. حنفي عبد الغفار، البورصات، أسهم سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1998.
16. حنفي عبد الغفار، رسمية قرياقص، أساسيات الإدارة وبيئة الأعمال، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000.
17. حنفي عبد الغفار، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002.
18. خلف حسن فليح، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2006.
19. راغب فريد النجار، إدارة شركات تداول الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
20. رزق عادل محمد، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، دار طيبة للنشر، القاهرة، 2004.
21. رمضان زياد، شموط مروان، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة، مصر، 2015.
22. رمضان زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط:3، دار وائل للنشر، الأردن، 2003.
23. الربيعي حاكم ومؤلفون آخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2011.
24. سعد أحمد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 1998.
25. شريف عبد الحميد، بنية البورصة (ماهيتها، تاريخها، مستقبلها، مدى تأثير التداول بها خلال ثورات الدول العربية)، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2012.
26. شكري محمد الجميل العدوي، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2002.
27. نوري موسى شقيري، إدارة المشتقات المالية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2015.
28. صالح محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
29. صالح محمد الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
30. صالح محمد الحناوي، إبراهيم جلال العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.

31. صالح محمد الحناوي، فريد نهال مصطفى، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
32. صالح محمد الحناوي، فريد نهال مصطفى، العبد جلال، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
33. صبري محمد هارون، أحكام الأسواق المالية (الأسهم والسندات)، ط:2، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
34. صبري محمد هارون، أحكام الأسواق المالية، دار النفائس، الأردن، 1999.
35. صلاح أحمد عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، مصر، 2000.
36. صلاح أحمد عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
37. عبد العزيز فرج عزت، اقتصاديات البنوك (الصناعة المصرفية والمالية الحديثة)، بيان للطباعة والنشر، مصر، 2002.
38. الدوري مؤيد عبد الرحمان، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، إثراء للنشر، عمان، الأردن، 2012.
39. عبد الكريم قيصر الهني، أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية، دار رسلان للطباعة للنشر والتوزيع، سوريا، 2006.
40. عبد الله عبد النافع الزوري، توفيق غازي، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001.
41. عبد المقصود نزيه مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
42. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية - البورصة، دار أسامة، الأردن، 2008.
43. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة، عمان، 2007.
44. عطوان مروان، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
45. عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية - مدخل مقارنة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010.
46. العلي أحمد، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2008.

47. علي حسين خربوش وآخرون، الأسواق المالية (بورصة الأسهم والسندات المالية)، دار زهران، الأردن، 2013.
48. عمر حسين، سلسلة مبادئ المعرفة الاقتصادية- الاستثمار والعولمة، ط:1، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2000.
49. عوض محمد عبد الجواد، علي إبراهيم الشديغات، الاستثمار في البورصة- أسهم، سندات أو راق المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
50. الفاتح محمد محمود بشير، البورصات والأسواق المالية، المكتبة العصرية، المنصورة، مصر، 2017.
51. فلاح غازي المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
52. فؤاد أرشد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2004.
53. فؤاد أرشد التميمي، الأسواق المالية- إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان، 2010.
54. قاسم منى، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، 2007.
55. كاظم عباس الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء، الأردن، 2009.
56. متولي السيد عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الأردن، 2000.
57. محفوظ جبار، تنظيم وإدارة البورصة، سلسلة التعريف بالبورصة، دار هومة، الجزائر، 2002.
58. محمد أشرف دوابة، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، القاهرة، 2004.
59. محمد حسين سمحان، أسس العمليات المصرفية الإسلامية، دار المسيرة، الأردن، 2013.
60. محمد حسين سمحان، موسى عمر مبارك وآخرون، إدارة الاستثمار في المصارف الإسلامية، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، مصر، 2012.

61. محمد شعبان إسلام البراري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، 2001.
62. محمد ناظم نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، عمان، الأردن، 1999 .
63. محمود محمد العجلوني، البنوك الإسلامية- أحكامها، مبادئها، تطبيقاتها المصرفية، دار المسيرة، الأردن، 2012.
64. محي الدين أحمد أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة للبركة، إدارة التطوير والبحوث، قسم الدراسات والبحوث الشرعية، 1995.
65. مصطفى قطب سانو، المدخرات أحكامها وطرق تكوينها واستثمارها في الفقه الإسلامي، دار النفائس، عمان، 2001.
66. مطر محمد، إدارة الاستثمارات- الإطار النظري والتطبيقات العملية، ط:5، دار وائل للنشر والتوزيع، 2009.
67. معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
68. محمد عثمان إسماعيل حميد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، مصر، 1993.
69. موسى نوري شقيري وآخرون، إدارة الاستثمار، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2012.
70. نايف قاسم علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، جامعة التحدي، الأردن، 2009.
71. الهندي منير إبراهيم، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
72. الهندي منير إبراهيم، إدارة المنشآت المالية وأسواق المال، منشأة المعارف، مصر، 2007.
73. الهندي منير إبراهيم، أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999.
74. الهندي منير إبراهيم، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 2002.
75. الهندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005.
76. الهندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في مجال الاستثمارات، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
77. الهندي منير إبراهيم، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

78. وليم عاطف أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.
79. وليم عاطف أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
80. يوسف عبد الوهاب أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد، عمان، الأردن، 2008.
81. يوسف محمد ياسين، البورصات (عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، 2006.
82. يونس حيدر الموسوي، المصارف الإسلامية وأدائها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2011.

2/ الأطروحات:

1. بلعيد سمية، دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية- دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة- الجزائر، 2014/2013.
2. بن الضيف محمد عدنان، الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظر إسلامية، مذكرة ماجستير، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2007-2008.
3. بن سامي عبد الحفيظ، ضوابط الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، مذكرة ماجستير تخصص الاقتصاد الإسلامي، جامعة باتنة، 2008/2007.
4. بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2012/2011.
5. بن محياوي سميحة، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية- دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص تجارة دولية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015/2014.
6. بوحلاسة وداد، صناديق الاستثمار الإسلامية ودور المصارف الإسلامية في تفعيلها لتمويل التنمية، رسالة ماجستير (غير منشورة)، في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك إسلامية، جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، الجزائر، 2014/2013.

7. بوكساني رشيد، معوقات الأوراق المالية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005.
8. زيد حياة، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم- دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015/2014.
9. شريط صلاح الدين، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة تجربة جمهورية مصر العربية، أطروحة دكتوراه (غير منشورة)، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2012/2011.
10. صديقي صفية، طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية لسلوكية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص مالية الأسواق، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، 2012/2011.
11. عبو عمر، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الاستثمار - دراسة تجارب دولية-قسم العلوم الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2015-2016.
12. عتروس صبرينة، إطار مقترح لتفعيل دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير نشاط المصارف الإسلامية- دراسة حالة عينية من صناديق الأسهم السعودية-، أطروحة دكتوراه، في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2017/2016.
13. علي خالد ثويني، صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية (الواقع والآثار)- دراسة تحليلية شرعية اقتصادية، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم قرى، المملكة العربية السعودية، 2005.
14. قط سليم، مفاضلة الاستثمار بين سوق الأوراق المالية المعاصرة وسوق الأوراق المالية الإسلامية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص نقود وتمويل، جامعة بسكرة، 2016/2015.

15. كحلي فتيحة، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية- دراسة تجارب بعض الدول العربية، مذكرة ماجستير تخصص محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2011/2010.
16. لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم- دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، رسالة دكتوراه منشورة في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص علوم اقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010/2009.
17. محي الدين سمير، دور صناديق الاستثمار في تنشيط وتفعيل سوق الأوراق المالية- دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2010/2009.
18. يونس حيدر الموسوي، أثر الأداء المالي للمصارف الإسلامية في مؤشرات سوق الأوراق المالية، الأردن والسعودية حالة تطبيقية للمدة (1990-2007)، أطروحة دكتوراه، قسم الاقتصاد، جامعة الكوفة، العراق، 2009.
19. زقير عادل، أثر تطور الجهاز المصرفي على النمو الاقتصادي - دراسة قياسية لحالة الجزائر خلال الفترة (1998-2012)، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014-2015.

3/ المجالات:

1. جبار محفوظ، مريم عدلية، الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة- دراسة حالة السوق الكويتية للخيارات، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد10، 2010.
2. دردوري لحسن وآخرون، السياسة المالية ومقومات تنمية أسواق الأوراق المالية، مجلة المنهل الاقتصادي، العدد02، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الوادي، ديسمبر2018.
3. عبد الزهرة علي حسن، حسن عبد اللطيف شومان، تحليل العلاقة التوازنية طويلة الأجل باستعمال اختبارات جذر الوحدة وأسلوب دمج النماذج المرتبطة ذاتيا ونماذج توزيع الإبطاء (ARDL)، مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العراق، المجلد9، العدد34، 2013.

4. عتروس صبرينة، عتروس سهيلة، استخدام منهجية **box Jenkins** للتنبؤ ببعض مؤشرات سوق الأسهم السعودي، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 23، جوان 2018.
5. علي عمر أبو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية مفهومها، أنواعها وخصائصها - دراسة تأصيلية، مجلة جامعة المدينة العالمية، العدد 12، أبريل 2015.
6. علي يوسف، كاظم جواد حميد، الاستثمار في النظام الاقتصادي الإسلامي، مجلة العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العدد 20، العراق، نيسان 2012.
7. عليان يونس الشوبكي، أثر المعلومات المحاسبية التي خضعت للمراجعة، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 28، بغداد، 2011.
8. غانم عبد الله، خزان عبد الحفيظ، أسواق الأوراق المالية نشأتها وظائفها الاقتصادية، خصائصها وأقسامها، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد 21، جامعة محمد خيضر، بسكرة.
9. قدي عبد المجيد، عبيرات مقدم، العولمة وتأثيرها على الاقتصاد الغربي، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 01، 2002.
10. محمد براق بن صوشة ثامر، تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في الجزائر، مجلة الحقول والعلوم الإنسانية، العدد 28، جامعة عاشور زيان، الجلفة.
11. محي الدين علي، الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة مجمع الفقه الإسلامي، العدد 07،
12. مزبود إبراهيم، خديجة بلحياي، اختبار كفاءة أسواق الأوراق المالية على المستوى الضعيف باستخدام طريقة الأنماط الطارئة **RUN TEST** - حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2015، مجلة المعارف، العدد 22، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة البويرة، 2017
13. مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية - دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 07، 2010/2009.

4/ الملتقيات والندوات:

1. أحمد صفية أبو بكر، صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأنواعها، مداخلة ضمن المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر: المالية الإسلامية، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، (د.س.ن).

2. برق محمد، قمان مصطفى، أهمية الاستثمار المسؤول اجتماعيا والصناديق الإسلامية في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية للدول النامية، الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، ورقلة، 22-23 نوفمبر، 2011.
3. بن سليمان محمد الجاسر، تطور القطاع المالي العامة لتحقيق نمو اقتصادي أفضل، ورقة عمل مقدمة للجلسة العامة لندوة الرؤية المستقبلية للاقتصاد السعودي إلى غاية 2020، 13-17 شعبان 1423هـ الموافق لـ 19-23 أكتوبر 2002، وزارة التخطيط، الرياض، المملكة العربية السعودية.
4. بوجلال محمد، زايد مريم، دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية- حالة سوق الأسهم السعودية، مداخلة ضمن الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، الجزائر، يومي 8-9 ديسمبر، 2013.
5. بودية فاطمة، كحلي فتيحة، طبيعة البعد الاقتصادي والاجتماعي لصناديق الاستثمار الإسلامية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة، مداخلة ضمن الملتقى الدولي الثاني حول: المالية الإسلامية، تونس، يومي 27-29 جوان، 2013 .
6. جبر هشام، صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر العالمي حول الاستثمار والتمويل بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، فلسطين، 2005.
7. حسين حسن شحاتة، منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005.
8. زيدان محمد، بومدين نورين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول سياسة التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 21-22 نوفمبر 2006.
9. الشوربجي مجدي، العلاقة بين رأس المال البشري والصادرات والنمو الاقتصادي في تايوان، الملتقى العلمي الدولي حول المعرفة في ظل الاقتصاد الرقمي ومساهمتها في تكوين المزايا التنافسية للبلدان العربية، جامعة الشلف، الجزائر، 27-28 نوفمبر 2007.

10. الصلاحي عبد المجيد، **صناديق الاستثمار الإسلامية، مفهوماً، خصائصها وأحكامها**، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، دبي، الإمارات، 2007.
11. عبد السلام صفوت عوض الله، **صناديق الاستثمار - دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي**، ورقة بحثية مقدمة لمؤتمر الأسواق المالية الإسلامية معالم وآفاق المستقبل، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات، 2005.
12. علي محمد القري، **صناديق الاستثمار الإسلامية**، بحث مقدم ضمن ندوة التطبيقات الإسلامية المعاصرة، الدار البيضاء، المغرب، 1998.
13. مقدم ليلي، سمير محمد طعيبة، **معايير اتخاذ قرار الاستثمار من منظور الاقتصاد الإسلامي**، مداخلة ضمن الملتقى الدولي: الاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية، يومي 23 و 24 فيفري، 2011.

5/ المواقع الالكترونية:

1. موقع السوق المالية السعودية (تداول): <http://www.tadawul.sa>
2. موقع مجموعة كسب المالية: www.kasbcapital-sa
3. موقع هيئة السوق المالية السعودية: www.cma-org.sa

6/ التقارير السنوية:

1. التقرير السنوي الرابع والخمسون لمؤسسة النقد العربي السعودي .
2. التقرير السنوي الخامس والخمسون لمؤسسة النقد العربي السعودي.
3. تقرير الاستقرار المالي لسنة 2018 للهيئة المالية السعودية.

ثالثاً: المراجع باللغات الأجنبية:

1. Bertand Jacquillat et Bruno slonik, **Marches financiers: gestion de portefeuille et des risques**, Gauthier Villars ,2^{eme} édition, Paris, 1994.
2. Charles P. Jones, **investments analysis and management**, john midget sons in New York, 1996.
3. Dilem Ahmed, Jean Marie Albertini, **lescique d'economie**, Dalloz, Paris, 2004.
4. Higgins Robert, **Analysis for financial management**, 6th er, McGraw Inc, USA, 2001.

5. John Bogle, **Mutual funds hand book, A comprehensive guide for investment professionals**, Boston Institute of finance, United states of American, 2005.
6. Nelly Desbavrières, **La Bourse et ses back- offices**, Economic, 3^{ème} Edition.
7. Salma Taha Hussein, **The Management of the Egyption capital Market**, M.A. Thesis, Cairo University, Faculty of Economics & Political Science, 2001.
8. Taqi Usmani, **An Introduction to Islamic finance**, An online publication by accountancy, date de consultation, 23/01/2017.
9. Pascal gradin, **mesure de performance des fonds: source d'investissement, métrologie et résultats**, Economie.

ملاحق

ملحق رقم (01): صناديق الأسهم المحلية

اسم الصندوق	المدير	سعر الوحدة	العملة	الفئة الفرعية
صندوق صائب للشركات السعودية	شركة الرياض المالية	122.6842	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق اليسر للأسهم السعودية	شركة الأول للاستثمار	75.7407	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق أسهم المؤسسات المالية السعودية	شركة الأول للاستثمار	47.2125	ريال سعودي	-
صندوق الأسهم السعودية	شركة الأول للاستثمار	7.7767	ريال سعودي	-
صندوق الاستثمار بالأسهم السعودية	السعودي الفرنسي كابيتال	8,401.4367	ريال سعودي	-
صندوق الصفاء للمتاجرة بالأسهم السعودية	السعودي الفرنسي كابيتال	13.0788	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق السعودي الفرنسي للأسهم السعودية للدخل	السعودي الفرنسي كابيتال	7.8089	ريال سعودي	موافق الشريعة
إتش إس بي سي للأسهم السعودية	شركة إتش إس بي سي العربية السعودية	170.8279	ريال سعودي	-
إتش إس بي سي للأسهم السعودية للدخل	شركة إتش إس بي سي العربية السعودية	16.2054	ريال سعودي	موافق الشريعة
إتش إس بي سي للأسهم المؤسسات المالية السعودية	شركة إتش إس بي سي العربية السعودية	21.6150	ريال سعودي	-
صندوق البلاد للأسهم السعودية النقية	شركة البلاد للاستثمار	0.5815	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق إثمار للأسهم السعودية الشرعية	شركة البلاد للاستثمار	1.2423	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق الفرص السعودية	عودة كابيتال	10.0894	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق فالكم للأسهم السعودية	فالكم للخدمات المالية	2,270.1314	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق صيفك للطروحات الأولية	شركة الشرق الأوسط للاستثمار المالي	122.0188	ريال سعودي	موافق الشريعة

صندوق صيفك المرن للأسهم السعودية	شركة الشرق الأوسط للاستثمار المالي	127.8155	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق جدوى للأسهم السعودية - الفئة- ب -	جدوى للاستثمار	387.8959	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق جدوى للأسهم السعودية - الفئة- أ -	جدوى للاستثمار	151.2522	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق جدوى للأسهم السعودية - الفئة- ج -	جدوى للاستثمار	152.4929	ريال سعودي	موافق الشريعة
سوق سعودي للمتاجرة بالأسهم السعودية	شركة الأهلي المالية	9.5171	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق الأهلي المرن للأسهم السعودية	شركة الأهلي المالية	1.2577	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق الأهلي القابض لصناديق الاستثمار العقارية المتداولة	شركة الأهلي المالية	0.8722	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق الأهلي لأسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة	شركة الأهلي المالية	1.6910	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق الأهلي للطروحات الأولية	شركة الأهلي المالية	0.8410	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق الراجحي للأسهم السعودية	الراجحي المالية	469.9758	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق الراجحي لأسهم قطاع المواد الأساسية	الراجحي المالية	9.6104	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل	الراجحي المالية	13.8932	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق الراجحي إم إس سي أي لمؤشر الأسهم السعودي متعدد العوامل	الراجحي المالية	9.9432	ريال سعودي	موافق الشريعة
إتش إس بي سي لأسهم الشركات السعودية	الراجحي المالية	26.5596	ريال سعودي	موافق الشريعة
إتش إس بي سي لأسهم الشركات الصناعية السعودية	الراجحي المالية	7.9753	ريال سعودي	موافق الشريعة

موافق الشريعة	ريال سعودي	5.5250	الراجحي المالية	إتش إس بي سي لأسهم شركات البناء والاسمنت السعودية
موافق الشريعة	ريال سعودي	20.1226	الراجحي المالية	إتش إس بي سي المرن للأسهم السعودية
موافق الشريعة	ريال سعودي	108.5187	شركة العربي الوطني للاستثمار	صندوق المبارك للأسهم السعودي
موافق الشريعة	ريال سعودي	8.3901	شركة العربي الوطني للاستثمار	صندوق المبارك للأسهم السعودية النقية
موافق الشريعة	ريال سعودي	7.5108	شركة العربي الوطني للاستثمار	صندوق المبارك للاكتتابات الأولية
-	ريال سعودي	115.0653	شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	صندوق المساهم للأسهم السعودية
موافق الشريعة	ريال سعودي	47.0219	شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	صندوق الرائد للأسهم السعودية
-	ريال سعودي	23.1913	شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	صندوق الفريد للأسهم السعودية
موافق الشريعة	ريال سعودي	12.6002	شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	صندوق العطاء للأسهم السعودية
موافق الشريعة	ريال سعودي	10.10447	إتقان كابيتال	صندوق إتقان كابيتال للأسهم السعودية
-	ريال سعودي	268.2089	بيت الاستثمار العالمي	صندوق جلوبل للأسهم السعودية
موافق الشريعة	ريال سعودي	1201.4829	شركة الوساطة المالية	صندوق وساطة للأسهم السعودية
موافق الشريعة	ريال سعودي	15.6458	شركة الإنماء للاستثمار	صندوق الإنماء للأسهم السعودية
موافق الشريعة	ريال سعودي	8.5159	شركة الإنماء للاستثمار	صندوق الإنماء للإصدارات الأولية
-	ريال سعودي	385.4101	مورغان ستانلي السعودية	صندوق مورغان ستانلي للأسهم السعودية
موافق الشريعة	ريال سعودي	9.1078	شركة ثروات للأوراق المالية	صندوق ثروات للطروحات الأولية

صندوق أصول وبخيت للمتاجرة بالأسهم السعودية	شركة أصول وبخيت الاستثمارية	2.1933	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق أصول وبخيت للإصدارات الأولية	شركة أصول وبخيت الاستثمارية	1.5763	ريال سعودي	موافق الشريعة
أصول وبخيت للمتاجرة باسهم السوق الموازية	شركة أصول وبخيت الاستثمارية	1.2258	ريال سعودي	موافق الشريعة
أصول وبخيت للمتاجرة باسهم الإصدارات الأولية المتوافقة مع الضوابط الشرعية	شركة أصول وبخيت الاستثمارية	0.8394	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق كسب للتوزيعات	مجموعة كسب المالية	7.2793	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق كسب المرن للأسهم السعودية	مجموعة كسب المالية	9.7371	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق ملكية للأسهم السعودية	شركة ملكية للاستثمار	6.8517	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق مشاركة للطروحات الأولية	شركة مشاركة المالية	7.3693	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق أشمور للأسهم	شركة أشمور للاستثمار السعودية	12.3361	ريال سعودي	-
صندوق أرباح للأسهم السعودية	أرباح المالية	8.7530	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق النفعي للطروحات الأولية	مجموعة النفعي للاستثمار	8.5449	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق بلوم السعودي	بلوم للاستثمار السعودية	1615.33	ريال سعودي	-

ملحق رقم (02): صناديق الأسهم العربية

اسم الصندوق	المدير	سعر الوحدة	العملة	الفئة الفرعية
صندوق الرياض للأسهم الخليجية	شركة الرياض المالية	10.4162	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق الجزيرة الخليجي للدخل	الجزيرة للأسواق المالية	106.1724	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق الأسهم الخليجية	الجزيرة للأسواق المالية	14.5040	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق الدانة للمتاجرة بالأسهم السعودية	السعودي الفرنسي كابيتال	15.3739	ريال سعودي	-
صندوق القصر العقاري الخليجي	السعودي الفرنسي كابيتال	11.3814	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق السعودي الفرنسي الخليجي للطروحات الأولية	السعودي الفرنسي كابيتال	8.1481	ريال سعودي	موافق الشريعة
إتش إس بي سي للأسهم الخليجية	شركة إتش إس بي سي العربية السعودية	14.4294	ريال سعودي	موافق الشريعة
إتش إس بي سي للأسهم الخليجية ذات الدخل	شركة إتش إس بي سي العربية السعودية	10.7579	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق الرائد الخليجي	شركة سامبا للأصول وإدارة الاستثمار	18.3422	ريال سعودي	موافق الشريعة

ملحق رقم (03): صناديق الأسهم للمرابحة بالريال السعودي

اسم الصندوق	المدير	سعر الوحدة	العملة	الفئة الفرعية
صندوق جدوى للمرابحة بالريال السعودي	جدوى للاستثمار	117.2581	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق الإنماء للسيولة بالريال السعودي	شركة الإنماء للاستثمار	11.2706	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق الخير كابيتال للمرابحة بالريال السعودي	الخير كابيتال السعودية	10.9651	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق كسب للمرابحة	مجموعة كسب المالية	10.6852	ريال سعودي	موافق الشريعة
مرابحات الأول بالريال السعودي	شركة الأول كابيتال	11.7305	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق بيتك للسيولة	بيت التمويل السعودي الكويتي	10.3064	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق أشمور الخليجي المتنوع للمتاجرة	شركة اشمور للاستثمار السعودي	11.0748	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق أرباح الخليجي للسيولة	أرباح المالية	10.4840	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق مسقط المالية بأسواق النقد	مسقط المالية	10.8410	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق مزايا للمرابحات	مجموعة النقيعي للاستثمار	10.0666	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق ألفا للمرابحة	شركة ألفا المالية	10.2422	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق الفرص العربية	عدوة كابيتال	15.2610	دولار أمريكي	-
صندوق جدوى للأسهم الخليجية- الفئة أ-	جدوى للاستثمار	100	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق جدوى للأسهم الخليجية - الفئة ب-	جدوى للاستثمار	304.0453	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق جدوى للأسهم الخليجية- الفئة ج-	جدوى للاستثمار	100	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق جدوى للأسهم الخليجية- الفئة أ-	جدوى للاستثمار	100	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق جدوى للأسهم الخليجية- الفئة ب-	جدوى للاستثمار	288.3097	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق جدوى للأسهم الخليجية- الفئة ج-	جدوى للاستثمار	100	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق كسب لطروحات الأولوية	مجموعة كسب المالية	32.0649	ريال سعودي	موافق الشريعة
صندوق مسقط المالية الخليجي لنمو الأرباح	مسقط المالية	9.6167	ريال سعودي	موافق الشريعة

ملحق رقم (04): الإحصائيات المستخدمة في الدراسة التطبيقية

أصول صناديق الاستثمار كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	القيمة المتداولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	القيمة السوقية كنسبة من الناتج المحلي	القروض المقدمة للقطاع الخاص (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)	السنوات
fa	val	ca	cred	
2.42	2.67	40.13	16.76	1992
3.17	3.49	39.76	20.47	1993
2.39	4.91	28.64	22.36	1994
2.41	4.33	28.50	22.57	1995
2.80	4.27	28.95	20.79	1996
3.45	9.99	35.88	21.51	1997
4.54	9.36	29.07	29.19	1998
5.72	9.33	37.76	26.74	1999
5.43	9.19	35.88	24.24	2000
7.25	12.11	39.83	27.09	2001
6.87	18.82	39.52	28.95	2002
6.66	73.7	72.90	28.23	2003
6.22	182.78	118.42	32.35	2004
11.14	335.97	198.21	35.42	2005
5.96	372.76	86.95	33.72	2006
6.74	163.94	124.74	37.07	2007
3.84	100.68	47.44	37.68	2008
5.56	78.1	74.29	45.63	2009
4.78	38.09	66.92	39.16	2010
3.26	43.42	50.44	34.1	2011
3.19	69.46	50.72	36.34	2012
3.69	48.54	62.61	40.22	2013
3.90	75.02	63.84	44.29	2014
4.20	66.78	64.45	55.92	2015
3.63	47.51	69.50	58.11	2016
4.27	31.8	65.50	54.12	2017

ملحق رقم (05): اختبار جذر وحدة اللاستقرارية

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (ADF)						
Null Hypothesis: the variable has a unit root						
	At Level					
		CA	CRED	FA	VAL	
With Constant	t-Statistic	-2.5777	-0.6118	-2.5443	-2.7234	
	Prob.	0.1107	0.8509	0.1177	0.0848	
		n0	n0	n0	*	
With Constant & Trend	t-Statistic	-2.6724	-3.3686	-1.3800	-2.6497	
	Prob.	0.2550	0.0795	0.8407	0.2638	
		n0	*	n0	n0	
Without Constant & Trend	t-Statistic	-0.5892	1.5008	-0.2965	-2.0165	
	Prob.	0.4515	0.9631	0.5683	0.0440	
		n0	n0	n0	**	
	At First Difference					
		d(CA)	d(CRED)	d(FA)	d(VAL)	
With Constant	t-Statistic	-7.4009	-4.5177	-8.4053	-3.1087	
	Prob.	0.0000	0.0016	0.0000	0.0393	
		***	***	***	**	
With Constant & Trend	t-Statistic	-7.2478	-4.4634	-8.4433	-3.5963	
	Prob.	0.0000	0.0086	0.0000	0.0525	
		***	***	***	*	
Without Constant & Trend	t-Statistic	-7.5544	-4.1907	-8.5811	-3.1788	
	Prob.	0.0000	0.0002	0.0000	0.0028	
		***	***	***	***	
Notes:						
Significant at the 5%; (***) Significant at the 1% and (no) Significant at the 10%; (**) a: (*) Not Significant						
b: Lag Length based on SIC						
c: Probability based on MacKinnon (1996) one-sided p-values.						

الملحق رقم (06): نتائج تقدير معلمات الأجل القصيرة ومعلمة تصحيح الخطأ

ARDL Error Correction Regression				
Dependent Variable: D(CA)				
Selected Model: ARDL(3, 3, 3, 4)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Date: 05/08/19 Time: 11:51				
Sample: 1992 2017				
Included observations: 22				
ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(CA(-1))	0.549272	0.247383	2.220333	0.0771
D(CA(-2))	0.342848	0.145731	2.352616	0.0653
D(CRED)	1.056314	0.278240	3.796418	0.0127
D(CRED(-1))	-0.683774	0.344199	-1.986568	0.1037
D(CRED(-2))	2.123147	0.375833	5.649180	0.0024
D(FA)	6.512250	0.735443	8.854866	0.0003
D(FA(-1))	-7.159966	1.633711	-4.382640	0.0071
D(FA(-2))	-10.14477	2.268599	-4.471819	0.0066
D(VAL)	0.509595	0.043031	11.84258	0.0001
D(VAL(-1))	-0.233949	0.061770	-3.787431	0.0128
D(VAL(-2))	0.152960	0.040390	3.787116	0.0128
D(VAL(-3))	-0.194398	0.027833	-6.984524	0.0009
CointEq(-1)*	-2.586486	0.289449	-8.935903	0.0003
R-squared	0.995811	Mean dependent var	1.681941	
Adjusted R-squared	0.990225	S.D. dependent var	38.23192	
S.E. of regression	3.779978	Akaike info criterion	5.785314	
Sum squared resid	128.5941	Schwarz criterion	6.430021	
Log likelihood	-50.63845	Hannan-Quinn criter.	5.937188	
Durbin-Watson stat	2.420978			