



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الشاذلي بن جديد - الطارف

UNIVERSITE CHADLI BENDJEDIDE – El-Tarf

كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية و علوم التسيير

Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et Sciences de Gestion



السنة الجامعية: 2022/2021

الرقم التسلسلي:

قسم: العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة في إطار متطلبات نيل شهادة الماستر

تحت عنوان:

دور صناديق الإستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

من إعداد الطالبة:

حريا طي أماني

العائش رانيا

تحت إشراف:

د. لعشوري

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية وذلك باعتبارها قناة استثمارية هامة تساهم في استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية من خلال تجميعها لمدخرات ذوي الموارد المحدودة وكذا كبار المستثمرين قليلي الخبرة وإدارتها من طرف إدارة فنية ومتخصصة. وخير دليل على ذلك تجربة سوق الأوراق المالية السعودي للفترة الممتدة من 2015 إلى 2022 والتي نجحت في اجتذاب الأموال السعودية والعربية والأجنبية للاستثمار في الأوراق المالية من خلال صناديق الاستثمار، مما ساهم في توفير مناخ مناسب للتنمية وزيادة تدفق الأموال إلى السوق فكان له الأثر الايجابي على رأس المال السوقي، حجم التداول، القيمة السوقية، وبالتالي دعم الاقتصاد السعودي.

الكلمات المفتاحية: سوق الأوراق المالية، صناديق الاستثمار، سوق الأوراق المالية السعودي، رأس المال السوقي، حجم التداول، القيمة السوقية.

Summary

This study aims to highlight the role played by investment funds in revitalizing the stock market, as it is an important investment channel that contributes to attracting local and foreign capital by accumulating the savings of those with limited resources, large investors, and experienced and management By the technical and specialized department. The best evidence of this is the experience of the Saudi stock market for the period from 2015- 2022, which succeeded in attracting Saudi, Arab and foreign funds to invest in securities through investment funds, which contributed to providing a suitable environment for development and growth. Thus the flow of funds into the market which had a positive effect on market capital, trading volume and market value, which supports the Saudi economy.

Keyword: stock market, investment funds, Saudi stock market, market capital, market value.

- إهداء -

إلى التي لا أعلم ولا أدري من أين أبدأ ومن أي قاموس سأنتقي عباراتي
لشكرها، إلى التي ليس لدعواتها تاريخ صلاحية ولا طعم للحياة بدونها، أعظم
صفة رابحة حصلت عليها دون مقابل..... كنزي الحقيقي أمي العنون حفظها الله
وشفاها.

إلى سندي في الحياة، قدوتي في النظام، العمل الدؤوب والاجتهاد، إلى الذي
لا يحز كعزه ولا يحب كحبه، ولا أمان إلا بقربه..... عمود البيت أبي الغالي.
إلى من يمدني بالطاقة الايجابية نبض البيت..... أخي الصغير عبد الغفور.
إلى رفيقتي وصديقتي ومؤنستي، إلى توأم روحي، سعادتي التي لا تفارقني...
توأمي الحبيبة شيما.

إلى كل من عائلتي تحري وحرراطي

إلى كل من جمعني معهم مشواري الدراسي من أصدقاء وزملاء وأساتذة
وإداريين وخاصة عزيزاتي وحبيباتي أسماء إيمان أمال، رانيا ونور وإخلاص.

حرياطي أماني

-إهداء-

أهدي ثمرة جهدي المتواضع:

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة إلى نبي الرحمة ونور العالمين محمد صلى الله
عليه وسلم

إلى من علمني العطاء دون انتظار إلى من أحمل اسمه بكل افتخار، إلى من
أحبني دون مقابل،

أرجوا من الله أن يمدّه بطول العمر، مصدر قوتي أبي الغالي صابر

أهديك هذه الثمرة في انتظار أن تنضج باقي ثمار زرعك

إلى نبع الحنان، إلى من تعبك وسهرت وضحك وأنارت دربي، إلى من كان
دعأؤها سر نجاحي ورضاها بلسم جراحي والجنة تحت أقدامها

إليك أنت يا أمي معلم دليلة يا أمز ما أملك في الوجود

إلى إخوتي وسندي الغالين على قلبي (إيهاب، هديل، عيد المؤمن)

إلى من رباني وكانني البنيت الصغرى وفلذة كبدي السبتي وجدتي

فطيمة

إلى صديقاتي رانيا وإخلاق أدام الله صداقتنا

إلى كل ما ساعدني في إنجاز هذا البحث من قريب أو بعيد.

رانية العايش

- شكر وعرفان -

نشكر الله كما ينبغي لجلال وجهه وعظيم سلطانه الذي
رزقنا من العلم ما لم نعلم وأعطانا من القوة ما نحتاج للوصول
إلى هذا المستوى وإتمام هذا العمل المتواضع. وأن الحمد
لله الذي تتم بفضل الصالحات.

كما نتقدم بجزيل الشكر والتقدير للدكتورة "عشوري
نوال" والتي كانت لنا سندا وموجها ومؤطرا، ولم تبخل علينا
بالنصح والإرشاد والتوجيهات حتى إتمام العمل.

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
07	أهمية صناديق الاستثمار	شكل رقم 1 - 1
16	الهيكل التنظيمي لإدارة صناديق الاستثمار	شكل رقم 1 - 2
62	رسم بياني خطي لمؤشر سوق الأسهم السعودي	شكل رقم 1 - 2
63	الرسم البياني بالأعمدة	شكل رقم 2 - 2
63	رسم بياني بالشموع لمؤشر سوق الأسهم السعودي	شكل رقم 2 - 3
64	أنواع المثلثات	شكل رقم 2 - 4
65	شكل المستطيل	شكل رقم 2 - 5
65	أنواع الأعلام والرايات	شكل رقم 2 - 6
66	الرأس والكتفان والرأس والكتفان المقلوب	شكل رقم 2 - 7
66	القمم الثلاثية والمنخفضات الثلاثية	شكل رقم 2 - 8
67	القمم المزدوجة والمنخفضات المزدوجة	شكل رقم 2 - 9
85	الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية السعودي	شكل رقم 3 - 1
86	عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية (2015-2021)	شكل رقم 3 - 2
89	قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)	شكل رقم 3 - 3
90	عدد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)	شكل رقم 3 - 4
91	تطور القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)	شكل رقم 3 - 5
92	تطور المؤشر العام لسوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)	شكل رقم 3 - 6
105	إجمالي أصول صناديق الاستثمار المدارة لسوق الأوراق المالية السعودي	شكل رقم 3 - 7
107	أصول صناديق الاستثمار المحلية والأجنبية لسوق الأوراق المالية السعودي "مليار ريال"	شكل رقم 3 - 8

109	أصول صناديق الاستثمار مصنفة بحسب نوع الصندوق "مليار ريال" -2021-	شكل رقم 3 - 9
110	صناديق الاستثمار وعدد المشتركين بسوق الأوراق المالية السعودي (2015- 2021)	شكل رقم 3 - 10
111	صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة بسوق الأوراق المالية السعودي (2015- 2021)	شكل رقم 3 - 11
113	عدد صناديق الاستثمار وعدد المشتركين بسوق الأوراق المالية السعودي مصنفة بحسب نوع الصندوق -2021-	شكل رقم 3 - 12
115	أداء صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل مقارنة بالمؤشر الاسترشادي	شكل رقم 3 - 13
116	أداء صندوق الراجحي للأسهم الخليجية مقارنة بالمؤشر الاسترشادي	شكل رقم 3 - 14
118	أداء صندوق الرياض للأسهم السعودية مقارنة بالمؤشر الاسترشادي	شكل رقم 3 - 15
119	أداء صندوق الرياض للدخل المتوازن مقارنة بالمؤشر الاسترشادي	شكل رقم 3 - 16

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
20	أوجه المقارنة بين صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة	جدول رقم 1 - 1
76	مستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية	جدول رقم 2 - 2
86	عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية (2015-2021)	جدول رقم 3 - 1
87	الشركات المساهمة الثلاث الأكثر نشاطاً من حيث عدد الأسهم المتداولة سنة 2021	جدول رقم 3 - 2
88	الشركات المساهمة الثلاث الأكثر نشاطاً من حيث قيمة الأسهم المتداولة سنة 2021	جدول رقم 3 - 3
89	تطور عدد وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)	جدول رقم 3 - 4
91	تطور القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)	جدول رقم 3 - 5
92	تطور المؤشر العام سوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)	جدول رقم 3 - 6
95	بيانات صندوق الفريد للأسهم السعودية	جدول رقم 3 - 7
96	بيانات صندوق السعودي الفرنسي للعقار	جدول رقم 3 - 8
97	بيانات صندوق اتش أس بي سي للأسهم الخليجية ذات الدخل	جدول رقم 3 - 9
98	بيانات صندوق تمويل التجارة الدولية	جدول رقم 3 - 10
99	بيانات صندوق بلوم أنفست للمراجحة	جدول رقم 3 - 11
100	بيانات صندوق الخبير للدخل المتنوع المتداول	جدول رقم 3 - 12
101	بيانات صندوق سيكو المالية الخليجي لنمو الأرباح	جدول رقم 3 - 13
102	بيانات صندوق الأهلي الخليجي للنمو والدخل	جدول رقم 3 - 14
103	صندوق الإنماء المتداول لصكوك السعودية المحلية - قصيرة الأجل	جدول رقم 3 - 15
104	صندوق جدوى للمراجحة	جدول رقم 3 - 16

105	إجمالي أصول صناديق الاستثمار المدارة من قبل شركات الاستثمار المحلية "مليار ريال"	جدول رقم 3 - 17
106	إجمالي أصول صناديق الاستثمار حسب نوع الاستثمار "مليون ريال"	جدول رقم 3 - 18
107	أصول صناديق الاستثمار المحلية والأجنبية لسوق الأوراق المالية السعودي "مليار ريال"	جدول رقم 3 - 19
108	أصول صناديق الاستثمار مصنفة بحسب نوع الصندوق "مليار ريال" 2020-2021	جدول رقم 3 - 20
109	صناديق الاستثمار وعدد المشتركين بسوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)	جدول رقم 3 - 21
111	صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة بسوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)	جدول رقم 3 - 22
112	عدد صناديق الاستثمار وعدد المشتركين مصنفة بحسب نوع الصندوق (2020-2021)	جدول رقم 3 - 23
114	معدل العائد لصندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل	جدول رقم 3 - 24
114	العائد الكلي لصندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل خلال عشر سنوات	جدول رقم 3 - 25
115	معدل العائد لصندوق الراجحي للأسهم الخليجية	جدول رقم 3 - 26
116	العائد التراكمي لصندوق الراجحي للأسهم الخليجية خلال عشر سنوات	جدول رقم 3 - 27
117	معدل العائد لصندوق الرياض للأسهم السعودية	جدول رقم 3 - 28
117	العائد التراكمي لصندوق الرياض للأسهم السعودية خلال عشر سنوات	جدول رقم 3 - 29
118	معدل العائد لصندوق الرياض للدخل المتوازن	جدول رقم 3 - 30
119	العائد التراكمي لصندوق الرياض للدخل المتوازن خلال عشر سنوات	جدول رقم 3 - 31

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
I	- ملخص
II	- Résumé
III - IV	- إهداء
V	- شكر وعرفان
VI- VII	- قائمة الأشكال
VII - IX	- قائمة الجداول
X - XIII	- فهرس المحتويات
أ - ز	- المقدمة
37 - 01	- الفصل الأول: الأسس النظرية لصناديق الاستثمار
02	- تمهيد
09 - 03	- المبحث الأول: عموميات حول صناديق الاستثمار
04 - 03	- المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار
05 - 04	- المطلب الثاني: مفهوم وخصائص صناديق الاستثمار
07 - 06	- المطلب الثالث: أهمية وأهداف صناديق الاستثمار
09 - 08	- المطلب الرابع: مزايا ومخاطر صناديق الاستثمار
25 - 09	- المبحث الثاني: أسس إدارة صناديق الاستثمار

فهرس المحتويات

14 - 09	- المطلب الأول: كيفية إنشاء صناديق الاستثمار
18 - 14	- المطلب الثاني: كيفية إدارة صناديق الاستثمار
25 - 19	- المطلب الثالث: أنواع صناديق الاستثمار
36 - 26	- المبحث الثالث: تقييم أداء صناديق الاستثمار
27 - 26	- المطلب الأول: العوامل المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار
28 - 27	- المطلب الثاني: أهمية تقييم أداء صناديق الاستثمار
29	- المطلب الثالث: دور البيانات والمعلومات المحاسبية في تقييم أداء صناديق الاستثمار
36 - 30	- المطلب الرابع: نماذج تقييم أداء صناديق الاستثمار
37	- خلاصة
77 - 38	- الفصل الثاني: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية
39	- تمهيد
44 - 40	- المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
41 - 40	- المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية
42 - 41	- المطلب الثاني: أهمية ووظائف سوق الأوراق المالية
44 - 43	- المطلب الثالث: تقسيمات سوق الأوراق المالية
69 - 45	- المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
50 - 45	- المطلب الأول: الأدوات المالية التقليدية
55 - 51	- المطلب الثاني: الأدوات المالية الحديثة

فهرس المحتويات

69 - 56	- المطلب الثالث: طرق تحليل أسعار الأدوات المالية
76 - 70	- المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية
71 - 70	- المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية
73 - 72	- المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
76 - 74	- المطلب الثالث: أنواع ومستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية
77	- خلاصة
120 - 78	- الفصل التطبيقي: دراسة تطبيقية لدور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية السعودي
79	- تمهيد
92 - 80	- المبحث الأول: لمحة حول سوق الأوراق المالية السعودي
83 - 80	- المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية السعودي
85 - 84	- المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية السعودي
92 - 86	- المطلب الثالث: تقييم أداء سوق الأوراق المالية السعودي
119 - 93	- المبحث الثاني: صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي
94 - 93	- المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار ومعايير اختيارها في سوق الأوراق المالية السعودي
104 - 95	- المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي
119 - 105	- المطلب الثالث: تقييم صناديق الاستثمار وأدائها في سوق الأوراق المالية السعودي

فهرس المحتويات

120	- خلاصة
125 - 121	- خاتمة
131 - 126	- قائمة المراجع

المقدمة

المقدمة

يستقطب التمويل اهتمام العديد من الاقتصاديين لارتباطه الوثيق بالتنمية في شقيها الاقتصادي والاجتماعي، وبالرغم من تعدد أساليب التمويل المتاحة، إلا أن السبل الكفيلة بالاستخدام الأمثل لتلك الأساليب وجعلها مكتملة لبعضها البعض يشكل التحدي الأكبر لأي اقتصاد، ومن هذه الأساليب نجد أسواق الأوراق المالية والتي احتلت في العصر الحديث وخاصة بعد العولمة المعاصرة مكانة عظيمة، وغدا اقتصاد الدول يقاس بمقدار نشاطها فهي مرآة تعكس الصورة الحقيقية للاقتصاد. ويرجع تاريخ نشأة أسواق الأوراق المالية إلى عهد الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس قبل الميلاد، إلا أنها لم تأخذ شكلها النهائي الذي نعرفه اليوم إلا بمرور الوقت حيث مرت بمراحل كثيرة ومتعددة حتى أصبحت تشكل عصب الحياة المالية في الدول المتقدمة، وزاد الاهتمام بالاستثمار في الأوراق المالية وذلك للمهام التي تؤديها والمتمثلة أساسا في ربط وحدات الفئات بوحدة العجز الاقتصادي، مما جعلها تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار لقطاعات الفئات، ومصدرا حيويا لتمويل قطاعات العجز فأصبحت الوسيلة المناسبة لتنفيذ وتمويل المشروعات الفردية وخطط التنمية الاقتصادية والتوجيه الفعال للموارد الاقتصادية، وتوفير السيولة اللازمة لها.

كما ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية في الكثير من الدول بانتشار شركات المساهمة التي تعددت وتنوعت أحجامها ومجالات نشاطها، وكذلك إقبال حكومات الدول للحصول على الموارد المالية التي تحتاجها لتطوير الأنشطة الاستثمارية من خلال وجود مؤسسات مالية وشركات متخصصة لاستثمار الأموال، وترافق قوة السوق قوة تلك الشركات والمؤسسات في ابتكار أدوات مالية جديدة تواكب تطور سوق الأوراق المالية ومن بين هذه الأدوات نجد صناديق الاستثمار.

وتعد هذه الأخيرة من أفضل الوسائل الاستثمارية بالنسبة لصغار المستثمرين الذين لا يملكون رأس المال الكافي لإنشاء محفظة استثمارية وكذا المستثمرين الذين تنقصهم الدراية والمعرفة بعالم الاستثمار في الأوراق المالية. وكانت السعودية هي الأسبق عربيا بخوض هذه التجربة، كما أن زيادة عدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي يؤدي إلى جذب المدخرات مما أوجب وجود أنظمة وقوانين تضبط عملها. ولكن لما حدث من انهيارات مالية عالمية أثر على أدائها وبالتالي انعكس على الانسحاب الكبير لحملة الوثائق من صناديقهم، كان لا بد من إيجاد قواعد جديدة تحكم عمل صناديق الاستثمار السعودية وتضمن لحملة الوثائق حماية أموالهم.

المقدمة

ومما سبق يمكن صياغة إشكالية الدراسة في السؤال الجوهرى التالى:

ما مدى مساهمة صناديق الاستثمار فى تفعيل سوق الأوراق المالية السعودى؟

1 - الأسئلة الفرعية:

ومحاولة لمعرفة الدور الذى تلعبه صناديق الاستثمار فى تنشيط سوق الأوراق المالية وضعنا الأسئلة الفرعية التالية:

1 - إلى أى مدى تنعكس كفاءة أسواق أوراق المال على التطور الاقتصادى للدول؟

2 - ما هى أهمية صناديق الاستثمار كأداة لتعبئة الادخار؟

3 - هل يؤدى وجود صناديق الاستثمار إلى زيادة عدد الشركات المدرجة فى سوق الأوراق المالية السعودى؟

4 - ما هى أبرز المتغيرات التى يعتمد عليها نموذج العائد فى تقييم أداء صناديق الاستثمار؟

2 - فرضيات الدراسة:

وللإجابة على إشكالية الدراسة والأسئلة الفرعية ارتأينا الاعتماد على الفروض التالية:

1 - لعل من أهم الوظائف الأساسية لسوق الأوراق المالية الكفاء هى تحقيق السيولة للأوراق المالية المتداولة بها ويمثل ذلك من عامل جذب للمستثمرين، ويظهر أثرها على التطور الاقتصادى للدول من خلال قدرتها على تحليل البيانات المعلومات المتدفقة إلى هذه الأسواق بالتالى تحقيق استجابة سريعة فى أسعار الأوراق المالية لتمويل مختلف مشاريع الاقتصاد القومى.

2 - تقوم صناديق الاستثمار بجذب عدد كبير من المستثمرين عن طريق إيداع مدخراتهم فى شكل ودائع.

3 - يساهم وجود صناديق الاستثمار فى ضمان مصداقية الإفصاح عن المعلومات ذات الفائدة لذوى الاختصاص من المتعاملين والمهتمين بشؤون المال والاستثمار، وبالتالى زيادة ثقة المستثمرين بسوق الأوراق المالية وهذا ما يقود إلى زيادة عدد الشركات المدرجة فيها.

4 - أبرز المتغيرات التى يعتمد عليها نموذج العائد فى تقييم أداء صناديق الاستثمار هى حجم الصندوق، عمر الصندوق، خبرة وكفاءة المدير.

3 - أسباب اختيار موضوع الدراسة:

اجتمعت جملة من الأسباب والحوافز التي دفعتنا إلى الاهتمام بهذا الموضوع، منها الذاتية ومنها الموضوعية ويمكن حصرها في الآتي:

- 1 - الميول والرغبة الشخصية في إعداد هذا الموضوع قصد كسب معارف حديثة.
- 2 - أهمية هذا النوع من المواضيع واكتسائه أبعاد تنموية مستقبلية خاصة إذا حظي بالاهتمام الكافي والدعم الملائم.
- 3 - محاولة الإسهام بشكل فاعل في إثراء المكتبة العربية بدراسة تكون وجهة للباحثين لمعرفة خبايا سوق الأوراق المالية والدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار في تفعيلها.

4 - أهمية الدراسة:

تستمد هذه الدراسة أهميتها بما تقدمه من مساهمات علمية وتطبيقية، حيث يلاحظ أن دور أسواق الأوراق المالية يتزايد بصورة واضحة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية مما يجعله يحتل مكانة بارزة في اقتصاد الوطن، أما عن صناديق الاستثمار فهي تعتبر آلية حيوية وحديث الساعة في الساحة الاقتصادية. بالإضافة إلى أن تفعيل وتنشيط السوق أصبح من الأمور التي تقتضيها الضرورات الاقتصادية.

5 - أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى:

- 1 - تسليط الضوء على الجوانب النظرية لكل من صناديق الاستثمار وسوق الأوراق المالية.
- 2 - توضيح أهمية ومكانة سوق الأوراق المالية في الحياة الاقتصادية بشكل عام.
- 3 - التعرف على مدى العلاقة المتداخلة بين صناديق الاستثمار وفعالية سوق الأوراق المالية.
- 4 - دراسة وتحليل دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية خلال الفترة (2015-2021)

6 - صعوبات الدراسة:

تعرضنا في دراستنا إلى بعض الصعوبات أهمها:

- 1 - جل الكتب التي تتناول متغيرات هذا الموضوع لا تواكب التطورات الحديثة.

المقدمة

2 - كنا نريد دراسة هذا الموضوع دراسة ميدانية تطبيقية عن طريق إجراء مقابلة مع بعض الجهات المتخصصة والمستثمرين، لكن لعدم وجود سوق أوراق مالية نشط في الجزائر، اكتفينا بإسقاط دراساتنا على سوق الأوراق المالي السعودي كتجربة يمكن الاستفادة منها.

7 - منهج الدراسة:

نظرا لطبيعة موضوع دراساتنا فقد اعتمدنا على المنهج الوصفي وذلك عند التطرق إلى مختلف الجوانب النظرية المتعلقة بسوق الأوراق المالية السعودي وصناديق الاستثمار. كما استخدمنا المنهج التحليلي في تحليل البيانات المتاحة المتعلقة بأداء سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار في السعودية.

الحدود المكانية: اخترنا أن تكون دراساتنا في سوق الأوراق المالية السعودي

الحدود الزمانية: وتمتد فترة دراساتنا من 2015 إلى 2021

9 - مرجعية الدراسة:

لقد اعتمدنا على بعض المصادر والمراجع التي تناولت بشكل مباشر أو غير مباشر جوانب من موضوع دراساتنا تمثلت في مجموعة من الكتب والمقالات وكذلك العديد من الرسائل الجامعية. كما استعنا ببعض المواقع الرسمية المتوفرة على شبكة الانترنت للحصول على البيانات والتقارير السنوية والإحصائية المتعلقة بموضوع الدراسة.

10 - هيكل الدراسة:

لدراسة موضوعنا والإجابة عن الأسئلة المطروحة واختبار مدى صحة الفرضيات التي انطلقنا منها، قسمنا دراساتنا إلى 3 فصول، تسبقها مقدمة وتليها خاتمة. حتى يتم الترابط بين عناصرها وإيجاد نوع من التسلسل في الأفكار.

- تناولنا في الفصل الأول الأسس النظرية لصناديق الاستثمار، بتقديم عموميات حول هذه الصناديق في المبحث الأول من نشأة، مفهوم وخصائص، أهميتها، أهدافها وأخيرا مزاياها والمخاطر المترتبة عنها. بينما في المبحث الثاني قمنا بعرض أسس إدارتها بالتطرق إلى كيفية إنشاء هاته الصناديق، كيفية إدارتها، وأهم أنواعها. أما في المبحث الأخير تطرقنا إلى العوامل المؤثرة على أداء الصناديق، أهمية تقييم أداء هذه الصناديق، دور البيانات والمعلومات المحاسبية في التقييم، لنوضح أخيرا أبرز النماذج الشهيرة التي يتم من خلالها التعرف على أداء هذه الصناديق.

- في الفصل الثاني الخاص بالإطار النظري لسوق الأوراق المالية، قمنا بعرض ماهية سوق الأوراق المالية في المبحث الأول من مفهوم، أهمية ووظائف، وأخيرا أبرز تقسيماته. بينما في المبحث الثاني قمنا بعرض

المقدمة

الأدوات المالية المتداولة فيه، التقليدية منها والحديثة، لنوضح بعدها طرق تحليل أسعار هذه الأدوات. أما المبحث الثالث والأخير فقد خصصناه إلى كفاءة سوق الأوراق المالية، وذلك بدء بماهيتها، ثم متطلباتها، لنختتم بأنواعها ومستوياتها.

- أما الفصل التطبيقي المعنون بدراسة تطبيقية لدور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية السعودي، فقد استعرضنا فيه لمحة حول هذا السوق من نشأة وتطور، هيكله، وتقييم أدائه في المبحث الأول. بينما استعرضنا في المبحث الثاني نشأة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي والمعايير الأساسية لاختيارها، أنواعها، تقييمها وأدائها في السوق.

11 - الدراسات السابقة:

من بين الدراسات والأبحاث العلمية والأكاديمية التي أجريت سابقا ولها علاقة بموضوع دراستنا نجد:

1 - دراسة صلاح الدين شريط. (2012). دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة تجربة مصر العربية-(أطروحة دكتوراه). (جامعة الجزائر3، المحرر) كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، الجزائر.

وهدفت هذه الدراسة إلى التعرف على ماهية صناديق الاستثمار وتقييم أدائها من خلال التجربة المصرية ومحاولة التعرف على متطلبات إقامة صناديق الاستثمار في الجزائر تماشيا مع سياسات الإصلاح الاقتصادي والسياسي والإداري. وقد خلصت الدراسة إلى نتيجة عامة مفادها أنه وفي ظل تهيئة المناخ الاستثماري واستقرار الظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية فإن الاقتصاد المصري قادر على تخطي العديد من المشكلات والعقبات التي تواجهه، ويؤكد ذلك ما تحقق من بعض النتائج الايجابية من بينها خلق أدوات جديدة تعمل على تنشيط سوق المال في مصر ومنها صناديق الاستثمار التي كان لها الدور الرئيسي في تنشيط سوق رأس المال وفتح قنوات استثمار كبيرة بين السوق النقدي وسوق رأس المال، جعلت البورصة المصرية تواكب تطور أسواق المال العالمية.

2 - منى محمد الحسيني عمار. (2014). دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير الأسواق المالية. (جامعة الأزهر القاهرة، المحرر) مجلة الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، 05(13).

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف صناديق الاستثمار بصفة عامة وصناديق الاستثمار الإسلامية بصفة خاصة من حيث مفهومها - وخصائصها - وأنواعها - ومزاياها - والتحديات التي تواجهها. التعرف على سوق المال الإسلامي بصفة عامة وسوق الأوراق المالية الإسلامية بصفة خاصة، إبراز دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير وسوق الأوراق المالية الإسلامية من خلال عرض نماذج عملية لصناديق استثمار إسلامية وتقييم أداء تلك الصناديق. حيث توصلت

المقدمة

الباحثة إلى النتائج الآتية لصناديق الاستثمار الإسلامية دور هام في تطوير سوق الأوراق المالية الإسلامية. صناديق الاستثمار الإسلامية ركزت فقط على تحقيق مصلحة المكتسبين في الصندوق دون تحقيق إضافة للاقتصاد الكلي مما جعلها تفقد الجدوى الاقتصادية عند تقييمها. وجهت صناديق الاستثمار الإسلامية أموالها إلى أسواق المال العالمية وبالتالي كان ذلك على حساب الأسواق المحلية مما كان له أثر سلبي على مشروعات التنمية للدول الإسلامية.

3 - أحمد عبد الله الفريح. (2018). موقع التحليل الفني ضمن عملية اتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية (أطروحة دكتوراه). (جامعة الجزائر3، المحرر) كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، الجزائر.

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز مكانة التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار داخل سوق الأوراق المالية السعودية. إبراز مكانة التحليل الفني في التنبؤ بالمتغيرات المستقبلية داخل سوق الأسهم وفهم طرق ومراحل اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة. وتوصلت الدراسة إلى أن التحليل الفني قد يسهم في اتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية إذا وظف التوظيف الأمثل فكلما ازدادت الظروف المحيطة طبيعية كلما زادت جودة مخرجات التحليل الفني بشرط عدم إغفال العلوم المالية الأخرى كالتحليل الأساسي والمالي والسيكولوجي.

12- ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

تعتبر دراستنا تكميلية وتعميقا لبعض الدراسات التي سبقتها لكونها ساهمت في الربط بين سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار لأن أغلب الدراسات تناولت أحد شقي الموضوع أو تناولته من الجانب الإسلامي، وركزنا على الجانب التطبيقي للتعرف على دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية السعودي في الفترة الممتدة من (2015-2021).

الفصل الأول:

الأسس النظرية لصناديق الاستثمار

تمهيد:

إن التطور الملحوظ في مجال الاستثمار والرغبة الكبيرة من طرف المستثمر لتحقيق أهدافه المرجوة دفع به إلى تنويع استثماراته، إلا أن هذا الأخير قد يصادف أمامه مخاطر قد تعيقه كونه لا يملك الخبرة والدقة اللازمة لإدارة الاستثمار والدراية الكافية بأحوال السوق، كما قد يقع أمام مشكل قلة موارده وعدم كفايتها لشراء أوراق مالية عديدة ومتنوعة. لذلك فإن صناديق الاستثمار وبفضل ميزاتهما استطاعت أن تحقق بعض من الغايات التي يبحث عنها المستثمر. فإذا كانت الحكمة توجب عليه أن لا يضع البيض في سلة واحدة، فإن هذه الأوعية المالية تحقق هذه الحكمة بإعجاز إذ تسمح للمستثمر الذي لا يملك سوى بيضة واحدة أن يضعها في عديد السلال معاً. وهو الأمر الذي أدى إلى زيادة إقبال أصحاب الأموال والمدخرات على استثمار أموالهم في هذه الصناديق. مما جعلها تزداد أهمية في الساحة الاقتصادية، وتكتسب مكانة كبيرة على المستوى العالمي، لتصبح بذلك أكثر القطاعات الرائدة في صناعة الاستثمار.

وعليه من خلال هذا الفصل سيتم التطرق إلى المباحث التالية:

المبحث الأول: عموميات حول صناديق الاستثمار

المبحث الثاني: أسس إدارة صناديق الاستثمار

المبحث الثالث: تقييم أداء صناديق الاستثمار

المبحث الأول: عموميات حول صناديق الاستثمار

تعد صناديق الاستثمار من أهم الأدوات الاستثمارية الجديدة والمستحدثة في عالمنا، وتقوم فكرتها على تجميع الأموال من المدخرين الصغار والكبار من خلال صكوك ووثائق الاستثمار. إذ لا يكاد أي سوق مالي أن يخلو من هذه الأداة، ولا ريب أن ما نقرأه اليوم عن انتقال رؤوس الأموال الضخمة لغرض الاستثمار بين الأسواق المالية، يشهد بأهمية هذه الصناديق. وعليه سنتناول في هذا المبحث الملامح العامة والأساسية عن صناديق الاستثمار التي تتمثل في نشأتها، مفهومها وخصائصها، ثم نبين أهميتها وأهدافها، وأخيرا مزايا الاستثمار في هذه الصناديق، والمخاطر المترتبة عنها.

المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار

مرت صناديق الاستثمار بالعديد من المراحل حتى وصلت إلى ما وصلت إليه الآن، لذا سنتطرق فيما يلي لهذه الصناديق من حيث نشأتها وتطورها عالميا وعربيا (الشمرى و الجليحاوي، 2019، الصفحات 02-03)

● لا يوجد هناك اتفاق بين الباحثين على تحديد المكان والزمان الذي شهد بداية ظهور صناديق الاستثمار، لكن الدول الأوروبية تعد هي السابقة في تأسيس هذا النوع من الصناديق، إذ ترى بعض الدراسات بأن فكرة إنشاء الصناديق الاستثمارية بدأت في أوروبا وتحديدًا في هولندا عام 1822. وتشير دراسة أخرى إلى أن اسكتلندا هي أول من بدأ بالعمل على إنشاء صناديق الاستثمار عام 1870 إذ قاموا بابتكار الصناديق المغلقة ذات رأس المال الثابت، وأصبح بإمكان المستثمرين الصغار إيداع أموالهم لدى صناديق الاستثمار في بورصة الأوراق المالية. ثم انتقلت إلى الولايات المتحدة في عام 1924، وبعد ذلك حققت انتشارا كبيرا في عام 1929، لذلك صدر قانون الأوراق المالية الخاص بتنظيم العمل في صناديق الاستثمار عام 1940 تحت مسمى قانون شركات الاستثمار. ثم انتشرت إلى باقي الدول الأخرى في عقد الثلاثينات والأربعينات من القرن الماضي بشكل ملحوظ، ففي بريطانيا تأسس أول صندوق استثمار مغلق عام 1931 ثم تطور هذا الصندوق ليأخذ الشكل المفتوح في عام 1966. أما في فرنسا فقد كانت بداية الصناديق عام 1945، بينما في ألمانيا تأسست في عام 1950، وبعد ذلك وصلت إلى دول أوروبا واليابان.

● أما عربيا فقد تصدرت المملكة العربية السعودية المرتبة الأولى من حيث نشأة صناديق الاستثمار ففي عام 1927 كانت بداية ممارسة نشاط صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية من خلال البنك التجاري الوطني بإنشاء صندوق البنك الأهلي التجاري والذي كان يستهدف صغار المستثمرين ولا سيما صغار المستثمرين والعمال المغتربين، ثم تواصل إنشاء صناديق الاستثمار السعودية ليلعب عددها 51 صندوقا عام 1992 إلى أن وصل عددها في عام 2016 إلى 275 صندوقا، أما بالنسبة إلى الكويت فاحتلت المرتبة الثانية عربيا، ففي

عام 1985 قامت بإنشاء أول صندوقين استثماريين بهدف استثمار المدخرات بالأسهم الأمريكية والسندات الدولية ثم أخذت تتزايد ليصل عددها إلى 87 صندوقاً في عام 2016. ثم وصلت فكرة إنشاء صناديق الاستثمار إلى مصر وحصل صندوق استثمار البنك الأهلي المصري على أول ترخيص من هيئة سوق المال في عام 1944 وبعدها صدرت تراخيص تباعاً لصناديق الاستثمار حتى بلغ عددها 22 صندوقاً نهاية عام 2000. وبعد ذلك وصلت الفكرة إلى المغرب إذ صدر قانون التشريع في عام 1993 وتم إنشاء أول صندوق استثماري عام 1995 يضم 85 صندوقاً، ومن ثم إلى البحرين وعمان عام 1994 وبعدها إلى لبنان عام 1996 ومن ثم الأردن عام 1997. ثم إلى الإمارات العربية المتحدة عام 2011.

المطلب الثاني: مفهوم وخصائص صناديق الاستثمار

إن التطرق إلى صناديق الاستثمار يتطلب تحديد مفهوم دقيق وشامل لها وإبراز أهم خصائصها، لذا سنحاول في هذا المطلب الإلمام بما سبق ذكره.

1 - مفهوم صناديق الاستثمار

عرفت الصناديق الاستثمارية بتعريفات متعددة تختلف بحسب ما يتجه إليه نظر معرفها حين تعريفها، فثمة من نظر في تعريفه للصناديق الاستثمارية إلى ذاتها وموجوداتها، وثمة من انطلق في تعريفه لها من النظر إلى أطراف الصندوق الاستثماري وطبيعة العلاقة بينهم، إلى غير ذلك من أوجه النظر إلى الصناديق الاستثمارية التي يختلف تعريفها بناء عليها، وثمة من رأى أنه يتعذر تعريف الصناديق الاستثمارية تعريفاً جامعاً مانعاً، نظراً لاختلاف أشكالها وأنواعها وأنظمتها.

ومن التعاريف الكثيرة للصناديق الاستثمارية نذكر:

● تعريف هيئة السوق المالية في المملكة العربية السعودية التي عرفت الصناديق الاستثمارية بأنها "أوعية استثمارية تقوم بجمع رؤوس أموال مجموعة من المستثمرين وتديرها وفقاً لإستراتيجية وأهداف استثمارية محددة يصنعها مدير الصندوق لتحقيق مزايا استثمارية لا يمكن للمستثمر الفرد تحقيقها بشكل منفرد في ظل محدودية موارده المتاحة". (الدوسري، 2020، صفحة 08)

● ويمكن تعريف صندوق الاستثمار بأنه "وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة المحافظ الأوراق المالية، حيث تعتبر أحدث الأساليب في إدارة الأموال وفقاً لرغبات المستثمرين ودرجة تقبلهم للمخاطر، بما يعود بالفائدة على البنك أو الشركات التي تؤسسها وعلى المدخرين وعلى الاقتصاد القومي

ككل. وقد تعرف بأنها شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة". (دماغ، 2020، صفحة 04)

• "صناديق الاستثمار هي مجموعة من الأوراق المالية المختارة بدقة وعناية ليناسب كل منها أهداف فريق معين من المستثمرين المحتملين. أما جمهورها المستهدف فهم أساسا المستثمرين الذين تتوافر لديهم موارد مالية كافية لبناء محفظة "تشكيلة" خاصة من الأوراق المالية. والمستثمرين الذين قد لا تتوافر لديهم الإمكانيات المالية ولكن تنقصهم الخبرة والمعرفة أو لا يتوافر لديهم الوقت الكافي لإدارة تلك التشكيلة". (على، 2021، صفحة 08)

نستنتج من التعاريف السابقة بأنها "نظام يسمح للمستثمرين من أفراد أو شركات للاشتراك سويا في برنامج استثماري يدار من قبل مستشاري استثمار متخصصين لتحقيق أعلى نسبة من العوائد وبأقل درجة ممكنة من المخاطر".

2 - خصائص صناديق الاستثمار

قد يكون من المفيد قبل أن نحدد الخصائص العامة لصناديق الاستثمار أن نميز بينها وبين المؤسسات المالية الأخرى، مثل شركات الاستثمار ومصارف الاستثمار. فشركات الاستثمار تتفق مع صناديق الاستثمار في كون كل منهما يعمل على تجميع أموال المستثمرين ثم استثمارها في محفظة للأوراق المالية، كما أن كلا منهما يقوم بعملية الانتقال الفني للمحفظة وإدارتها. أما الفرق الرئيسي بينهما فيكون في كون شركات المساهمة تحكمها وتنظمها قوانين الشركات المساهمة، في حين أن صناديق الاستثمار تبني على فكرة التعاقدية التي تتم من الأطراف المعنية، والتي قد تكون في شكل عقد استثمار أو عقد وكالة.

وتختلف صناديق الاستثمار عن مصارف الاستثمار في كون الغرض الرئيسي لمصارف الاستثمار هو القيام بعملية الوساطة بين الشركات المصدرة للأوراق المالية والمستثمرين، وبيعها وتوزيعها بالجملة والقطاعي، بالإضافة إلى تقديم المشورة الفنية لكل منهما.

ومما سبق يمكن القول أن لصناديق الاستثمار الخصائص التالية: (دريد، 2016، الصفحات 105-106)

- تجميع أموال عدد من المستثمرين لتوفير حجم مناسب من الأموال يدار من خلال إدارة موحدة؛
- استثمار هذه الأموال في مجالات وأماكن مختلفة، بحيث يوفر أكبر قدر من الطمأنينة وأقل قدر من المخاطرة؛
- قد تكون أسهم هذه الصناديق اسمية أو لحاملها، وفقا لرغبة المساهمين والقوانين المنظمة في كل بلد؛
- تحليل وإدارة الاستثمارات.

المطلب الثالث: أهمية وأهداف صناديق الاستثمار

تحتل صناديق الاستثمار أهمية ومكانة كبيرة في الاقتصاد عامة وفي سوق الأوراق المالية خاصة، إذ تعتبر ركيزة أساسية للمستثمر لتحقيق الأهداف التي يسعى للوصول إليها.

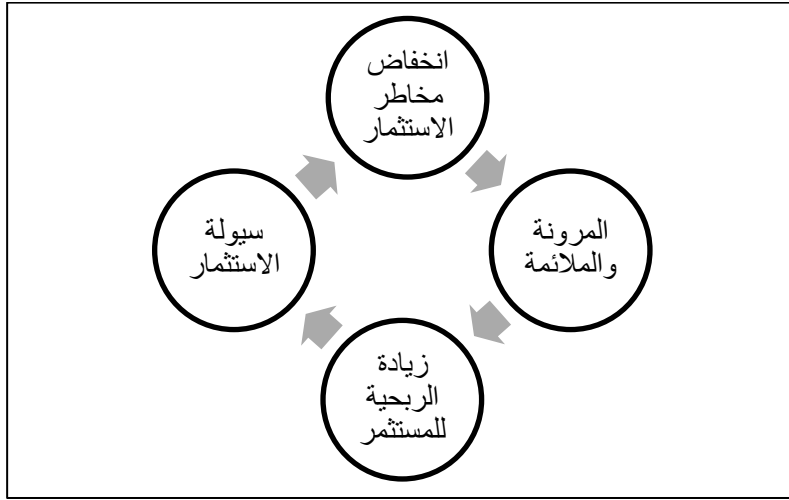
1 - أهمية صناديق الاستثمار

وتتميز صناديق الاستثمار بالعديد من المزايا التي تجعل الاستثمار فيها ذو أهمية بالغة، حيث يمكن توضيح أهمية صناديق الاستثمار في النقاط التالية: (عثماني و خقاني، 2020، صفحة 04)

- تعد صناديق الاستثمار أحد أهم الأساليب الحديثة والفعالة في تفعيل وتنشيط حركة التعاملات في أسواق الأوراق المالية، وذلك لكونها توسع قاعدة المتعاملين داخل هذه الأسواق، لاسيما في البلدان النامية والأسواق الناشئة التي هي بأمرس الحاجة إلى تنشيط تلك التعاملات في السوق؛
- تحقق صناديق الاستثمار مصلحة مزدوجة بالنسبة للمستثمرين والاقتصاد الوطني على حد سواء، إذ أنها تمكن صغار المستثمرين من أن تكون لهم حصص متنوعة في المحافظ الاستثمارية، أما بالنسبة للاقتصاد الوطني، فهي تساعد في إنعاش سوق الأوراق المالية عن طريق جذب مدخرات صغار المستثمرين لاستثمارها في تداول الأوراق المالية؛
- تخلق صناديق الاستثمار طلبا متزايدا على الأسهم، ما يعمل على زيادة معدل دوران الأوراق المالية في السوق، ومن ثم زيادة حجم وقيمة التداول؛
- تسهم صناديق الاستثمار في إتمام عمليات الخصخصة لاسيما في الدول النامية؛
- تساعد صناديق الاستثمار على تخفيض معدل التضخم بطريقة غير مباشرة عن طريق امتصاص السيولة النقدية من أيدي الأشخاص والمستثمرين من الميل للاستهلاك؛
- تؤدي صناديق الاستثمار دورا مهما في زيادة الوعي الاستثماري لدى الجماهير وذلك عن طريق ما توفره من سهولة ومرونة في أنشطتها الاستثمارية، وتشجيعهم على الاستثمار ولاسيما أصحاب الدخل المحدود عن طريق تخفيض الحد الأدنى الذي يمكن لصغار المستثمرين استثماره عن طريق هذه الصناديق؛
- يؤدي وجود صناديق الاستثمار المحلية إلى الحد من تهريب المدخرات الوطنية إلى خارج البلد؛
- تحقق الصناديق عوائد أفضل بالمقارنة بفوائد البنوك للأفراد المستثمرين في صناديق الاستثمار إذ أنها تضمن عوائد موزعة عن طريق محفظتها الاستثمارية، فضلا عن الأرباح الرأسمالية نتيجة الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية.

ويمكن إيجازها في الشكل التالي:

شكل رقم 1 - 1: أهمية صناديق الاستثمار



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على (مشروم، 2018، الصفحات 73-75)

2 - أهداف صناديق الاستثمار

تضع صناديق الاستثمار جملة من الأهداف التي تلبي متطلبات المستثمرين، وتتناسب مع مستويات المخاطر المقبولة لديهم. وبناءً على الأهداف المحددة للصندوق يتبع مدير الصندوق سياسة وإستراتيجية استثمارية معينة ترمي إلى تحقيق هذه الأهداف، لذا تختلف الأوراق المالية التي تُشكل أصول هذه الصناديق باختلاف أهدافها.

فعلى سبيل المثال، عندما يكون تحقيق دخل ثابت هو الهدف من صندوق الاستثمار يضع مدير الصندوق السياسات والاستراتيجيات الاستثمارية التي من شأنها تحديد الأوراق المالية التي ستشكل أصول الصندوق لتحقيق هذه الأهداف. وبناءً على ذلك يمكن بشكل عام تصنيف أهداف الصناديق الاستثمارية كما يلي: (الجليحوي، 2019، صفحة 22)

- تجميع الأموال من الأفراد والمؤسسات مقابل إصدار وثائق الاستثمار، ومن ثم استثمار تلك الأوراق المالية المتنوعة، بما يحقق التنوع الكفاء للاستثمارات؛ بحيث يؤدي إلى تخفيض المخاطرة وتحقيق العائد المناسب للمستثمرين وبالتالي فتح سوق الأوراق المالية أمام صغار المدخرين، مما يسهم في تنشيط سوق الأوراق المالية؛
- تهدف إلى تحريك المحافظ الاستثمارية للأسواق والشركات التي تحتفظ بالمحافظ لسنوات طويلة دون تحريكها، وذلك من خلال بيع وشراء الأسهم وغيرها من الأوراق المالية مما يخلق فرص عالية وكبيرة لتحقيق الأرباح؛
- تقليل وتوزيع المخاطر، وذلك من خلال تنوع منافذ الاستثمار باختيار المدى الزمني المناسب له بين الأجلين الطويل والقصير الأجل وفقاً لاحتياجاته، فالمستثمر يحدد رغباته في الأوراق المالية التي سيتعامل معها الصندوق، فكلما زادت رغبته في تحقيق ربح مرتفع زادت درجة تقبله للمخاطر.

المطلب الرابع: مزايا ومخاطر صناديق الاستثمار

بالرغم من المزايا العديدة التي تحظى بها صناديق الاستثمار والتي تجعل المستثمر يرقى إلى ما يسمو إليه، إلا أنها تبقى محفوفة بالمخاطر التي قد تعيق عمله على جميع الأصعدة وهو ما سنوضحه في هذا المطلب.

1 - مزايا صناديق الاستثمار

يمكن الاستفادة في الصناديق الاستثمارية من تحقيق مزايا عدة أهمها: (مسفر و آل جشمه، 2021، الصفحات 08-09)

- **الإدارة المتخصصة:** تهيئ إدارة الموجودات الفرصة لمن لديهم مدخرات ولا يمتلكون الخبرة الكافية لتشغيلها بأن يعهدوا بتلك المدخرات لفئة من الخبراء في هذا المجال؛
- **التنوع:** إن التنوع يعني شراء أوراق مالية مما يعمل على تقليل المخاطر التي يواجهها المستثمر عند الاستثمار في ورقة مالية واحدة، إذ أن التنوع لمكونات الصندوق بطريقة تسهم في تخفيض المخاطر إلى حد ما ممكن عن طريق تنوع التشكيلة التي يتكون منها صندوق الاستثمار (المساهمين).
- **المرونة:** توفير قدر من المرونة للمستثمرين في حرية نقل استثماراتهم من صندوق لآخر، وذلك مقابل رسوم ضئيلة وكذلك يمكن لشركات الاستثمار استرداد أسهمها إذا ما رغب المستثمر في التخلص منها كلياً أو جزئياً؛
- تتسم وثائق صناديق الاستثمار خاصة المفتوح منها بخاصية السيولة إذ يمكن لحاملها استرداد قيمتها في المواعيد المحددة؛
- **تنشيط حركة أسواق الأوراق المالية:** وذلك عن طريق تشجيع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بإيداع مدخراتهم في شركات الاستثمار، وتحقيق مستوى أعلى من العائد؛
- **ملائمة لشتى شرائح المستثمرين:** إذ أن الوحدات الاستثمارية ذات فئات مختلفة، منها الصغيرة والكبيرة، وهي بذلك تتناسب مع قدرات شرائح المستثمرين المختلفة.

2 - مخاطر صناديق الاستثمار

بالرغم من المزايا العديدة التي تتمتع بها صناديق الاستثمار إلا أنه ينجم عنها بعض المخاطر تتمثل في: (عمار، 2014، الصفحات 05-06)

- المخاطر الناجمة عن تقلبات الأسعار في أسواق الأوراق المالية؛
- انخفاض قيمة الأصول المقومة بالنقد الأجنبي في صناديق الاستثمار عند ارتفاع سعر صرف العملة المحلية؛
- مخاطر أسعار الفائدة والمتمثلة في انخفاض قيمة أدوات الدين الثابت مثل السندات؛

- كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤثر سلباً على قيمة الأسهم وعدم قدرة الشركات على النمو يسبب تحول المستثمرين من سوق الأسهم إلى سوق السندات.

المبحث الثاني: أسس إدارة صناديق الاستثمار

نظام عمل صناديق الاستثمار يختلف من مدير إلى آخر، وذلك وفقاً للسياسة الاستثمارية التي تضعها الإدارة التي تتولى صناديق الاستثمار، هذه الإدارة تتوفر على قواعد وقوانين عمل تضمن السير الجيد لهاته الصناديق، وفي هذا المبحث سنتطرق إلى كيفية إنشاء هاته الصناديق وكيفية إدارتها، مع الإشارة إلى أبرز الأنواع التي يتم إدارتها.

المطلب الأول: كيفية إنشاء صناديق الاستثمار

سنتطرق إلى كيفية إنشاء صناديق الاستثمار على النحو التالي: (عطية، 2020، الصفحات 161-165)

1 - اختيار الصندوق

إن دراسة مشروع إنشاء الصندوق أو اختياره، تعد خطوة أولى لنشأته، وذلك من خلال دراسة سوق الأوراق المالية المزمع الاستثمار فيه ونشاط صناديق الاستثمار في السوق وأدائها، الوضع الاقتصادي العام وجميع العوامل المؤثرة في الصندوق، ويتم اختيار نوع الصندوق وفق رغبات المستثمرين، حيث تحرص البنوك وشركات التأمين وشركات المساهمة على طرح أنواع متعددة من الصناديق الاستثمارية لتتوافق مع أكبر قدر من رغبات المستثمرين، من صناديق العائد الدوري إلى صناديق النمو الرأسمالي أو كلاهما، ومن صناديق قليلة المخاطرة "صناديق السندات" إلى صناديق ذات مخاطرة عالية "صناديق الأسهم".

2 - الحصول على ترخيص من هيئة سوق الأوراق المالية:

تحصل صناديق الاستثمار على ترخيص بممارسة نشاطها من الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية مقابل رسم يدفع للهيئة، وفي هذا الصدد يشترط حصول البنوك وشركات التأمين على موافقة البنك المركزي، ويتطلب منح الترخيص:

- مدة الصندوق؛
- قيمة المبلغ المحصل لمباشرة النشاط؛
- السياسة الاستثمارية للصندوق؛
- كيفية إدارة الصندوق وتقدير أتعاب الإدارة؛
- نظام استيراد الوثائق وإعادة إصدارها "بالنسبة لصناديق البنوك وشركات التأمين"؛

- اسم البنك الذي سيتم الاحتفاظ لديه بالأموال النقدية للصندوق والأوراق المالية التي سيستثمر أمواله فيها بالنسبة لصناديق شركات المساهمة؛
 - طريقة التقييم الدوري لأصول الصندوق، وكيفية تحديد حقوق حملة الوثائق؛
 - حالات وقواعد تصفية الصندوق؛
 - اسم مدير الاستثمار، خبراته السابقة وصورة من العقد المبرم بينه وبين الصندوق.
- بعد استكمال الدراسة وإصدار الموافقة من هيئة السوق واعتماد نشرة الاكتتاب، يكون الصندوق قد حصل على الترخيص وبالتالي يكون جاهزا لمزاولة نشاطه.

3 - طرح الصندوق للاكتتاب

وفقا للأحكام والقوانين المصرفية، فإن مؤسس الصندوق يلتزم بإصدار اتفاقية تتضمن وصفا عاما للصندوق المكتتب فيه، من حيث نوعه وكيفية إدارته والجهة المديرة ودرجة المخاطرة فيه، وكيفية تقييم الوحدات الاستثمارية، ومدى قابليتها للاسترداد، وتحديد عملة الصندوق وسعر الوحدات الاستثمارية عند بداية الصندوق، والحد الأدنى من عدد الوحدات التي يلزم الاكتتاب بها للاشتراك المبدئي، والحد الأدنى من عدد الوحدات اللازمة للاشتراك الإضافي "عادة تكون أقل من الأولى"، والحد الأدنى من السيولة التي تلتزم إدارة الصندوق بالاحتفاظ بها. وفي صناديق الاستثمار المغلقة تحدد فترة معينة للاكتتاب تنتهي قبل البدء باستثمار الأموال فعليا. ولا تقبل الاشتراكات بعد ذلك، بينما في صناديق الاستثمار المفتوحة يكون الاشتراك مفتوحا طيلة عمر الصندوق، إلا أن مدير الصندوق يحدد أياما معينة في الأسبوع تسمى "أيام الاشتراك" أو "التقييم" يتم فيها تقييم موجودات الصندوق، وبدء سريان استثمار أموال المستثمرين الجدد.

وتحرص الصناديق على طرح أساليب ترغيبية في مرحلة الاكتتاب لجذب المستثمرين ودعم الصندوق في مراحله الأولى، ومن أمثلة ذلك أن بعض الصناديق في مرحلة الاكتتاب، وقبل بدء النشاط تقوم باستثمار مبالغ الاشتراك بشكل مؤقت في صناديق استثمارية قائمة للمصرف المؤسس، ثم يتم تحويل تلك المبالغ مضافا إليها الأرباح المحققة من الصندوق "صافي الاستثمار" إلى الصندوق عند بدء نشاطه، كما أن بعض الصناديق تتيح للمستثمرين إمكانية دفع رأس مال المكتتب به دفعة واحدة أو على شكل أقساط دورية وفق خطة تجميع ادخارية يحددها الصندوق.

ولا شك أن هذه الميزة تحقق مصلحة لكلا الطرفين "إدارة الصندوق والمستثمر"، فالمدير يستطيع أن يرسم خطته الاستثمارية وفقا للتدفقات النقدية المتوقعة فلا يتحمل كاهله بأموال سائلة لا يقدر على استثمارها على الوجه المطلوب، وتشكل هذه الطريقة للمستثمر نوعا من الضمان والأمان، حيث تتاح الفرصة له حتى يتابع ويقيم أداء المدير، ويكون استمراره في الصندوق مبنيا على حقائق ونتائج ملموسة، وتتبع الصناديق في سياستها الهادفة تقسيط رأس المال بإحدى الطريقتين، إما أن يتم الاشتراك وفق خطة تجميع مدخرات اختيارية يحق للعميل فيها متى يشاء أن يعدل تنفيذها، وإما

أن يكون وفق خطة تعاقدية، حيث يحصل العميل على تسهيلات أكثر من رسوم الاشتراك مقابل تعرضه للجزاء متى ما أخل بالخطة.

4 - إصدار وثائق الاستثمار

تصدر إدارة الصندوق شهادات للمستثمرين يسجل في كل شهادة عدد الوحدات التي يملكها المستثمر في الصندوق، وتسمى هذه الصكوك شهادات أو وثائق الاستثمار، وهي على نوعين:

- **شهادات الوحدة الاستثمارية:** تصدرها كل الصناديق، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة بصرف النظر عن القيمة التي ستؤول إليها؛
- **شهادات القيمة الاسمية:** وهي لا تشكل إلا نسبة ضئيلة جدا مما تصدره الصناديق من الشهادات، وتصدرها صناديق الاستثمار المضمونة، وتتضمن إثبات ملكية الوحدة مع ضمان قيمتها الاسمية، وهي القيمة المدونة عليها.

5 - تنوع الاستثمار:

من الإجراءات اللازمة في إدارة صناديق الاستثمار أن تشكل الأصول المكونة لها من أنواع متعددة من الأوراق المالية، فهي ضرورة تقتضيها السياسة المثلى للاستثمار، والتزام تفرضه اللوائح والأنظمة في جميع الأقطار. وتتبع الصناديق في سياسة الاستثمار هذه عدة اتجاهات، فمنها ما يتوسع في ذلك ليشمل إصدارات من عدة دول مختلفة كالأسهم الأوربية أو أسهم جنوب شرق آسيا وغيرها، ومنها ما يقتصر على الإصدارات المتداولة في دولة واحدة، ومنها ما يختص في شركات من قطاع معين، كأسهم الشركات الصناعية، أو شركات النقل، ونحو ذلك. ومن الحوافز التي تلجأ لها بعض البنوك المؤسسة لعدد من الصناديق، نذكر: أن تتيح للمستثمر إمكانية تشكيل محفظة خاصة به تسمى "محفظة شخصية"، حيث أنها تتكون من وحدات من صناديق شتى حسب رغبة المستثمر.

6 - تقييم الوحدة الاستثمارية

بعد التشغيل الفعلي للصندوق يقوم المدير بتقييم دوري للوحدة الاستثمارية، إما يوميا أو أسبوعيا أو في أيام محددة من الأسبوع، حسب ما تنص عليه لائحة الاكتتاب، والهدف من ذلك هو تحديد المبلغ الذي يبني عليه تداول الوحدة الاستثمارية بيعا وشراء، وللوحدة الاستثمارية ثلاث قيم:

- **قيمة الإصدار:** وتمثل القيمة التي تصدر بها الوحدة عند الاكتتاب المبدئي؛

- **القيمة الحقيقية:** التي تمثل صافي الأصول المكونة للصندوق مقسومة على إجمالي عدد وحدات الصندوق المستحقة من تاريخ التقييم، وتحدد قيمة صافي الأصول من خلال القيمة السوقية للأوراق المالية التي يشتمل عليها الصندوق وقت إجراء الحساب مخصوصا منها، أي التزامات أو أتعاب إدارية أو مصروفات تشغيلية مستحقة على الصندوق؛
- **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي تباع بها الوحدة الاستثمارية، وثمة فارق تحديد للقيمة السوقية للوحدات في صناديق الاستثمار المفتوحة عنها في صناديق الاستثمار المغلقة، ففي الصناديق المغلقة يسمح بتداول الوحدة الاستثمارية في سوق الأوراق المالية فتتأثر بالعرض والطلب والمضاربات وغيرها، بينما في الصناديق المفتوحة لا يسمح ببيع أو شراء الوحدة إلا من مدير الصندوق، فهو الذي يحدد سعرين الوحدة "سعر البيع وسعر الشراء".

7 - الرسوم والمصاريف الإدارية

يتقاضى مدير الصندوق من المستثمرين بعض أو كل من الرسوم الآتية:

- **رسوم الإصدار:** وهي رسوم بنسبة معينة من صافي قيمة الاشتراك، يدفعها المستثمر مرة واحدة في بداية اشتراكه؛
- **رسوم الإدارة:** وهي الرسوم السنوية التي يدفعها المستثمر للمدير مقابل إدارته لصندوق الاستثمار، والتي تتمثل في الخدمات التي تقدمها إدارة الصندوق، وتحتسب للمدير نسبة معينة من صافي قيمة الأصول بشكل دوري، وتبلغ تلك التكاليف في المتوسط 5% من القيمة السوقية الكلية للتشكيلة؛
- **رسوم الأداء:** وهي رسوم إضافية يقطعها المدير إذا زادت أرباح الصندوق عن نسبة معينة؛
- **رسوم الاسترداد:** هي تلك الرسوم التي يتكبدها المستثمر عندما يتقدم لشركة الاستثمار ذات النهاية المفتوحة طالبا استرداد قيمة السهم، ولا توجد نسبة محددة لتلك الرسوم، فهي تتراوح في المتوسط بين 5% و 4.5% من قيمة الأصل الصافية، وقد تزيد عن ذلك؛
- **المصاريف الإدارية:** تتمثل في جميع المصاريف المترتبة على إدارة الاستثمار، مثل: الأجور والمرتبات المدفوعة للعاملين في الصندوق والإيجارات والمصاريف القانونية والمحاسبة وما شابه ذلك، وعادة لا تتجاوز القيمة السنوية 0.5% من القيمة الكلية لاستثمارات الصندوق.

8 - استرداد وحدات الصندوق

يحق للمستثمر في الصناديق المفتوحة متى شاء استرداد كل أو بعض الوحدات المستثمرة، وفي حال الاسترداد الجزئي تشترط بعض الصناديق ألا تقل قيمة الوحدات المتبقية عن حد معين، وإذا قلّت عن ذلك فيلزمه استرداد كامل مبلغ

الفصل الأول: الأسس النظرية لصناديق الاستثمار

الاستثمار، وبالنسبة لقيمة الوحدة المستردة فإن بعض الصناديق تأخذ بالأسعار القائمة في يوم التقييم، والبعض الآخر يأخذ بالأسعار في يوم التقييم اللاحق ليوم تقديم الطلب "أي الأسعار المستقبلية"، والبعض يشترط ألا تقل المدة بين يوم التقديم ويوم التقييم عن حد معين، ولا تدفع قيمة الوحدات المستردة مباشرة، وإنما بعد مدة متفق عليها مسبقاً، وهي في العادة لا تتجاوز ثلاثة أيام من تاريخ طلب الاسترداد.

ومن الإجراءات المتبعة في كثير من الصناديق نقل الاستثمارات بين الصناديق، فإن كان للمصرف المؤسس عدد من الصناديق، فإنه يمكن للمستثمرين نقل الاستثمارات من صندوق إلى آخر بدلاً من استرداد الوحدات والحصول على قيمتها نقداً، ويتناسب هذا الإجراء مع المستثمرين الذين تتغير أهدافهم الاستثمارية عبر الزمن، أو يتخوفون من انخفاض قيمة الأصول المكونة للصندوق الأساس، وإذا كانت عملية الصندوق الأصلي مغايرة للبديل، فإنه يتم التحويل حسب سعر الصرف المعتمد لدى الصندوق.

9 - أرباح الصندوق وتوزيعاتها

يحدد صافي أرباح الصندوق طبقاً للقواعد المحاسبية المتعارف عليها في الأوساط المالية، ويتمثل صافي الربح أو الخسارة في الفرق بين صافي قيمة أصول الصندوق في بداية الاستثمار وصافي أصوله بتاريخ التقييم، وتتبع الصناديق إحدى الطريقتين لتوزيع الأرباح:

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

وقد تبدي بعض الصناديق استعدادها لتنفيذ رغبة المستثمر فيما إذا طلب الحصول على دفعات منتظمة من الأرباح، بشرط لا يقل رصيده، ولا حجم المبلغ المسحوب عن حد معين.

10 - انقضاء الصندوق وتصفيته

ينقضي عمر الصندوق بانقضاء الفترة الزمنية المحددة له إن وجدت، وإذا لم يكن له نهاية محددة فإنه يظل باقياً حتى يقرر مدير الصندوق انقضاءه في الوقت الذي يراه مناسباً.

الفصل الأول: الأسس النظرية لصناديق الاستثمار

إن انقضاء الصندوق قد يكون لأسباب قانونية كتغيير الأنظمة في بلد الصندوق، وقد يكون لأسباب مالية كما لو كان حجم أصول الصندوق لا يسمح بالاستمرار في تشغيله أو لغير ذلك من الأسباب.

وقد يبقى الصندوق لفترات طويلة خاصة تلك الصناديق المفتوحة، أو الصناديق التي يكون لها كيان قانوني قائم على شكل الشركة الاستثمارية، ونحو ذلك.

عند انقضاء الصندوق يتم تصفية أصوله وتأدية التزاماته، وتوزيع ما يتبقى من حصيلة هذه التصفية على المستثمرين بنسبة ما تحمله وحداتهم إلى إجمالي الوحدات، التي قرر المدير بأنها صادرة آنذاك.

المطلب الثاني: كيفية إدارة صناديق الاستثمار

كيفية إدارة صناديق الاستثمار تختلف من مدير إلى آخر، وذلك وفقا للسياسة الاستثمارية التي تضعها الإدارة التي تتولى إدارة هذه الصناديق، إذ تتوفر هذه الأخيرة على مجموعة من القوانين وقواعد العمل التي تضمن السير الجيد لهاته الصناديق. لذا سنتطرق في هذا المطلب إلى الهيكل التنظيمي لهذه الصناديق، أساليب وعمليات الصندوق، وأخيرا السياسات الاستثمارية المتبعة فيها.

1 - الهيكل التنظيمي لإدارة صناديق الاستثمار

تمثل المهمة أو المسؤولية الأساسية لصناديق الاستثمار في تحقيق الاستثمار الجيد للأموال، ومن أجل تنفيذ هذه المهمة يجب توفر الصندوق على هيكل تنظيمي فعال يتمثل فيما يلي: (يوسف، 2014، الصفحات 118-123)

1 - 1 مؤسس الصندوق: يتولى إنشاء الصندوق عادة شركة مالية متخصصة في الاستثمارات سواء أكانت بنكا

أو شركة استثمارية؛

2 - 1 مدير الصندوق "مدير الاستثمار": تلزم القوانين المصرفية الجهة المنشأة للصندوق بأن تعهد بإدارته إلى

شركة مستقلة ذات خبرة ودراية في هذا المجال، ويطلق على هذه الشركة اسم "مدير الاستثمار" وهذه الشركة مهمتها توظيف وإدارة أموال صناديق الاستثمار بصفتها مسؤولة عن إدارة أموال عملائها على أن تكون الإدارة المسؤولة عن هذه الصناديق مستقلة عن الإدارة المسؤولة عن استثمار الأموال الأخرى الخاصة بالبنك كما تتميز شركة الإدارة بأن غرضها يكاد ينحصر في جميع الدول في إدارة مال الصندوق الذي تم تنشئته، ويمكنها إدارة أكثر من صندوق استثماري بشرط مسك حسابات منفصلة لكل وعاء، وبذلك تعتبر هذه الجهة هي المسؤولة بإدارة الصندوق أو الصناديق وتوجيه الاستثمار وفقا

لأحكام نظام كل صندوق، وقرارات جهة الإشراف، والقوانين السائدة. كما أنها هي التي تمثل الصندوق قانوناً في علاقتها مع الغير وأمام القضاء؛

1 - 3 أمين الاستثمار: وهو مؤسسة مالية وفي الغالب يكون بنكا مهامه حفظ الأصول التي تتكون منها محفظة الاستثمار، وتنفيذ التعليمات الصادرة من مدير الصندوق بشأن الصكوك المالية المودعة لديه من بيع وشراء واستبدال وغير ذلك، كما يعهد إليه بتسوية العلاقات المالية التي تنشأ بين مدير الاستثمار والمستثمرين.

ومن المهام الرئيسية المنوطة بأمين الاستثمار مراقبة مدير الصندوق ومتابعته في تنفيذ السياسة الاستثمارية المثلى. ويتقاضى أمين الاستثمار عمولة تؤخذ على شكل نسبة مئوية من القيمة السوقية لصافي أصول الصندوق، وتتجه معظم الأنظمة إلى إلزام الصندوق بأن يكون الأمين جهة مستقلة عن المدير، مع مراعاة أن تكون أموال الصندوق وحقوقه مفرزة عن أعمال البنك الخاصة به، وأن يفرد للصندوق حسابات مستقلة عن أي أنشطة أخرى أو ودائع بنكية لا علاقة لها بالصندوق؛

1 - 4 مستشار الاستثمار: وهو شركة أو هيئة مالية متخصصة في مجال الاستثمار والتحليل المالي، وهذه الشركة يشترط وجودها قوانين بعض الدول للتعاون مع مدير الصندوق، ودورها يتمثل في إسداء النصيحة لشركة توظيف أموال الصندوق في المجالات الأكثر جدوى، والمساعدة في اتخاذ القرارات الخاصة بالبيع والشراء لأصول الصندوق، وتقاسم مع مدير الصندوق أتعاب الإدارة.

ولكن هناك قوانين دول أخرى تسمح بأن يقوم بهذا الدور الشركة المديرة للصندوق بحيث تستفيد بالكامل من أتعاب الإدارة دون إشراك طرف آخر معها دون ذلك؛

1 - 5 وكيل البيع: وهو مؤسسة مالية يعهد إليها بتوزيع شهادات الاستثمار التي يصدرها الصندوق، وتسويقها على المكتتبين في بداية الصندوق بالسعر الوارد بنشرة الاكتتاب، أي أن مهمته هي إيجاد السوق الأولي لشهادة الاستثمار، وقد تتجاوز مهمة الوكيل ذلك بضمان تصريف جميع وبعض الكمية المقرر إصدارها، أو يقوم بشرائها بثمن بيعها على المكتتبين، وفي هذه الحالة يخرج عن كونه مجرد وكيلاً لكونه كفيلاً.

وفي الدول التي تكون سوق أوراقها المالية صغيرة كما هو الحال في الدول العربية تتولى الجهة المنشئة توزيع شهاداتها بنفسها؛

● تسويق وحدات الصندوق: تقوم بعض الشركات المديرة للصناديق وخاصة تلك التي لا تمتلك شبكة فروع كبيرة أو مكاتب تمثيل في بعض الدول بإيكال عملية التسويق لوحدات الصناديق الاستثمارية لشركات ومؤسسات متخصصة في

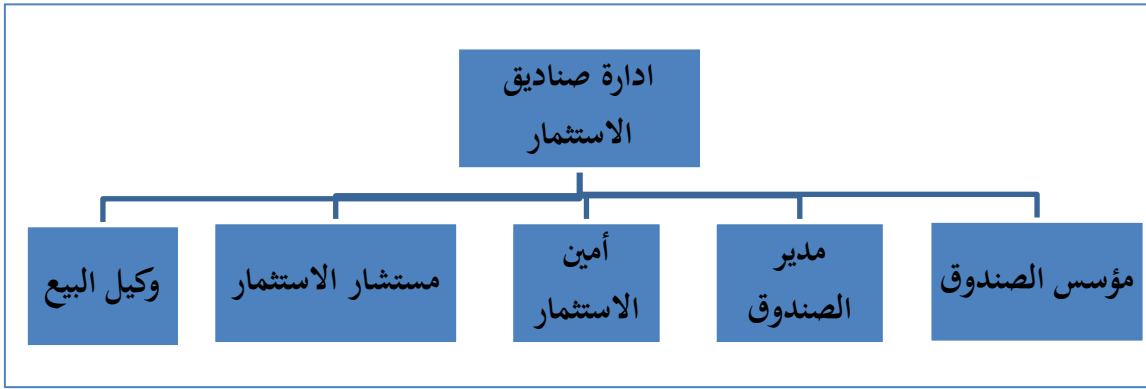
الفصل الأول: الأسس النظرية لصناديق الاستثمار

نشاط التسويق المحلي والعالمي وتمتلك قاعدة بيانات واسعة، وعلاقات ذات كفاءة تسويقية محترفة، وتتقاضى شركة التسويق رسوم مبيعات تصل في المتوسط إلى 5% من مبلغ الاشتراك في الصندوق.

• وكيل التحويل "شركات تسجيل الوحدات": وتقوم بالأعمال ذات العلاقة بالاشتراك والاسترداد لوحدات الصندوق كما أنها تحتفظ بسجل بأسماء مالكي الوحدات وتتولى عملية الاحتساب لصافي قيمة الأصول اليومية كما تمارس أيضا الأعمال ذات العلاقة بتوزيع الأرباح، وفي الغالب فإن تلك الأعمال يتم إيكالها إلى بنك، أو شركة إيداع.

ويمكن تلخيص ما تم عرضه في الشكل الموالي:

شكل رقم 1 - 2: الهيكل التنظيمي لإدارة صناديق الاستثمار



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على ما سبق.

2 - أساليب وعمليات إدارة صناديق الاستثمار

2 - 1 أساليب إدارة صناديق الاستثمار

تطورت صناعة الصناديق الاستثمارية حتى صار يديرها مديرون محترفون لديهم مهارات خاصة في اختيار الوسائل الاستثمارية الملائمة التي يتوقعون لها أداء متميزا. وقد نشأ في هذه الصناعة أسلوبان لإدارة هذه الصناديق؛ أحدهما يعرف بأسلوب "الإدارة غير النشيطة أو السلبية" ويعرف الآخر بأسلوب "الإدارة النشيطة أو الإيجابية" ويمكن التفريق بين الأسلوبين فيما يلي: (<https://cma.org.sa/Awareness/IFS/Pages/defaults.aspx>)

• أسلوب الإدارة غير النشيطة: توزع وفقه المبالغ المالية المستثمرة في الصندوق على عدد كبير من أسهم قطاع واحد أو تتوسع لتشمل أسهم جميع قطاعات السوق وذلك محاكاة لحركة مؤشر ذلك القطاع أو مؤشر السوق الكلي أو أي مؤشر آخر مبتكر، كاستثمار مثلا في أسهم مؤشر الصناعة، مما يعني قيام مدير الصندوق بالاستثمار في كل أسهم الشركات الصناعية بحيث تكون نسب الأسهم في محفظة الصندوق مطابقة إلى حد ما لنسب الأسهم في المؤشر. وتعد

الصناديق بالمؤشرات أمثلة على استراتيجيات الإدارة السلبية للصناديق، التي لا يحاول فيها مدير الصندوق أن يتجاوز أداء الصندوق أداء المؤشر المعني. ولهذا السبب يتميز هذا الأسلوب من الإدارة بشكل عام بانخفاض تكاليف الرسوم الإدارية التي يقتطعها مدير الصندوق مقابل أتعابه.

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

2 - 2 عمليات صناديق الاستثمار

تمثل العمليات التي تقوم بها صناديق الاستثمار فيما يلي: (شريط، 2012، الصفحات 226-228)

● **التسعير:** يقصد بالتسعير إعلان سعر الوحدات الاستثمارية في الصندوق، وتحدد الصناديق الاستثمارية في نظام تأسيسها ما إذا كانت مفتوحة أو مغلقة، فإذا كانت مغلقة لا يقوم المدير بإعلان سعر الوحدات إلا في آخر يوم من عمر الصندوق، أما إذا كان الصندوق مفتوحا فإن المدير يحدد يوما معينا كالأربعاء من كل أسبوع إذا كان أسبوعيا، أو اليوم الأول من كل شهر إذا كان شهريا، وهكذا يسمى يوم التسعير؛

● **الاسترداد:** يقوم عمل الصناديق الاستثمارية المفتوحة على حرص المدير على الاحتفاظ بقدر من السيولة يمكنه من شراء وحدات أولئك المستثمرين الذين يرغبون في استرداد أموالهم في يوم التسعير؛

● **الرسوم على المشتركين:** تفرض الصناديق الاستثمارية أحيانا رسوما على المشتركين لتغطية جزء من تكاليفها ولاسيما تلك المتعلقة بعمليات توظيف الأموال وتبني بعض الصناديق المفتوحة التي تتداول وحداتها في الأسواق المنظمة "طريقة فرض الرسوم" وتظهر هذه الرسوم على صفة زيادة في القيمة الصافية للأصول عند الشراء ولكن يحصل عليها السوق بينما تتبنى صناديق أخرى طريقة فرض الرسوم عند الخروج من الصندوق وترتبط بعض الصناديق هذه الرسوم بمدة بقاء المستثمر في الصندوق بحيث تتناقص تلك الرسوم بقدر ما تطول هذه المدة أما إذا كان مصدر الصندوق يقوم بنفسه بتسويقه فلا يفرض في العادة رسوما على الدخول والخروج، أما الصناديق المغلقة التي يجري تداول وحداتها في الأسواق المنظمة ربما يحتاج المستثمر إلى دفع رسوم السمسار في السوق.

● **الاحتياطات:** تحتفظ الصناديق عادة باحتياطات تقتطعها من الأرباح الغرض منها تحقيق الاستقرار فيما يدفعه أرباح المشاركين فيه وتعويض الخسائر التي قد تحصل في بعض الأوقات وتستمر هذه الاحتياطات في التراكم في الصندوق وتعد جزءا من الأموال فيه بحيث يستحقها أولئك الذين يملكون وحداته عند انتهاء مدته إن كان له مدة.

● **رسوم الإدارة:** يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته وتصميم طريقة احتساب رسوم المدير بحيث تولد الحوافز لديه على تحقيق النمو للصندوق بما يفيد جميع المشاركين ولذلك يعتمد حسابها على ما يسمى بالقيمة الصافية لأصول الصندوق، يقوم المدير عندئذ بحساب هذه القيمة الصافية بصفة دورية وفي حالة الصناديق المفتوحة يفعل ذلك يوم التسعير ويقطع أجره بالنسبة المتفق عليها ويتراوح أجور الإدارة غالبا ما بين 1% إلى 5% سنويا.

3 - السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار

تختلف السياسات الاستثمارية باختلاف سياسة الصندوق وطبيعة أغراضه وأهدافه ومعدل العائد المراد تحقيقه، وتنقسم هذه السياسات إلى الأنواع التالية: (دريد، 2016، صفحة 118)

● **السياسة المتحفظة أو الدفاعية:** هي التي يكون فيها المستثمر متحفظا تجاه المخاطر ويؤكد على عاملي الأمان والاستقرار، وعليه فغالبا ما تستثمر الأموال في سندات طويلة الأجل وأسهم ممتازة بما يضمن دخلا ثابتا ومستقرا لفترة طويلة.

● **السياسة الهجومية:** هي السياسة التي يركز فيها المستثمر على جني الأرباح عند حدوث تقلبات في أسعار الأوراق المالية، حيث تكون الأغلبية للأسهم العادية في تشكيلة المحفظة، حيث يتم شرائها بأسعار منخفضة والاحتفاظ بها لفترة من الزمن حتى ترتفع الأسعار ليتم بيعها حينئذ وجني أرباح رأس مالية، وعادة ما يكون عنصر المخاطر في هذا المجال كبير.

● **السياسة المتوازنة "الهجومية الدفاعية":** هي تلك السياسة التي يراعى فيها المستثمر تحقيق نسبة من الأمان، وفي نفس الوقت جني أرباح رأسمالية عن طريق المضاربة والاستفادة من الارتفاع في الأسعار. وعادة ما تتكون المحفظة في هذه السياسة من أسهم عادية وأوراق مالية قصيرة الأجل وكذلك من السندات طويلة الأجل والأسهم الممتازة.

المطلب الثالث: أنواع صناديق الاستثمار

تعدد أنواع صناديق الاستثمار وفقا لحاجات أهداف المستثمرين، ورغباتهم، وأهدافهم، ومن خلال التجارب العالمية لصناديق الاستثمار حسب هيكل رأس المال، والأهداف المقررة لها، ومكونات التشكيلة. ويمكن إيجازها فيما يلي:

1 - وفقا لهيكل رأس المال

يمكن تصنيف صناديق الاستثمار وفقا لرأس المال إلى نوعين كما يلي:

1 - 1 صناديق الاستثمار المغلقة

هي عبارة عن صناديق مشتركة، يتم من خلالها إعادة شراء حصص الأسهم من ملاكها بأية كمية، وفي أي وقت يرغب حامل الأسهم، ويكتسب هذا النوع من الصناديق تسميته من خاصية ثبات رأسماله، وذلك بمجرد انتهاء فترة الاكتتاب فيه.

وهذه الصناديق تشكلها شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة، والتي يخول لها المشرع الحق في إصدار أسهم تباع للجمهور، وفي هذه الحالة يحدد حجم الصندوق وعمره عند الابتداء، ثم يبدأ إصدار وحدات استثمارية تباع إلى الجمهور، حتى يبلغ الصندوق الحجم المطلوب، فإذا اكتملت هذه العملية أغلق الصندوق، فلا يقبل مشاركين جدد، ولا يسمح للمشاركين الموجودين فيه الانسحاب عن طريق استرداد أموالهم حتى تنتهي مدة الصندوق، إلا إذا تضمن عمل الصندوق إيجاد آلية لتبادل الوحدات بالبيع.

وأهم ما يميز هذه الصناديق أنها محددة القيمة، والحجم، والهدف والعمر، وينبثق ذلك كون وثائقها الاستثمارية ذات أجل محدد أيضا، لذا فهي تنتهي بانتهاء مدة الصندوق، ويتم - حينئذ استرداد - قيمتها من الجهة المنشئة للصندوق. (الشيوي، 2021، صفحة 22)

1 - 2 صناديق الاستثمار المفتوحة

الصندوق المفتوح" هو الذي لا يكون له عمر محدد، ولا حجم معين، بل يكون مستمرا وهو يصدر الوحدات الاستثمارية، فإذا بلغت حجما معيناً يمكنه بدء النشاط الاستثماري، واستمر في إصدار الوحدات، بحيث يستطيع المستثمرون الجدد الدخول في الصندوق في أي وقت". وتفتح هذه الصناديق المجال أمام المستثمرين للدخول والخروج منها دون قيود تذكر، فحجم الأموال المستثمرة في هذه الصناديق غير محدد، وحجم الصندوق يكبر ببيع المزيد من وثائق الاستثمار، ويقبل باسترداد المستثمرين لكل أو جزء من وثائقهم. (الشيوي، 2021، صفحة 22)

الفصل الأول: الأسس النظرية لصناديق الاستثمار

ويمكن توضيح الفرق بين صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة في الجدول التالي:

جدول رقم 1 - 1: أوجه المقارنة بين صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة

الصندوق المغلق	الصندوق المفتوح	عنصر المقارنة
ثابت ويحدد نهاية فترة الاكتتاب للوحدة الاستثمارية.	متغير بصورة دورية حسب رغبة المستثمرين.	رأس المال
مدرج ويتداول في سوق الأوراق المالية.	غير مدرج وغير متداول.	الإدراج والتداول في السوق
حسب القيمة السوقية للوحدة الاستثمارية والتي تكون أقل أو أعلى من صافي قيمة الموجودات	حسب صافي قيمة الموجودات للوحدة الاستثمارية بتاريخ الشراء.	أساس تداول الوحدات الاستثمارية
محددة في معظم الأوقات	غالباً غير محدد	مدة الصندوق

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على (طالب، 2014، صفحة 10)

2 - وفقاً للأهداف المقررة

يتحدد هدف صندوق الاستثمار بطريقة تجذب له فئة معينة من المستثمرين وهناك أربعة أهداف هي: النمو والدخل وإدارة الضريبة، كما أنه هناك صناديق ذات أهداف مزدوجة، وسيتم إيجازها في ما يلي:

1 - 2 صناديق النمو

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق، لذا عادة ما تشتمل على أسهم عادية تابعة لشركات وقطاعات ذات درجة عالية من النمو، والتي تظهر سجلاتها نمو مطرداً في المبيعات والأرباح المحتجزة، التي تنعكس أثارها على القيمة السوقية للسهم، أي: على نمو الأموال المستثمرة، أو عن طريق تدوير الأرباح المحتجزة وذلك بإعادة استثمارها مرة ثانية، فيتولد المزيد من الأرباح التي تعاد استثمارها مرة أخرى لتنعكس على القيمة السوقية للسهم، وهكذا. (جليد و مزبود، 2013، صفحة 06)

2 - 2 صناديق الدخل

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق دخل جار للمستثمرين، وذلك في نطاق درجة المخاطر المحددة سلفاً، وتناسب صناديق الدخل أولئك المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم، لذلك عادة ما تشمل التشكيلة على سندات، وعلى أسهم منشآت كبيرة ومستقرة، توزع الجانب الأكبر من الأرباح المتولدة. (جليد و مزبود، 2013، صفحة 06)

2 - 3 صناديق الدخل والنمو

تهدف هذه الصناديق إلى المحافظة على أصولها، وتحقيق دخل دوري، فضلاً عن النمو الرأسمالي الطويل ومتوسط الأجل، مع أقل قدر من المخاطر السوقية المتوقعة. (جليد و مزبود، 2013، صفحة 06)

2 - 4 صناديق إدارة الضريبة

هذه الصناديق لا تقوم بأي توزيعات على المستثمرين، وإنما تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمرين على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها، ومن ثم لا يقوم المستثمر بدفع ضريبة، طالما لم يحصل على توزيعات نقدية. (جليد و مزبود، 2013، صفحة 06)

2 - 5 الصناديق ذات الأهداف المزدوجة

الصناديق ذات الأهداف المزدوجة هي نوع خاص من الصناديق التي يمكنها تلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين:

- المستثمرون الذين يهدفون إلى الحصول على دخل من استثماراتهم، حيث يمكنهم الاستثمار في أسهم الدخل.
- المستثمرون الذين يهدفون إلى تحقيق نمو مضطرد في استثماراتهم، حيث يمكنهم الاستثمار في أسهم رأس المال التي يتولد عنها أرباح رأسمالية. (جليد و مزبود، 2013، صفحة 06)

3 - وفقا لمكونات التشكيلة

تشمل صناديق الاستثمار عددا من الأوراق المالية، يتم تشكيلها على حسب المستثمر، لذا تصنف على هذا الأساس إلى:

3 - 1 صناديق الأسهم العادية

تتكون هذه الصناديق من أسهم عادية فقط، وبالرغم من ذلك فإنها تختلف باختلاف تلك الأسهم وسماتها، فهناك الصناديق التي تركز على الأسهم التي تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو، وهناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعة ما، أو في منطقة جغرافية معينة، أو التي تتمتع بإعفاءات ضريبية، وكذلك فهناك صناديق المؤشر تستثمر في ذات تشكيلة الأسهم التي يتكون منها أحد مؤشرات سوق الأوراق المالية. (الشيوي، 2021، صفحة 25)

3 - 2 صناديق السندات

ويقصد بصناديق السندات التي تتكون من سندات فقط، وفي هذا الصدد توجد صناديق تتكون من تشكيلة من السندات التي تصدرها منشآت الأعمال، وبعض السندات التي تصدرها الحكومة بشكل يتسنى معه خدمة قطاع معين من المستثمرين. (الشيوي، 2021، صفحة 25)

3 - 3 الصناديق المتوازنة

يقصد بالصناديق المتوازنة تلك التي تتكون محفظة الأوراق المالية بها من مزيج من الأسهم العادية، والأوراق المالية الأخرى، ذات الدخل الثابت المحدد، كالسندات التي تصدرها الحكومة ومنشآت الأعمال، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، والأسهم الممتازة. (الشيوي، 2021، صفحة 25)

3 - 4 صناديق سوق النقد

هي تلك الصناديق التي تتكون محفظة الأوراق المالية بها من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل، التي عادة ما تتداول في سوق النقد، أي: من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية، إضافة إلى بيوت السمسرة المتخصصة في التعامل في تلك الأوراق. (الشيوي، 2021، صفحة 25)

وتعد هذه الصناديق قصيرة الأجل، فالصندوق يتكون من أوراق مالية لا يتجاوز تاريخ استحقاقها فترة السنة، ومن الأمثلة على تلك الأوراق قصيرة الأجل: أذون الخزانة، وشهادات الإيداع، والاستثمار في البنوك.

4 - وفقا للعائد

يحصل المستثمر على عوائد من صناديق الاستثمار، تختلف طريقة توزيعها بما يتناسب وطريقة تغطيته لنفقاته فقد تكون دورية أو متراكمة، وعليه يتم تصنيف الصناديق كما يلي:

4 - 1 الصناديق ذات العائد الدوري

تتميز هذه الصناديق بتوزيع الأرباح الصافية لحملة وثائق الاستثمار على فترات دورية ربع سنوية، نصف سنوية أو سنوية، وتتضمن نشرة الاكتتاب وثيقة توزيع العائد، تستثمر هذه الصناديق عادة في أسهم وسندات منشآت كبيرة ومستقرة، وتتناسب هذه الصناديق للمستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية نفقات معيشتهم. (عطية و بن سماعيل، 2020، صفحة 09)

4 - 2 الصناديق ذات العائد المتراكم

وفيها تقوم إدارة الصندوق بإعادة استثمار العوائد المحققة وذلك في كافة أنواع الأوراق المالية المتاحة في سوق الأوراق المالية، وعند استرداد قيمة الوثيقة يتم سداد الأصل والربح معا، وتستثمر هذه الصناديق أموالها في أسهم عادية في منشآت تملك آفاقا أعلى للنمو وهي بذلك تناسب المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية نفقات معيشتهم. (عطية و بن سماعيل، 2020، صفحة 09)

4 - 3 الصناديق ذات العائد الدوري المتراكم

يستثمر هذا الصندوق الاستثماري في سوق الأوراق المالية متنوعة من الأسهم والسندات المحلية والأجنبية والأوراق الحكومية، وتدار بمعرفة متخصصين لتعظيم العائد المحقق للمستثمرين تمهيدا لتوزيعها على حملة الوثائق. (عطية و بن سماعيل، 2020، صفحة 09)

5 - وفقا لضمان رأس المال

تختلف درجة تقبل المخاطرة المرتبطة بصناديق الاستثمار من مستثمر لآخر مثله مثل أي أداة استثمارية أخرى، مما يؤثر على العائد، سلامة رأس المال أو بعضه.

وعليه تنقسم صناديق الاستثمار حسب هذا المعيار إلى:

5 - 1 صناديق الاستثمار المضمونة

وفيها يلتزم المدير بضمان سلامة رأس المال، أو نسبة منه، أو سلامته مع نسبة محددة من العائد، خلال الدورة الواحدة للصندوق، متحملاً بذلك وحده مخاطر الخسارة التي قد تصيب رأس المال، وذلك مقابل حصوله على عمولة أعلى من النسبة المعتادة إذا ما تجاوزت نسبة العائد المحقق من الصندوق رقماً معيناً يطلق عليه عادة مصطلح نقطة القطع. (يوسف، 2014، صفحة 137)

5 - 2 صناديق الاستثمار غير المضمونة

ويقصد بها تلك الصناديق التي يكون فيها مستوى المخاطرة بالنسبة للمستثمر مطلقاً بلا حدود، وهذه تشبه الاستثمار على أساس المضاربة المطلقة حيث يكون المساهم فيها ليس معرضاً لخسارة العائد فقط، بل حتى رأس المال أو بعضه. (يوسف، 2014، صفحة 137)

وتتوافر مجموعة أخرى من صناديق الاستثمار وهي كالآتي:

1 - الصناديق المتداولة في سوق الأوراق المالية

هذه الصناديق فريدة من نوعها حيث لا يحتاج المستثمرون فيها إلى الاهتمام بنقص من الشفافية في التسعير، لأنه يتم تداولها من قبل إدارة البورصات وبالتالي ستعكس الأسعار على محفظة سوق الأوراق المالية مما يؤثر على أسعار أسهم المؤسسة. (شمري و الجليحاوي، 2020، صفحة 09)

2 - صناديق المؤشرات

يستثمر هذا الصندوق في الأسهم والأوراق المالية الأخرى على أساس مطابقة أداء المؤشرات في سوق معين، ويعتبر هذا الصندوق أحد الطرق التي تتميز بالسهولة بالنسبة للمستثمرين من ناحية شراءها والاستثمار بها في محفظة السوق، حيث يشتري الصندوق الأسهم والأوراق المالية المدرجة في مؤشر معين بالسوق على أساس أدائها السابق لتمثيل الأوراق المالية المشتراة. (شمري و الجليحاوي، 2020، صفحة 09)

3 - الصناديق النظيفة

هي تلك الصناديق ذات المسؤولية الاجتماعية التي تتجنب توجيه أموالها للاستثمار في الشركات التي تصنع الكحوليات أو المنتجات المرتبطة بالحروب كالأسلحة أو شركات التبغ أو الشركات التي ينتج عن عمليات تصنيعها نفايات تضر بالبيئة. (شمري و الجليحاوي، 2020، صفحة 09)

4 - الصناديق الإسلامية

وتعرف بأنها مؤسسات مالية إسلامية لها شخصية معنوية مستقلة تقوم بتجميع المدخرات مقابل تملك صكوك للمكتتبين فيها، ثم توجه هذه المدخرات نحو استثمارات مختلفة وفق أساليب استثمارية شرعية تبنى على أساس عقود التمويل الإسلامية، حيث تدار هذه الصناديق من طرف جهة مختصة تمتلك الخبرة الكافية في مجال الاستثمار وتلتزم بالضوابط الشرعية. (شمري و الجليحاوي، 2020، صفحة 09)

المبحث الثالث: تقييم أداء صناديق الاستثمار

من الضروري لكل من الإدارة والمستثمر القيام بعملية تقييم أداء صناديق الاستثمار، فإدارة الصندوق تقوم بعملية التقييم من أجل الحصول على نتائج أداء هاته الصناديق والوقوف عليها لاتخاذ الآليات والإجراءات الواجب اتخاذها بغرض تطوير أدائها في المستقبل. أما بالنسبة للمستثمر فتمكنه عملية التقييم من المفاضلة بين الصناديق المتاحة في السوق، كما تسمح عملية تقييم الأداء بالمنافسة الايجابية بين الصناديق المختلفة مما يستوجب عليها تحسين أدائها. وعليه سنتطرق في هذا المبحث إلى العوامل المؤثرة على أداء الصناديق، أهمية تقييم أداء هذه الصناديق، دور البيانات والمعلومات المحاسبية في التقييم، لنوضح أخيرا أبرز النماذج الشهيرة التي يتم من خلالها التعرف على أداء الصناديق الاستثمارية.

المطلب الأول: العوامل المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار

تناولت العديد من الدراسات السابقة العوامل المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار، وتركز هذه الدراسة على ثلاث عوامل يكن تقديمها كما يلي: (عثماني و خمقاني، 2020، الصفحات 04-05)

1 - عمر الصندوق

يعبر عمر الصندوق عن مدة حياته، أي منذ نشأته إلى غاية الحاضر، حيث يمكن تقسيم فئات العمر إلى عدة فئات على غرار صناديق الاستثمار قصيرة العمر، صناديق الاستثمار متوسطة العمر، صناديق الاستثمار طويلة العمر، حيث توصلت العديد من الدراسات إلى وجود علاقة وثيقة بين عمر الصندوق والأداء.

2 - حركات مؤشر السوق

ينظر إلى حركة مؤشر السوق من عدة زوايا، حيث يعتبر المنظور الزمني مهم جدا لتتبع الحركة بدقة، ويمكن التمييز بين أنواع حركة مؤشر السوق فيما يلي:

- الحركة الرئيسية: تمثل الحركة الرئيسية خط الاتجاه الواسع وتمتد من عدة شهور إلى عدد من السنين، وتشير هذه الحركة أساسا إلى السوق الصاعد والسوق الهابط، وحالما يحدد الاتجاه الرئيسي للمؤشر فإن تأثيره يبقى حتى يعكس الاتجاه؛
- الحركة الثانوية: وهي رد الفعل الذي يعمل على تصحيح الاتجاه الرئيسي في السوق الصاعدة وتعد حركة تصحيحية، وفي السوق النازلة تدعى الحركات الثانوية في بعض الأحيان بردود الفعل.

3 - إستراتيجية المخاطرة المستهدفة

حيث يمكن التمييز بين خصائص ثلاث أنواع من إستراتيجية المخاطرة المستهدفة، وذلك فيما يلي:

- **إستراتيجية المخاطرة المنخفضة:** حيث يعمل مدراء صناديق الاستثمار على تقليل المخاطرة الممكنة، حيث يهتم المستثمرين بتقليل المخاطرة من أجل الابتعاد عن النتائج السلبية والابتعاد عن جميع التقلبات في الأسعار الاستثمارية لضمان بقاء كافة الاستثمارات في أمان، بالإضافة إلى محاولة تحقيق أرباح قليلة نسبياً، بسبب انخفاض نسبة المخاطرة المعتمدة في هذه الصناديق، مع وجود الحاجة الدائمة عند المستثمرين للحصول على سيولة مالية.
- **إستراتيجية المخاطرة المتوسطة:** وتتميز بالقدرة على تحمل المتغيرات المتنوعة في الأسعار، مع تقبل فكرة وجود خسائر مالية في رأس المال، وتعد الحاجة للسيولة معتدلة تقريبا.
- **إستراتيجية المخاطرة المرتفعة:** تتميز هذه الإستراتيجية بوجود خبرة كبيرة عند المستثمرين في صناديق الاستثمار ضمن الأسواق المالية، وتعد الحاجة للسيولة المالية قليلة جداً.

المطلب الثاني: أهمية تقييم أداء صناديق الاستثمار

تعد عملية تقييم أداء صناديق الاستثمار ذات أهمية كبيرة للمستثمر الفرد المتعامل بوثائق الصناديق والمستثمر المؤسسي والاقتصاد الكلي، للعوامل الآتية: (عطية، 2020، صفحة 182-183)

- 1 - يعد تقييم أداء الصندوق الاستثماري مهما للمستثمر الفردي لمقارنة أداء الصندوق الذي يستثمر فيه بغيره من الصناديق، وهذا المعرفة:**
 - أساليب تحقيق مستوى معين للأداء؛
 - مدى مساهمة الاستثمار في زيادة (أو على الأقل حماية) ثروته المالية؛
 - وهل العائد المحقق منه يبرر الوقت والجهد والتكلفة التي تم إنفاقها؟؛
 - درجة التزام مدير الصندوق بالسياسات الاستثمارية التي تحقق أهداف الاستثمار وذلك من أجل اتخاذ القرارات المناسبة للتغير في حالة عدم تحقيق النتائج المتوقعة.
- 2 - يهتم المستثمر المؤسسي بتقييم أداء الصندوق الاستثماري، سواء أكان هو المؤسس للصندوق أم المتعامل معه، ففي حال كونه مؤسساً له سيهتم بتقييمه للأسباب الموالية:**
 - الحاجة لتقييم أداء مدير الصندوق الاستثماري، الذي عهد إليه إدارة الصندوق الاستثماري الذي تم تأسيسه واختيار السياسات الاستثمارية التي يطبقها ومدى تحقيقه للأهداف المعلن عنها؛
 - معرفة القيمة المضافة التي ساهم بها المدير الاستثماري بتنفيذ الخطة الاستثمارية للصندوق ككل؛

● تحديد التكلفة المترتبة على فرض قيود معينة تحد من قدرة مدير الاستثمار على إدارة الصندوق، وفي حالة كونه متعاملا، فشأنه شأن المستثمر الفرد يستطيع خلال تقييم أداء الصناديق الاستثمارية المفاضلة بين الصناديق، التي سيقوم بتوجيه استثماراته نحوها.

3 - تظهر أهمية تقييم أداء صناديق الاستثمار على مستوى الاقتصاد الوطني من حيث حاجة الاقتصاد إلى تشجيع الاستثمار غير المباشر في سوق الأوراق المالية بصفة عامة، وفي صناديق الاستثمار بصفة خاصة، لما تمثله هذه الصناديق من أداة استثمارية ملائمة لقاعدة عريضة من صغار المستثمرين، وضرورة تحويل المدخرين إلى مستثمرين بتلك الصناديق، بالإضافة إلى ما تمثله هذه الصناديق من أهمية لكونها شريكا أساسيا في حجم التعاملات اليومية بسوق الأوراق المالية.

وعند تقييم أداء صناديق الاستثمار من المفيد الأخذ بالحسبان الاعتبارات الآتية:

- **استقرار الأداء سنة بعد أخرى:** يعد في درجة الأهمية نفسها إن لم يكن أكثر أهمية من الأداء الكلي لعدد أكبر من السنوات، وبالإضافة إلى ذلك فعند فحص بيانات الأداء السنوية يجب على المستثمر أن يقرر ما إذا كانت النتائج التي تحققت إدارة الصندوق ترجع إلى الاختيار الموفق أو الرديء للأوراق المالية، وما إذا كانت هناك ورقة مالية أو اثنتان التي تتكون منها المحفظة هي السبب الرئيسي وراء النتائج التي يحققها الصندوق؛
- **الأداء السابق:** هو مؤشر جيد لاتخاذ القرار المرتبط بالاستثمار في الصناديق الاستثمارية، ولكنه مرشد فقط، إذ نجد أنه ليس هناك سبب ضروري لأن يعاد أداء الماضي في المستقبل وبالتالي، فإن النصيحة قد تكون شراء واثق في عدد من صناديق الاستثمار المتميزة في أداءها، والتي تكون أهدافها متفقة مع أهداف المستثمر بدلا من ربط أموال المستثمرين كلها بصندوق واحد.

المطلب الثالث: دور البيانات والمعلومات المحاسبية في تقييم أداء صناديق الاستثمار

تتمثل أهمية البيانات والمعلومات المحاسبية في تقييم أداء صناديق الاستثمار فيما يلي: (شريط، 2012، صفحة 238)

1 - إمكانية التعرف على ما إذا كانت النتائج التي حققها الصندوق ترجع إلى عوامل الصدفة، أم ترجع إلى فعالية وكفاءة إدارة الصندوق في اختيار تشكيلة محفظة الأوراق المالية؛

2 - اطمئنان المستثمر على مستوى التنوع الذي تتسم به محفظة الأوراق المالية للصندوق بما يمكن من تجنب المخاطر غير المنتظمة (مخاطر طبيعة النشاط)؛

3 - إمكانية تحديد كل من:

- نسبة الأموال المستثمرة في كل نوع من أنواع الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار في صناديق أخرى) إلى إجمالي الأموال المستثمرة في الصندوق؛
- نسبة الأموال المستثمرة في كل منشأة من المنشآت المصدرة لتلك الأوراق إلى إجمالي أموال الصندوق؛
- مدى مساهمة الصندوق في تحقيق التنمية الاقتصادية والتزامه بأولويات التنمية الإقليمية، من خلال تحديد كل من نسبة الأموال المستثمرة في الداخل، والأموال المستثمرة في الخارج (أوراق مالية لشركات أجنبية) إلى إجمالي الأموال المستثمرة بالصندوق؛
- الإفصاح عن حركة وثائق استثمار الصندوق خلال الفترة لتحديد معدلات استرداد للوثائق لنا لذلك من تأثير على كل من السيولة والعوائد التي يحققها الصندوق.

المطلب الرابع: نماذج تقييم أداء صناديق الاستثمار

هناك العديد من الأساليب التي يتم من خلالها التعرف على أداء الصناديق الاستثمارية، نحاول التعرض لها بنوع من التفصيل كالتالي: (عطية، 2020، صفحة 186-190)

1 - النموذج البسيط

يناسب هذا الأسلوب المستثمر الذي لا يملك دراية كافية باستثماراته، وذلك لسهولة الأسلوب، إضافة إلى توفر البيانات المالية عن أداء الصناديق اللازمة لتطبيق الأسلوب البسيط، حيث تنشر صناديق الاستثمار المفتوحة بيانات دورية عن قيمة الأصل الصافية للسهم، وكذلك الأرباح الموزعة لكل صندوق، وتعد هذه المعلومات كافية لحساب قيمة معدل

$$T_n = \frac{(P-P_1)+R+R_i}{P}$$

العائد على الاستثمار في ظل الأسلوب البسيط وذلك من خلال استخدام المعادلة الآتية:

حيث أن:

T_n : العائد على الاستثمار.

P : قيمة الأصل في بداية الفترة.

P_1 : قيمة الأصل في نهاية الفترة.

R_i : الأرباح الايرادية خلال الفترة.

R : الأرباح الرأسمالية خلال الفترة.

$(P - P_1)$: الأرباح الرأسمالية.

وعلى المستثمر القيام بمقارنة العائد على الاستثمار، الذي حققه الصندوق الذي يستثمر فيه أمواله مع معدل العائد على الاستثمار لصناديق أخرى مماثلة.

2 - النموذج المزدوج (الكمي)

يعاب على الأسلوب البسيط في تقييم صناديق الاستثمار، تركيزه على العائد دون أن يأخذ بعين الاعتبار المخاطرة في الحساب، فقد يحقق صندوق ما عائدا أكبر من العائد الذي يحققه صندوق آخر، غير أن الزيادة في العائد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قد ينطوي عليها الاستثمار فيه مقارنة بالصندوق الثاني ولتجنب ذلك فقد اقترحت بدائل

لقياس مستوى أداء صناديق الاستثمار تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطرة، وأطلق عليها الأساليب المزدوجة، ومن أهم هذه النماذج ما يلي:

2 - 1 نموذج شارب (أسلوب المخاطر الكلية)

قدم شارب هذا النموذج سنة 1966 لقياس أداء محفظة الأوراق المالية لصناديق الاستثمار. ويمكن حسابه خلال فترات طويلة وليس كما في النموذج البسيط الذي يحسب على أساس فترات قصيرة.

ويوصف معيار شارب بأنه يمثل نسبة المكافأة في التقلب، ويقصد بالمكافأة الفرق بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطرة، وتنسب هذه المكافأة إلى التقلب لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية، لذلك يقاس أداء المحافظ الاستثمارية،

$$T_n = \frac{E(R_F) - R_F}{\sigma}$$
 بواسطة النموذج الرياضي الآتي:

حيث:

T_n : قيمة المؤشر.

$E(R_i)$: العائد على الاستثمار.

R_F : العائد الخالي من المخاطر.

σ : الانحراف المعياري لمعدل العائد على استثمارات الصندوق، وهو يعبر عن المخاطر الكلية لاستثمارات الصندوق.

2 - 2 نموذج ترينور (أسلوب المخاطر المنتظمة)

يقوم هذا النموذج على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطرة غير المنتظمة، ويفترض التنويع الجيد للمحفظة، وبالتالي، يتم القضاء على المخاطر غير المنتظمة (مخاطر الشركة)، وقياس المخاطر النظامية (مخاطر السوق) باستخدام معامل B مقياساً لمخاطر المحفظة (المخاطر المنتظمة للمحفظة)، بدلا من الانحراف المعياري، الذي يقيس المخاطر الكلية للمحفظة.

$$T = \frac{R_p - R_F}{B}$$
 ويمكن صياغة معادلة النموذج على النحو الموالي:

حيث:

T : قيمة المؤشر.

R_p : تمثل معدل العائد على الاستثمار للصندوق.

R_F : معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

B : معامل بيتا.

$$B = \frac{COV R_p R_m}{\delta m^2}$$

بحسب B بالمعادلة الآتية:

حيث:

R_m : عائد السوق.

B : قياس مخاطر السوق.

δm : الانحراف المعياري لعائد السوق.

وفيما يتعلق بأهم الاختلافات بين المؤشرين (شارب وترينور) نجد ما يلي:

- مقياس شارب يعتمد على الانحراف المعياري (δ) أي المخاطر الكلية، وهو ما يعني أن الصندوق لم يتخلص من المخاطر غير النظامية.
- مقياس ترينور يعتمد على المخاطر النظامية، وهذا يعني أن الصندوق قد تخلص من المخاطر غير النظامية من خلال التنويع.

2 - 3 مقياس جنسن

يسمى هذا المقياس أيضا جنسن ألفا أو العائد التفاضلي لجنسن، ويعتمد النموذج على تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM، الذي يقوم على إيجاد الفرق بين مقداري العائد:

❖ **الأول:** يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي.

❖ **الثاني:** يتمثل في حاصل ضرب المعامل B في الفرق بين متوسط عائد السوق، ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، والتي يطلق عليها علاوة خطر السوق.

وكما أشرنا أعلاه فإن نموذج جنسن يعتمد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

.Medaf واختصارا Modèle D'évaluation Des Actif Financier

والانجليزية: Capital Asset Pricing Model اختصارا Capm.

وينطلق هذا النموذج من فرضية أن المستثمرين يملكون المعلومات الضرورية لاتخاذ القرارات، ويمتازون بالرشد، وهو الأمر الذي يتيح لهم تعظيم منافعهم أو تعظيم عوائدهم الناتجة عن توظيف أموالهم، ومن جهة أخرى يسعى هؤلاء المستثمرين إلى تخفيض المخاطر الكلية المرتبطة بتوظيفاتهم، وبذلك فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يربط بين العائد المطلوب على الأصول المختلفة (أسهم عادية مثلا) بين المخاطر المنتظمة (السوقية)، التي لا يمكن تجنبها بالتنوع بفرض أن يتم ذلك في أسواق مالية تعمل بكفاءة معقولة، وبذلك يدرس هذا النموذج العلاقة بين عائد الورقة ومخاطرها، كما يقوم بدراسة العلاقة بين عائد المحفظة ومخاطرها.

وعلى ذلك يمكن صياغة نموذج جنسن بالمعادلة الآتية: $a = (R_P - R_F) - B(R_M - R_F)$

حيث:

R_P : عائد الصندوق.

R_F : معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر.

R_M : عائد السوق.

وتشير المعادلة إلى أن معدل ألفا إما أن يكون موجبا وهو يعني الأداء الجيد للمحفظة، أو أن يكون سالبا وهذا معناه الأداء السيئ للمحفظة، أما إذا كان معامل ألفا يساوي الصفر، فيشير ذلك إلى عائد التوازن، حيث لا يختلف في الواقع عائد المحفظة عن عائد السوق.

2 - 4 نموذج فاما 1972 Fama

بعد الأعمال التي قدمها تريمور، شارب وجنسن، قام فاما باقتراح أسلوب آخر لتقييم أداء مديري الاستثمار: يقوم على تقسيم الأداء إلى عناصر، وتحديد قيم مساهمة كل عنصر في العائد على المحفظة على حدى على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات المخاطرة، ويفترض هذا النموذج وجود سوق أوراق مالية كفاء تعكس أسعار الأسهم فيها جميع المعلومات.

$$ER_P = R_F + \left[\frac{R_M - R_F}{\delta_M} \right] \text{COV} \left[\frac{E_{R-R_F}}{\delta_M} \right]$$

حيث ER_P : العائد المتوقع للمحفظة.

2 - 5 نموذج الأداء المعدل بالمخاطر (RAP) Performance Risk Adjust

قدم France Modigliani & leath سنة 1997 مؤشرا أطلق عليه نموذج الأداء المعدل بالمخاطر، ويسمى أيضا نموذج (M^2) نسبة إلى الأحرف الأولى من اسميهما، حيث أن مقياس شارب وترينور مقياس جيدة عند تقييم أداء صناديق الاستثمار، بينما يصبح تقييم أداء صندوق استثماري واحد باستخدام هذه المقياس أمرا صعبا، حيث أن مقياس الأداء المعدل بالمخاطر، هو مقياس مبني على أساس حساب النقاط الأساسية للمحفظة، وهو ما يجعل إمكانية تقييم

$$RAP = \left[\frac{\delta_m}{\delta_p} \right] (\bar{R}_P - R_F) + R_F$$

حيث:

RAP : معدل الأداء المعدل بالمخاطر.

R_F : معدل العائد الخالي من المخاطر.

\bar{R}_P : متوسط عائد المحفظة.

δ_m : الانحراف المعياري لمخاطر محفظة السوق.

δ_p : الانحراف المعياري لمخاطر المحفظة محل التقييم.

يعكس المقدار $\left(\frac{\delta_m}{\delta_p} \right)$: العلاقة النسبية بين مخاطرة محفظة السوق، ومخاطر المحفظة محل التقييم،

بينما يشير $(\bar{R}_P - R_F)$: إلى مقدار العائد الإضافي، الذي تحققه المحفظة محل التقييم من سندات حكومية خالية من المخاطر.

أما الجديد الذي قدمه مؤشر RAP فيتمثل في إضافة العائد الخالي من المخاطرة إلى أداء المحفظة، باعتبار أن المستثمر سوف يحصل على هذا العائد في أسوأ الافتراضات إذا ما قرر عدم استثمار أمواله في المحفظة مع تفضيل الاستثمار الخالي من المخاطرة في أوراق مالية حكومية.

ويمكن استخدام مقياسين أو أكثر من المقاييس الواردة أعلاه لقياس أداء الصندوق، خاصة عند المقارنة بين أداء أكثر من صندوق لغايات اتخاذ قرار الاستثمار، وقد يفضل استخدام إحداها في صناديق معينة دون غيرها وفق ما يراه المحلل في طبيعة الأصول، ونوع الصندوق قيد البحث.

3 - جوانب أخرى في قياس الأداء

إلى جانب معدل العائد على الاستثمار، ومؤشرات الأداء التي تقيس أداء الصندوق وفقاً لمعيار العائد والمخاطرة، ثمة جوانب أخرى لتقييم أداء الصندوق ينبغي الوقوف عليها، ونقصد بها مدى إمكانية المحافظة على مستوى المخاطر المحددة في هدف إنشاء الصندوق، والتأكد من ملائمة مستوى التنويع، والتأكد من تحقيق عائد ملائم، إضافة إلى الوقوف على حجم التكاليف التي يتكبدها المستثمر، ومدى تأثيرها على العائد الذي يحققه، ويمكن إيجاز هذه الجوانب فيما يلي:

3 - 1 المحافظة على مستوى المخاطر: يبين مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطرة، التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق، وذلك بالمقارنة مع مستوى المخاطرة المحددة في الهدف من إنشائه.

3 - 2 قياس مستوى التنويع: من بين الأسباب المشجعة لشراء أسهم شركات الاستثمار ذات المستوى العالي التنويع الذي تتسم به تشكيلات الأوراق المالية التي تتضمنها صناديق الاستثمار، فأسهم شركات الاستثمار عادة ما تمثل الجانب الأكبر من استثمارات بعض الأفراد، الأمر الذي يجعل من الأهمية ضرورة الاطمئنان على أن تشكيلة الأوراق المالية، التي تتضمنها الصندوق على مستوى عالٍ من التنويع.

3 - 3 قياس متوسط العائد: قد يكون من الملائم الاطمئنان على مدى ملائمة معدل العائد على الاستثمار، الذي يتولد عن الصندوق، وقد يتم ذلك بمقارنة متوسط العائد عن الصندوق مع متوسط العائد لأحد المؤشرات المعروفة مثل: Dow Jones أو مؤشر Standard Poor's.

3 - 4 قياس التكاليف: هناك نوعان من التكاليف يصاحبان صناديق الاستثمار،

النوع الأول: هو التكاليف المباشرة التي يمكن قياسها، ويقصد بها أتعاب الإدارة والمصارف الإدارية، وعادة ما تكون هذه التكاليف منشورة.

أما النوع الثاني: فهو تكاليف المعاملات (تكاليف غير مباشرة)، وتنقسم بدورها إلى تكاليف يمكن قياسها وأخرى يصعب قياسها، ويقصد بالتكاليف التي يسهل قياسها، عمولة السمسرة وعادة ما تتوفر عليها بيانات منشورة، أما التكاليف التي يصعب قياسها، فهي هامش ربح بيع وشراء السهم، إضافة إلى التأثير الذي تحدثه الصفقات الكبيرة بيعاً أو شراءً على القيمة السوقية للسهم.

خلاصة الفصل الأول:

من خلال ما تطرقنا إليه في هذا الفصل يمكن القول بأن صناديق الاستثمار تعد إحدى أساليب الاستثمار الجماعي المرتبطة بسوق الأوراق المالية والتي تلعب دوراً حيوياً في تجميع المدخرات واستثمارها نيابة عن المستثمرين الذين يصعب عليهم توجيه مدخراتهم للاستثمار المباشر في الأوراق المالية المتداولة في السوق، وذلك من خلال مديريين محترفين لديهم القدرة والإمكانات اللازمة لإدارة هذه الاستثمارات. ونظراً للمزايا المتعددة التي توفرها صناديق الاستثمار تبرز الحاجة لها كأداة استثمارية تساهم في تنشيط حركة سوق الأوراق المالية فخاصية التنوع التي تتمتع بها وما يترتب عنها من تخفيض لمخاطر الاستثمار من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة وذوي الموارد المحدودة على استثمار مدخراتهم في هذه الصناديق وهذا ما زاد في نموها.

ولتقييم أداء صناديق الاستثمار وجدت مجموعة من الأساليب والطرق البسيطة والمزدوجة، تسمح بقياس قيمة الوحدات الاستثمارية، وبالتالي المساعدة على تحليل وتقييم أداء الصناديق والمفاضلة فيما بينها، واختيار الصندوق الذي يعود بأكبر عائد وأقل مخاطرة.

الفصل الثاني:

الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

تمهيد:

تلعب أسواق الأوراق المالية دورا مهما في الاقتصاد، وعنصرا أساسيا في تقويم الشركات والمشروعات، حيث تتمتع هذه الأسواق بأهمية كبيرة سواء كان ذلك على مستوى الدول المتقدمة أو الدول النامية، وهذا راجع إلى ما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات التي تعمل على دعم الاقتصاد الوطني. لذلك أصبحت حاجة الدول النامية إلى هذه الأسواق إلزامي وذلك من أجل النهوض باقتصادها، وذلك لتأثير هذه الأسواق على المشروعات والانجازات الاقتصادية، لهذا تسعى هذه الدول إلى إقامة هذه الأسواق ودعمها حتى يكون لها دور فعال في التنمية الاقتصادية.

وسوف نقسم هذا الفصل إلى مباحث كما يلي:

المبحث الأول: مدخل لسوق الأوراق المالية

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

يعد سوق الأوراق المالية من أهم مكونات سوق المال في أي دولة لما له من دور بالغ الأهمية في تطوير الاقتصاد بحيث يؤدي وظائف جد مهمة في أداء دور الوسيط بين الفئات التي لديها فوائض مالية والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها، وفئات العجز المالي والتي بدورها تبحث عن التمويل بطرق جيدة تناسبها، كما أن هذه السوق تخضع لآلية عمل منظمة وممنهجة.

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

تعددت تعريفات سوق الأوراق المالية واختلفت باختلاف وجهة نظر المفكرين والمنظرين الاقتصاديين، وبما أنها تصب في المعنى نفسه سنحاول في هذا المطلب إبراز البعض منها كما يلي:

• يعرف سوق الأوراق المالية بأنه "عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال". (شريط، 2018، صفحة 29)

• كما يعرف على أنه "ذلك المكان الفعلي الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية، ويشمل الشراء والبيع الإلكتروني المنظم للأوراق المالية". (الجريش، 2018، صفحة 67)

ونستنتج من خلال التعاريف السابقة أن سوق الأوراق المالية هي ذلك المكان الذي يلتقي فيه البائعين والمشتريين للأصول المالية طويلة الأجل (أسهم و سندات)، حيث يتم التعامل فيه من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي تعمل من خلاله السوق، ويحقق الصلة بين البائع والمشتري وسيط يعمل على تحويل المدخرات النقدية إلى أصول استثمارية يتم تداولها بين فئات عديدة من المستثمرين، والذين تختلف مصالحهم فيما يتعلق بقرارات استثمارهم في تلك الأصول". (بمينة سهايلية، 2019، صفحة 150)

وتتميز سوق الأوراق المالية ببعض الخصائص التي تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها: (آيت بشير، 2018، صفحة 04)

• تتسم سوق الأوراق المالية بكونها أكثر تنظيماً عن باقي الأسواق المالية الأخرى لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية فيها؛

• تتميز سوق الأوراق المالية بالمرونة وإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات لذلك فهي سوق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت؛

• ترتبط سوق الأوراق المالية بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشاريع الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل؛

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

المطلب الثاني: أهمية ووظائف سوق الأوراق المالية:

اكتسبت سوق الأوراق المالية أهمية كبيرة إذ أصبحت من شروط التقدم ووسيلة فعالة في تحقيق التنمية الاقتصادية في جميع المجالات وتشجيع الاستثمار، كما توجد لها وظائف تميزها عن باقي الأسواق الأخرى.

1 - أهمية سوق الأوراق المالية

- سوق الأوراق المالية دور بالغ الأهمية داخل الاقتصاد ويمكن حصره في النقاط التالية: (قاسمي، 2021، صفحة 05)
- تمويل المتعاملين الاقتصاديين: من خلال تمكينهم من طرح أسهم "زيادة رأس المال" أو سندات "زيادة الديون"، أو بيع قيم منقولة في محافظهم المالية.
- مكان للادخار: حيث يمكن للمتعاملين الذين لديهم فوائض مالية أن يوظفوها في مختلف الأوراق المالية المتاحة في سوق الأوراق المالية وبالتالي الحصول على عوائد على الأسهم والسندات، أو بيع تلك الأوراق المالية وتحقيق أرباح نتيجة الفوارق في الأسعار.
- تقليل المخاطر: حيث تسمح سوق الأوراق المالية للمتعاملين الاقتصاديين بالتحوط من المخاطر المتعلقة "بسرعة الصرف، أسعار الفائدة، انخفاض أو ارتفاع الأسهم، انخفاض أسعار السندات.... الخ" من خلال شراء ما يسمى بالمشتقات المالية "عقود الخيار، العقود الآجلة، عقود المبادلات...".
- تلعب سوق الأوراق المالية دور المؤشر الاقتصادي: حيث تمكن من عكس حيوية الاقتصاد أو تباطئه، كما تمكن من إعطاء قيمة سوقية لمؤسسة ما أو ورقة مالية معينة،.... الخ، وهي بذلك توفر جملة من المؤشرات الاقتصادية التي عادة ما تكون جد مهمة في صياغة القرارات الاستثمارية للمتعاملين.

2 - وظائف سوق الأوراق المالية

- إن لأسواق الأوراق المالية وظائف مهمة جداً، وفيما يلي أهم تلك الوظائف: (قندوز، 2021، صفحة 20)
- تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات الاستثمارية، فمن المؤكد أن التنمية الاقتصادية تتطلب تعبئة رأس المال وتوجيهه للمشروعات المختلفة لتمويل الأنشطة والتوسع، وتتوقف تعبئة رأس المال بدورها على معدلات الادخار وفرص الاستثمار، فالمشروعات تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة تلبي هذه الحاجة، ويتحقق لها ذلك من خلال أسواق الأوراق المالية لقدرتها على تسهيل تحويل الموارد الاقتصادية الحقيقية من المدخرين إلى المستثمرين؛
- تخصيص رأس المال على المشروعات الاستثمارية بحسب أهميتها ودرجة مخاطرها، وتوجيهها نحو أكفأ المشروعات؛

الفصل الثاني: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

- يتميز التمويل عن طريق أسواق الأوراق المالية أنه لا يترتب عنه آثار تضخمية، عكس التمويل المصرفي القائم على خلق الائتمان؛
- تعكس أسواق الأوراق المالية عموماً الوضع الاقتصادي للبلد، وهذا مفيد لكل الأطراف، إذ توفر بذلك مؤشرات للجهات الحكومية بغرض الرقابة على الأداء الاقتصادي، وتفيد الأفراد والشركات في اتخاذ القرارات الاقتصادية السليمة وتوجيه أموالهم واستثماراتهم نحو القطاعات الواعدة والنشطة؛
- رفع الكفاءة الاقتصادية للمشروعات من خلال الأسواق المنظمة، حيث تلزم إدارة سوق الأوراق المالية الشركات المدرجة بإعداد ونشر نتائجها المالية بصفة دورية "ربع سنوية" وفق معايير محاسبية ومالية متفق عليها، وهو ما يزيد من الشفافية ويعزز الحوكمة بهذه الشركات ويقلل حالات تضارب المصالح.

المطلب الثالث: تقسيمات سوق الأوراق المالية:

تنقسم أسواق الأوراق المالية إلى قسمين هما: (غلام و خزان، 2017، الصفحات 13- 14)

1 - السوق الأولي

ويتم في هذا السوق التعامل بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) التي يتم إصدارها لأول مرة عندما تقوم الشركات الجديدة عند تأسيسها بطرح رأسمالها على أوراق مالية ودعوة الجمهور للاكتتاب فيها لذلك يطلق على هذا السوق ب: سوق الإصدار، بمعنى أنها السوق ذات العلاقة المباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكاتب.

ويتم إصدار هذه الأوراق المالية من المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل احتياجاتها المالية وتمثل الإصدارات في هذه السوق في إصدارات الأسهم التي تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رؤوس أموالها بالإضافة إلى السندات سواء كانت صادرة عن شركات أو عن شخصية من الشخصيات الاعتبارية التي يحق لها الإصدار. ويمثل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار في نفس الوقت الطلب عن الاستثمار.

وفيما يلي الأهداف الرئيسية للأسواق الأولية:

- الترويج لشركة جديدة؛
- توسيع شركة قائمة؛
- تنوع الطلب؛
- تلبية متطلبات رأس المال العامل العادية؛
- الاستفادة من الاحتياطات.

وتقدم الأوراق المالية المتاحة لأول مرة من خلال السوق الأولية. ومصدرها قد يكون شركة جديدة "عند تأسيس شركة" أو شركة قائمة "من أجل زيادة رأسمالها". فالسوق الأولية تعتبر بمثابة المصنع أو المصدر بالنسبة للشركة. وللمصرفيين والمستثمرين والسماسرة بمثابة قناة التوزيع. حيث أنها تأخذ المسؤولية في بيع الأسهم للجمهور.

2 - السوق الثانوي

ويطلق عليها بسوق التداول؛ وهي السوق التي يجري التعامل فيها بالأوراق المالية التي سبق إصدارها، وبعبارة أخرى فإن هذه السوق هي التي يتم فيها تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل، وأهم ميزة لهذه السوق هي أنها توفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي عنصر السيولة، ولذا يقال بأن السوق الأولية تستمد فاعليتها من السوق الثانوية.

ويكون بيع الأوراق المالية فيها عند التقاء العارضين بالطالبيين لها، بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية بديلة، ويحصل المشترون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية، وينقسم السوق الثانوي بدوره إلى:

1 - 2 الأسواق المنظمة

وتتميز هذه الأسواق بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء "المركز المالية" "البورصات" ويدير هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق ويشترط بالأوراق المالية المتعامل فيها أن تكون مسجلة في السوق.

2 - 2 السوق غير المنظمة "السوق الموازية"

يستعمل هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، ويكون التعامل ببيوت السماسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار. ويمكن أن تحتوي السوق الغير المنظمة قسمين من الأسواق هما:

• السوق الثالث:

يعد السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظمة، الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية في تلك الأسواق.

وتمثل هذه البيوت في الواقع أسواقا مستمرة على استعداد في أي وقت لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت. وكما هو واضح فإنها تمارس دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة. أما العملاء الذين يتعاملون في هذه السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة ومحافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك لحساب الغير. كما يمكننا إيجاد بعضا من بيوت السمسرة الصغيرة التي لا تجد ممثلين لها في السوق المنظمة، وبالتالي فهي تلجأ إلى بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث لتجد سبيلا لإجراء تعاملاتها.

• السوق الرابع:

تمثل السوق الرابعة في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء، الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في استثمارات كبيرة دون وساطة السماسرة للحد من العمولة، والسمة الأساسية في هذه السوق السرعة في إتمام الصفقة وبكلفة منخفضة جدا.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تتوفر سوق الأوراق المالية على أدوات مختلفة منها التقليدية كالأسهم والسندات ومنها المستحدثة. تسمح للمستثمرين بتنويع محافظهم المالية وتوفير السيولة في أي وقت، مما يجعل وجودها ضروريا في أي اقتصاد، إذ تعتبر عصب السوق المالي، ولكي يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم بشأن التعامل في الأوراق المالية فإنه ينبغي أن تتوفر له المعلومات الكافية التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية لهذه الأوراق. وتشكل المعلومات والبيانات التي تتاح لجمهور المستثمرين عن الأوراق المالية حجر الزاوية في اتخاذ قرارات الاستثمار. وللاستفادة منها يتطلب الأمر إجراء تحليل مستفيض لاستخلاص النتائج التي من شأنها أن تساعد على اتخاذ القرارات المناسبة.

المطلب الأول: الأدوات المالية التقليدية

تشكل الأدوات التقليدية أحد أصناف الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، منها أدوات الدين ومنها أدوات الملكية.

1 - أدوات الملكية " الأسهم "

تتمثل أدوات الملكية في الأسهم، وهي أحد الأدوات المالية طويلة الأجل، ويندرج ضمنها عدة أنواع تتميز بعدة خصائص.

1 - 1 تعريف الأسهم

ويمكن توضيحها كما يلي: (محمد، 2017، صفحة 182)

- يعرف السهم بأنه "عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية بطرق تجارية حيث يمثل مشاركة في رأس مال إحدى شركات الأموال، ويمثل حصة الشريك في الشركة التي تساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية".
 - كما يعرف بأنه "هو حق المساهم في شركة الأموال، والصك هو الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري".
- من خلال ما تقدم نستنتج أن السهم "عبارة عن صكوك متساوية القيمة، سواء كانت نقدية أو عينية، وتمثل حق ملكية للمكاتب بها، قابلة للتداول وفق القانون التجاري حيث تمثل المشاركة في رأس المال لشركة الأموال".

1 - 2 خصائص الأسهم

تتمتع الأسهم بعدد الخصائص أهمها: (عطية و بن سماعيل، 2020، الصفحات 71-72)

- **تساوي قيمة السهم:** ويعني ذلك عدم جواز إصدار أسهم بقيم مختلفة، والهدف من ذلك تسهيل تقدير الأغلبية في الجمعية العامة للشركة، وتسيير توزيع الأرباح على المساهمين وتنظيم سعر الأسهم في سوق الأوراق المالية.
- **قابلية الأسهم للتداول:** السهم قابل للتداول، وهنا يجوز التنازل عنه بطريقة القيد في دفاتر الشركة إذا كان اسماً، وبالتسليم إذا كان لحامله، وبالتظهير إذا كان لأمر. وقابلية السهم للتداول هي السمة الجوهرية له والتي تفرقه عن حصة الشريك في شركات الأشخاص وهي عدم قابلية السهم للتنازل عنه ما لم ينص عقد الشركة على ذلك بشروط معينة.
- **تحديد مسؤولية المساهم:** تتحدد مسؤولية المساهم بقيمة السهم فقط، ولا يطالب المساهم بما يزيد عن هذه القيمة مهما بلغت ديون الشركة ونقصت موجوداتها.
- **عدم ثبات الدخل:** إن الدخل الذي يدره السهم هو دخل متغير مرتبط بالنتائج التي تحققها المؤسسة وبالأفق الاقتصادي لها.
- **ليس له تاريخ استحقاق:** السهم هو ورقة مالية غير محددة الأجل، وأجله النظري هو حياة المؤسسة ذاتها، وبالتالي فالسهم يعد بالنسبة للمؤسسة مصدر تمويل دائم.
- **الحق في تسيير المؤسسة:** حامل السهم له الحق في إدارة وتسيير المؤسسة، وذلك عن طريق المشاركة في عملية التصويت على القرارات المتخذة الخاصة بأمر مثل: انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، تعديل النظام الداخلي للمؤسسة أو تعديل رأس المال... الخ.

1 - 3 قيم الأسهم

للسهم قيم مختلفة نذكر منها: (لطفى، 2013، صفحة 57 - 60)

- **القيمة الاسمية:** هي القيمة التي تكون مبينة في السهم، والتي تدفع من جانب المساهمين عند تأسيس الشركة.
- **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق، أي قيمة الأسهم عند عرضها للبيع في الأسواق التجارية، وهذه القيمة تختلف زيادة ونقصاناً بحسب نجاح الشركة في أعمالها ووضخامة موجوداتها... الخ.
- **القيمة الحقيقية للسهم:** هي النصيب الذي يستحقه السهم في صافي أموال الشركة، أي رأس المال المدفوع وموجودات الشركة وما أضيف إليها من أرباح.

1 - 4 أنواع الأسهم:

هناك عدة تقسيمات للأسهم تختلف تبعاً للأساس المستخدم في التمييز بين أنواعها، والتي سنتناولها في النقاط التالية: (عطية و بن سماعيل، 2020، صفحة 72، 74)

1 - 4 - 1 من حيث الحقوق الممنوحة لصاحبها

تنوع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها إلى ثلاثة أنواع هي:

- **الأسهم العادية:** وهي الأسهم التي يتكون منها رأس مال الشركة، وتحول حقوقاً لحاملها، منها:
 - ✓ حق حضور الجمعية العامة للشركة، والتصويت على قراراتها؛
 - ✓ حق ترشيح نفسه للعضوية في مجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم؛
 - ✓ حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية للشركة عند تصفيتها؛
 - ✓ حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأس المال؛
 - ✓ حق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر، بطريقة البيع في السوق المالية، أو غيرها من الطرق؛
 - ✓ حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة وحق الاطلاع على دفاتر وأوراق الشركة.

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

• **الأسهم الممتازة:** يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المهجنة حيث أنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه السندات في أنها تأتي في المرتبة الثانية بعد السندات وقبل الأسهم العادية عند الحصول على العائد الدوري واستيفاء حقوق ملاكها عند تصفية الشركة كما أن شأنها شأن السندات يمكن أن تصدر بشروط تكفل استدعائها أو تحويلها إلى أسهم عادية بشروط معينة، وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية من حيث أنها سند ملكية له قيمة اسمية وسوقية ويرتبط أجلها بوجود واستمرار الشركة، كما تشبهها من ناحية المعاملة الضريبية، حيث لا تعد التوزيعات المقدرة لحملة الأسهم العادية والأسهم الممتازة ضمن التكاليف الواجبة الخصم وصولاً إلى الدخل الخاضع للضريبة، كما أن عدم سداد التوزيعات المقدرة لكل من حملة الأسهم العادية والممتازة لا يترتب عنه إفلاس الشركة، على العكس في حالة توقف الشركة عن سداد حقوق حملة السندات (الفوائد والأقساط).

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

1 - 4 - 2 من حيث طبيعة الحصة المساهم بها

يعتمد هذا التقسيم على ما قدمه المساهم، وهناك أربعة أنواع:

● **أسهم نقدية:** وهي الأسهم التي يتم دفع قيمتها نقدا؛ سواء بعملة قانونية أو بشيك مصرفي أو أية أوراق تجارية قابلة للانتقال والتداول.

● **أسهم عينية:** وهي تلك الأسهم التي تمثل حصة عينية يلتزم الشريك بتقديمها للشركة، يشترط في ذلك أن تكون هذه الحصة عقار أو منقولا، ويجب الوفاء بهذه الحصة كاملة، ويحظر تناولها قبل مضي سنتين كاملتين من تاريخ تأسيس الشركة كما يشترط فيها تقدير الحصة العينية تقديرا صحيحا قبل منحها والوفاء بتقديمها كاملة.

● **أسهم مختلطة:** وهي الأسهم التي امتلكها أصحابها بعد دفعهم لقيمتها عينا ونقدا وذلك كمن يصبح مساهما بعقار ومبلغ مالي.

● **حصص التأسيس:** وهي الحصص التي امتلكها أصحابها بعد تقديمهم لشيء معنوي عادة يتمثل في براءة الاختراع بحيث تخول لصاحبها الحقوق في نسبة من أرباح الشركة لكنها لا تعد جزءا من رأسمال الشركة، ولا يكون لأصحابها الحق في إدارتها، وهي حصص قابلة للتداول.

1 - 4 - 3 من حيث الشكل الذي تظهر به

ينقسم السهم حسب هذا المعيار إلى:

● **أسهم اسمية:** وهي أسهم تحمل اسم صاحبها بالإضافة إلى مجموع البيانات والمعلومات الشخصية الخاصة به، زيادة على معلومات عن تاريخ التنازل عن السهم وقيمتها الاسمية وهي كلها بيانات تسجل في سجلات المنشأة وتحتفظ بها نظرا لميزة هذا النوع من الأسهم التي تسمح للشركة بمعرفة مساهميها أو قدرتها على الاتصال بهم كلما لزم الأمر، وقد فرضت بعض التشريعات أن يكون شكل الأسهم الصادرة عن شركاتها اسمية نذكر منها بريطانيا، الولايات المتحدة الأمريكية.

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

- أسهم لأمر "اذنية": إن المساهم هنا غير معروف للشركة، وهي أسهم تتضمن عبارة لأمر، وتنتقل ملكيتها بطريقة التظهير وهي أسهم نادرة أقل من الأسهم لحاملها.

2 - أدوات المديونية "السندات":

تشكل السندات أحد الأدوات المالية طويلة الأجل، ويندرج ضمنها عدة أنواع يمكن تناولها في النقاط التالية:

2 - 1 تعريف السند

يعرف السند على أنه حق دين (إقرار بدين) لأجل طويل صادر عن الدولة أو هيئات محلية أو خاصة، يمنح صاحبه الحصول على فوائد وحق استرجاع قيمته (عند حلول أجل الاسترجاع) وذلك حسب مخطط إهتلاكه. (آيت بشير، 2018، صفحة 17)

2 - 2 خصائص السندات

السند وعد مكتوب من قبل المقترض بدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة إلى القيمة الاسمية بتاريخ معينة، وله خصائص يمكن إجمالها كالتالي: (آيت بشير، 2018، صفحة 17)

- تعد أداة دين المشتري على البائع أو مصدر الورقة المثالية؛
- لا يحق لحاملها التدخل في إدارة الشركة؛
- يكون من حق حاملها الحصول على فوائد ثابتة؛
- تنتهي علاقة الحامل بالمقترض حال تسديد قيمتها؛
- تحقق للمقترض ميزة ضريبية وذلك لكون فوائدها تطرح من الوعاء الضريبي.

2 - 3 أنواع السندات

تنقسم السندات إلى أنواع عديدة سواء بحسب الجهة المصدرة للسند أو آجال الاستحقاق أو المالك للسند، أو مدى توفر ضمانات لإصدار هذه السندات، أو بحسب إمكانية الاستدعاء. (قندوز، 2021، صفحة 26-27)

2 - 3 - 1 السندات بحسب الجهة المصدرة

- السندات الحكومية: هي سندات تصدرها الدولة أو الجهات المركزية التابعة للحكومة.
- سندات الشركات: هي سندات يصدرها قطاع الأعمال أي الشركات، وتصدر بقيمة اسمية محددة ويكتتب فيها القرض بالكامل.

2 - 3 - 2 السندات بحسب الاستحقاق

- **السندات الدائمة:** سند له تاريخ استحقاق محدد بالتالي لا يوجد تاريخ معين يمكن فيه لحامله الحصول على قيمته الاسمية من الجهة المصدرة مع ذلك بإمكانه التخلص من السند ببيعه في سوق الأوراق المالية.
- **سندات مؤقتة:** كل سندات تأتي بأجل استحقاق محدد عدا السندات المذكورة سابقا.

2 - 3 - 3 السندات بحسب المالك

- **السندات الاسمية:** تحمل اسم صاحبها وهو وحده من يستحق الفوائد ويمكن نقل ملكيتها من خلال سوق الأوراق المالية.
- **السند لحامله:** هي السندات التي تكون ملكا لحاملها، وتعد من قبل المنقولات المادية التي ينطبق بشأنها قاعدة حيازة المنقول.

2 - 3 - 4 السندات بحسب الضمان

- **السندات المضمونة:** هي سندات تتميز بكونها مضمونة بضمان قد يكون شخصيا (مثلا من أحد البنوك أو من الحكومة)، أو قد يكون عينيا (مثل رهن رسمي على عقارات وموجودات الشركة).
- **السندات غير المضمونة:** سندات غير مضمونة بأصل ثابت، ولذلك إذا عجزت الشركة المصدرة لهذه السندات عن سداد قيمتها لأصحابها، فإنه يمكنهم حينئذ المطالبة بإفلاس الشركة لاستيفاء حقوقهم.

المطلب الثاني: الأدوات المالية الحديثة

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين بمختلف أنواعها يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات كونها تجمع بين صفاتها وخصائصها معا. أدى ظهورها إلى ظهور أنواع أخرى من العقود قابلة للتداول.

1 - عقود ا خيار

1 - 1 تعريف عقود الخيار

ويمثل عقد الخيار كما يطلق عليه "حقا للمشتري (وليس التزاما)" في بيع أو شراء شيء معين بسعر معين خلال فترة زمنية معينة، ويلتزم بائه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية. وتعرف علاوة الصفقة الشرطية (ثمن الخيار) بأنه "تعويض متفق عليه يدفع للبائع في سوق الأوراق المالية من قبل المشتري مقابل تمتعه بحق شراء أو حق بيع أوراق مالية خلال فترة زمنية محددة وهذا المبلغ غير قابل للرد سواء نفذ المشتري حقه أو لم ينفذه.

إذ يمكن اعتبار عقد الخيار نوع فريد من أنواع التعاقد المالي، لأنه يسمح للمتعاقد في استخدام حقه في الخيار لشراء أو بيع الأصل المالي، متى رأى ذلك العمل نافعا له إلا إذا كان ضارا به فإنه لا يستخدمه. (الرزقي و شرون، 2020، صفحة 40)

1 - 2 أركان عقد الخيار

وتتضمن ما يلي: (عطية و بن سماعيل، 2020، صفحة 84)

- **مشتري الحق:** هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الاختيار، ويكون له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد مقابل دفع مكافأة لمحرر الاختيار.
- **محرر الاختيار:** هو الشخص الذي يجرر عقد الخيار مقابل مكافأة يتحصل عليها من مشتري الاختيار.
- **سعر التنفيذ:** وهو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد، وعادة ما يكون هو السعر الجاري للورقة في السوق.
- **السعر السوقي:** وهو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق.
- **الموجودات الأصلية:** لا بد لعقود الخيارات أن تكون لها علاقة بالموجودات المحددة، ومثال على ذلك (أسهم معينة، مؤشرات عملة أجنبية، سلع...).

1 - 3 أنواع عقود الخيار

وتتمثل في ما يلي: (عطية و بن سماعيل، 2020، صفحة 84)

- الخيارات الأمريكية: وهي عقد خيار يمكن أن ينفذه المشتري في أية لحظة شاء، وإن كانت قبل تاريخ استحقاق للخيار.
- الخيارات الأوروبية: وتمثل عقدا يعطي لمشتري الخيار الحق في بيع أو شراء عدد من الأصول المالية من بائع الخيار، وذلك لقاء سعر متفق عليه مسبقا، على أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء الحق، والمتفق عليه بين الطرفين.
- الخيارات الآسيوية: يختلف عقد الخيار الآسيوي عن الأميركي والأوروبي في تحديده لسعر التنفيذ إذ يتم تحديد سعر التنفيذ في عقد الخيار الآسيوي بناء على متوسط أسعار الأصل المتضمن في العقد منذ إبرامه حتى تاريخ انتهائه، أو ما تسمى بالمتوسط السعري.

2 - العقود الآجلة

1 - 2 تعريف العقود الآجلة

العقد الآجل هو عقد بين طرفين ينص على بيع أو شراء قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر يتم تحديده مسبقا عند إبرام العقد والتسليم أو التسوية يتم مستقبلا، في تاريخ يتم تحديده عند إبرام العقد، كما يؤجل تسليم الثمن إلى ذلك التاريخ، وهي عقود لا تختلف من حيث حقيقتها عن العقود المستقبلية إلا من حيث كونها عقود شخصية تفاوضية. (الرزقي و شرون، 2020، صفحة 41)

2 - 2 خصائص العقود الآجلة

مهما كان نوع العقد الأجل، فكلها تتمتع بمجموعة من الخصائص المشتركة والتي يمكن توضيحها في النقاط التالية: (سرامه، 2012، الصفحات 22 - 23)

- عقود شخصية، حيث تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفين بما يتلاءم مع ظروفهم الشخصية، فيحددان تاريخ الاستحقاق، معدل الفائدة في حالة القروض، الجودة أو الرتبة في حالة البيع، سعر التنفيذ... الخ.
- عقود ليس لها شكل نمطي، حيث يتم الاتفاق على شروطها.
- عقود نهائية، حيث بمجرد التوقيع عليها لا يمكن لأي من الطرفين إلغائها أو تعديلها.
- عقود يتم التعامل بها في الأسواق الموازية فقط وليس لها سوق ثانوية، ولذلك فإن أحجامها وتواريخها تكون مرنة غالبا ما تكون قيمها كبيرة، ولذلك فإن الأفراد والمستثمرين الصغار عادة لا يتعاملون بها.

- تصعب المضاربة بهذه العقود، حيث أن الغرض الأساسي لها هو الحماية من مخاطر تقلبات الأسعار في المستقبل والمضاربين لا غرض لهم من السلعة محل التعامل، بل ما يهمهم هو اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة ليقوموا بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق الأرباح.
- يتم تنفيذ العقد في تاريخ التنفيذ وليس قبله.
- ليس من الضروري أن يتم تسليم الموجود محل التعاقد، إذ هناك عقود آجلة غير قابلة للتسليم تستخدم عادة في العقود الآجلة للعملات الأجنبية، ولا تتضمن تسليمًا حقيقيًا للموجود وإنما فقط دفع الفرق بين سعر التنفيذ وسعر السوق. فإذا كان سعر التنفيذ أعلى من سعر السوق فإن مشتري العقد الآجل يتسلم الفرق بين السعريين والعكس بالنسبة لمحرر العقد.

3 – العقود المستقبلية "futures contractas"

3 – 1 تعريف العقود المستقبلية

هي عقود يتم من خلالها تسليم واستلام أصل مالي في وقت محدد في المستقبل ويتحدد السعر وقت إنشاء العقد، إلا أن العقد المستقبلي نمطي، من حيث عدد الوحدات في العقد الواحد وتاريخ التسليم، ونوعية الأصل المتداول ومستوى جودته، بالإضافة إلى إمكانية تغيير سعر العقد المستقبلي خلال فترة التعاقد. إذا فالعقود المستقبلية هي عقود يتم الاتفاق فيها عند إبرام العقد على الشيء المباع، كميته وسعره، على أن يتم التسليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق في المستقبل، كما أن تداول العقود المستقبلية يكون في البورصات أين يقوم بائع ومشتري العقد المستقبلي بالاتفاق على السعر من خلال مزاد تنافسي في سوق الأوراق المالية. (الرزقي و شرون، 2020، صفحة 40)

3 – 2 خصائص العقود المستقبلية

تتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية: (بن فريجة، 2021، صفحة 124)

- إن للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد لآخر تحددها سوق الأوراق المالية؛
- في العقود المستقبلية لا يعرف طرفي العقد بعضهما البعض؛
- توفر سوق الأوراق المالية غرفة المقاصة التي تعطي للطرفين ضمانًا بأن العقد سينفذ؛
- إن التعامل في العقود المستقبلية يتطلب إيداع كل طرفين مبلغ يعرف بهامش الضمان أو الهامش المبدئي وذلك لضمان العقد؛
- يتم نشر أسعار العقود المستقبلية في الصحف المالية؛

- إن أسواق العقود المستقبلية تلعب دورها في توفير المعلومات الخاصة بالأسعار حيث قدرة السوق لكشف الأسعار تعد الوظيفة الرئيسية وراء وجود هذا النوع من الأسواق؛
- توفر أسواق العقود المستقبلية المعلومات عن الأسعار الحاضرة والمستقبلية باستخدام الوسائل التي يمكن من خلالها التوصل إلى الأسعار الحالية والمستقبلية؛
- معرفة جميع أطراف سوق لهذه المعلومات التي من شأنها رفع كفاءة السوق.

3 - 3 أنواع العقود المستقبلية

تتعدد أنواع العقود المستقبلية حسب الأصل محل التعاقد ومن أبرز أنواعها ما يلي: (سرامه، 2012، الصفحات 22-23)

- **العقود المستقبلية على أسعار الفائدة:** وهي عقود تبرم على الأصول المالية ذات الدخل الثابت أن يكون موضوع التعامل فيها هو معدل الفائدة على الودائع السندات قروض معينة... الخ، وأغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن ذلك التي تم الاتفاق عليها في البداية، وضمن هذه العقود نجد:

- ✓ عقود مستقبلية على أوراق مالية لمعدلات فائدة طويلة الأجل مثل العقود المستقبلية على الودائع.
- ✓ عقود مستقبلية على أوراق مالية المعدلات فائدة طويلة الأجل مثل العقود المستقبلية على سندات الخزنة.
- **العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:** وفيها يتم تداول مؤشرات لمجموعة من الأسهم والسندات التي يتم تداولها في السوق، وغالبا ما تتم تسويه هذه العقود نقدا لأنه من الصعب تسليم الأصل محل التعاقد.
- **العقود المستقبلية على العملات الأجنبية أو على أسعار الصرف:** وفيها يتم تداول العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية.
- **العقود المستقبلية على السلع:** وهي عقود يتم إبرامها على سلع معينة.

4 - عقود المبادلة

4 - 1 تعريف عقود المبادلة

عقد المقايضة (المبادلة) هو التزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين يمتلكه أحد الطرفين في مقابل تدفق أصل يمتلكه الطرف الآخر بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق.

إذا فالهدف من استخدام عقود المبادلات في بورصة الأوراق المالية يكمن في تخفيف تكلفة التمويل من خلال الحصول على قروض مستمرة وبتكلفة منخفضة فالشركات التي لا تستطيع الحصول على قروض بسعر فائدة ثابت يمكنها

إصدار السندات بسعر فائدة متغير ومن ثم تقوم بمبادلة الفوائد المتغيرة بفوائد ثابتة الوقاية من مخاطر تقلب الأسعار الدخول إلى أسواق جديدة استحداث أدوات مالية مركبة. (الرزقي و شرون، 2020، صفحة 41)

4 - 2 خصائص عقود المبادلة

تتمتع عقود المبادلة بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن المستقبلات والخيارات منها: (سارمة، 2012، صفحة 61)
هي أسواق توفر مرونة كبيرة للمتعاملين فيها، بحيث تسمح لهم بإبرام عقود تناسب أي مكان دون التزام بشروط محددة فهي أسواق ليست منظمة؛

- توفر هذه الأسواق السرية لأطراف العقد، بحيث لا يمكن لغيرهم العلم بالعملية التي تمت؛
- لا تخضع لرقابه حكومية مباشرة مثل سوق الخيارات وسوق العقود المستقبلية؛
- لا توجد جهة لضمان عملية المبادلة إلا الأطراف أنفسهم لأنه لا يوجد بيت مقاصة.

المطلب الثالث: طرق تحليل أسعار الأدوات المالية

تشير أدبيات الاستثمار المالي إلى وجود أسلوبين أساسيين للتحليل في سوق الأوراق المالية هي التحليل الأساسي والتحليل الفني.

1 - التحليل الأساسي

يهتم التحليل الأساسي بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية، وذلك بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركة، إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض تلك الربحية، وتمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره الشركة، وبالتالي ينصرف التحليل الأساسي إلى دراسة الظروف المحيطة بالشركة، سواء كانت ظروف اقتصادية عامة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة صاحبة الإصدار.

1 - 1 تعريف التحليل الأساسي

ويمكن إدراج بعض التعاريف كالتالي:

- حسب قاموس أسواق الأوراق المالية يمكن تعريف التحليل الأساسي على أنه: " تقنية تحليل سوق الأوراق المالية، هدفها تقييم سعر السهم، والتنبؤ بتطوره على المدى الطويل، بناء على ما يسمى "الأساسيات" وذلك من خلال:
 - ✓ **البيانات الداخلية:** نجد على وجه الخصوص العناصر التالية: نسب المحاسبة، الأرباح، سياسة الاستثمار والمناخ الاجتماعي السائد في الشركة، وأنشطة البحث والتطوير المتبعة.
 - ✓ **البيانات الخارجية:** لا سيما البيئة الاقتصادية " انخفاض أو ارتفاع أسعار الفائدة، التضخم، الكساد، ميزان المدفوعات، وضع الميزانية..."، تحليل القطاع الذي تنتمي إليه الشركة المعنية، المركز التنافسي للشركة".
- (Joseph & Capiou, 2015, p 48)

- كما تم تعريفه على أنه: " التحليل الذي يهتم بدراسة وتحليل الظروف المحيطة بالشركة والتي تتمثل في الظروف الاقتصادية العامة، وظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، وظروف الشركة المصدرة للورقة المالية، وذلك من أجل تقدير القيمة الحقيقية "العادلة" للورقة المالية ومقارنتها مع القيمة السوقية قصد اتخاذ القرار المناسب "البيع والشراء". (بن لطرش، 2019، الصفحات 60 - 61)

من خلال التعاريف السابقة يمكننا القول أنه يوجد مدخلان للتحليل الأساسي، **المدخل الأول** هو مدخل التحليل الكلي فالجزئي أو التحليل من الأعلى إلى الأسفل، يبدأ بتحليل الظروف الاقتصادية العامة، ثم ظروف الصناعة وينتهي بتحليل ظروف الشركة. ويستخدم هذا المدخل عادة إذا لم يستقر رأي المستثمر على أصل مالي معين، ويبحث عن الأصول الواعدة للاستثمار فيها. أما **المدخل الثاني** فهو مدخل التحليل الجزئي فالكلي أو التحليل من الأسفل إلى

الأعلى، يبدأ بتحليل ورقة مالية معينة وظروف الشركة المصدرة لها، ثم تحليل الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، وأخيرا تحليل الظروف الاقتصادية العامة.

1 - 2 فرضيات التحليل الأساسي

يقوم التحليل الأساسي على افتراض أن: (عطية، 2020، الصفحات 109-110)

- أسواق الأوراق المالية كفاءة في شكلها الضعيف، حيث أنه لا يمكن تحقيق عوائد غير عادية من خلال تحليل العوامل التاريخية ودراساتها، ذلك أن الأسعار في الماضي لا تحدد الأسعار الحالية والمستقبلية بل تتغير بوجود معلومات جديدة، وهذا غير متوفر في السوق ضعيفة الكفاءة.
- إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بالاعتماد على تحليل المعلومات الواردة المتدفقة باستمرار، وذلك لتحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بالسعر السوقي، واكتشاف الخلل السعري لاتخاذ القرار المناسب.

1 - 3 مراحل التحليل الأساسي

ويمكن إيجاز مراحل التحليل الأساسي فيما يلي: (الفريخ، 2018، الصفحات 60-62)

● المرحلة الأولى: تحليل الظروف الاقتصادية

- من خلال تحليل السياسات المالية والنقدية وبعض المؤشرات الاقتصادية كمعدلات الناتج المحلي الإجمالي والتضخم من خلال عدد من المتغيرات الاقتصادية وهي:
 - ✓ **السياسة المالية:** وهي وسائل تمويل الإنفاق الحكومي، من خلال شقين: الإيرادات والنفقات، كون الضرائب تعد قاسما مشتركا لموارد موازنات غالبية الدول، وإن اختلفت أهميتها النسبية من دول إلى أخرى إلا أن لها تأثيرها على أسواق الأوراق المالية، فإذا ما خفضت الحكومة الضريبة على أرباح الشركات، فإن ذلك سيرتفع أثرها إيجابيا على أرباحها، وبالتالي ارتفاع أسعار أسهمها، والعكس صحيح.
 - ✓ **السياسة النقدية:** يقصد بالسياسة النقدية مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض من النقود والذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية، إضافة إلى الودائع النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور وتؤكد عدة دراسات سابقة وجود علاقة بين السياسة النقدية ومستوى أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية على غرار النظرية الكنتزية، ففي دراسة لفريدمان وشوارتز كشف عن وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود وبين مستوى النشاط الاقتصادي.
 - ✓ **معدل التضخم:** من المفترض أن يكون للتقارير الشهرية عن معدل التضخم أثرها على أسعار الأسهم. فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلا من شأنها أن تترك أثرا عكسيا على تلك الأسعار.

✓ **حجم الناتج القومي:** أشار بيرس ورولي إلى أن تأثير التقارير على حجم الناتج القومي يمكن أن يكون لها أثر إيجابي، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم وبالتالي إلى ارتفاع أسعارها.

• المرحلة الثانية: تحليل ظروف الصناعة

وذلك من خلال:

✓ **التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح:** إن أول خطوة للتنبؤ بمستقبل الصناعة هو تحليل البيانات التاريخية عن المبيعات والأرباح، فمثلا التغير في معدل نمو المبيعات بين الماضي والحاضر، يساعد المحلل في تحديد المرحلة الحالية والمستقبلية في دورة حياة الصناعة.

✓ **حجم الطلب وحجم العرض:** من الجوانب الهامة التي ينبغي أن يعنى بها التحليل الأساسي هو دراسة الطلب والعرض لمنتجات الصناعة. فمن المهم أن يعترف المحلل المالي ما إذا كان الطلب على منتجات الصناعة في تزايد أو في هبوط أو لم يطرأ عليه تغيير.

✓ **ظروف المنافسة:** للوقوف على ظروف المنافسة في المستقبل، لا بد من البحث عما إذا كان هناك موانع تحد من دخول شركات جديدة أم لا مما يتوجب على الشركة الجديدة التي ترغب في اقتحام الصناعة أن تباع المنتج الذي ينبغي أن يكون متميزا هو الآخر بسعر يغطي التكاليف التي عادة ما تكون مرتفعة في السنوات الأولى، مما يقلل أرباحها وبالتالي أسعار أسهمها.

✓ **طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة:** لا بد من تحليل المنتج لمحاولة التعرف على ما إذا كان قد بلغ مرحلة الإنتاج الكبير أم لا. فمثلا لو لم يجد سوق كبير لمنتجات صناعة أجهزة الطباعة أو التصوير، لما أمكن لتلك الصناعة إنتاج أجهزة على مستوى عالي من الكفاءة وبأسعار منافسة.

• المرحلة الثالثة: يهدف تحليل الشركات بدرجة أولى لتحديد ربحيتها ومدى نموها وقوتها المالية وقدرتها على

المنافسة كما أن دراسة أوضاع الشركات ومتابعة أحوالها باستمرار يمكن المستثمرين من التعرف وبشكل مبكر على أي متغيرات إيجابية أو سلبية قد تطرأ على أوضاع هذه الشركات فتؤثر على أسعار أسهمها، ومن أهم أدوات تحليل الشركات نجد التحليل المالي الذي يقصد به فهم وتفسير وقراءة القوائم المالية للشركة بهدف تحديد العوائد المالية ومستوى المخاطر للأصل، إذ يتم من خلاله تحليل القوائم المالية "الميزانية المالية، جدول حسابات النتائج، تدفقات الخزينة" باستخدام المؤشرات المالية "نسب السيولة، نسب التشغيل، نسب المديونية، نسب الأسهم، نسب النمو".

2 - التحليل الفني للأوراق المالية

تعدد الأساليب التي يستخدمها المستثمرون في اتخاذ قراراتهم ووجهاتهم المستقبلية. إلا أن التحليل الفني يعتبر الأسلوب الأقل تعقيدا لدراسة الأسعار. ومع التطور التكنولوجي زادت أهميته، حيث ظهرت العديد من المؤشرات والأدوات الفنية ذات الإمكانيات المتقدمة، التي تعتمد على جملة من البيانات التاريخية واللحظية، وهو ما سنتطرق إليه في هذا المطلب بعد التعرف على مفهومه وأبرز خصائصه.

2 - 1 تعريف التحليل الفني

يطلق على التحليل الفني عدة تسميات أخرى مرادفة له، أشهرها: (بن لطرش، 2019، صفحة 02)

- تحليل الرسوم البيانية (الخرائط): وهي أقدم تسمية لهذا المدخل، وتطلق عليه لاعتماده على الرسوم البيانية كأداة رئيسية للتحليل.
- تحليل السوق: لاقتصره على تحليل البيانات المتوفرة في السوق فقط.
- التحليل المرئي (البصري): لارتكازه على ملاحظة تطور بيانات السوق على الرسوم البيانية.

وقد أعطيت تعاريف عديدة للتحليل الفني من طرف الأكاديميين والممارسين على حد سواء، لا تختلف كثيرا عن بعضها البعض، وفيما يلي أهمها: (بن لطرش، 2019، الصفحات 2-4)

- هو "دراسة حركة السوق باستخدام الرسوم البيانية، لغرض التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للسعر، ويشمل مصطلح "حركة السوق" المصادر الثلاثة الرئيسية المتاحة للمحللين الفنيين في السوق وهي: السعر، حجم التداول، والحقوق المفتوحة (الحقوق المفتوحة تستخدم فقط في عقود المستقبلات والخيارات)".
- كما يعرف على أنه "فن دراسة حركة السعر في الماضي باستخدام الخرائط الفنية، وذلك بهدف التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية للسعر، كما يقوم المحلل بدراسة حجم التداول المصاحب لحركة السعر، وذلك لكي يكون التحليل أكثر دقة وشمولية، وبالتالي أقرب ما يمكن من الواقع". (العمرى، 2020، صفحة 06-07)
- ويتضح من التعاريف السابقة أن التحليل الفني هو دراسة البيانات السوقية الماضية (السعر، حجم التداول والحقوق المفتوحة...) وذلك باستخدام أشكال بيانية ومؤشرات فنية إحصائية، قصد التنبؤ بالاتجاه المستقبلي للأسعار، بما يساعد على اتخاذ قرارات استثمارية سليمة، أي اختيار الأدوات المالية التي ينبغي شراؤها أو بيعها وتحديد الوقت المناسب للشراء والبيع".

2 - 2 خصائص التحليل الفني

يتميز التحليل الفني عن غيره من التحليلات بأن: (آيت بشير، 2018، صفحة 64)

- **إمكانية تطبيقه على الأسواق المالية المختلفة:** من الناحية التاريخية تم تطبيق التحليل الفني على سوق الأسهم أولاً، ثم بعد ذلك يتوسع تدريجياً ليشمل جميع الأسواق المالية الموجودة اليوم، فالمبادئ والأدوات يمكن تطبيقها على أي سوق، كما أن هناك أسواق يتم التعامل بها بشكل أساسي من خلال التحليل الفني، كما هو الحال في سوق العملات، وهذا تأكيد على مدى فعالية التحليل الفني وأهميته.
- **القدرة على الانتقال بين القطاعات ومن سهم إلى آخر دون قيد:** إن هذه الميزة تسمح له بتجنب المخاطر بسهولة فنظرة المحلل الفني لمؤشرات السوق والقطاعات تضيف له بعداً آخر من المرونة وتتيح له التعامل مع الاتجاه العام للسوق والابتعاد عن القطاعات أو الأسهم التي تخالف هذا الاتجاه.
- **إمكانية تطبيقه على فترات زمنية مختلفة:** يمكن من خلال التحليل الفني الانتقال بسهولة من فترة زمنية إلى أخرى، فالمحلل اليومي يستخدم الخرائط اللحظية التي توضح حركة الأسعار في يوم التداول والمحلل الذي يركز على المدى المتوسط يستعمل الخرائط اليومية أما المحلل الذي يركز على المدى الطويل يستعمل الخرائط الأسبوعية أو الشهرية ويتم تطبيق نفس مبادئ التحليل الفني على أي فترة زمنية، وهذه ميزة جوهرية تضاف إلى سلسلة المميزات التي جعلت التحليل الفني الخيار الأفضل دائماً.
- **تحديد توقيت الدخول والخروج:** التحليل الفني يتيح اختيار أفضل توقيت ممكن للدخول أو الخروج فعندما ينتهي المحلل الفني من الإجابة عن السؤال: ما هو السهم الذي سوف أشتريه؟ يجد نفسه أمام سؤال آخر لا يقل أهمية عنه وهو: متى سأشتريه؟، فالتحليل الفني يستطيع الإجابة عن السؤالين من خلال تحديد نقاط المناسبة للدخول مثل مستويات الدعم، اختراق مستويات المقاومة، اختراق خط الاتجاه الهابط... الخ.
- **القيادية:** حيث أن كامل التركيز على محاولة التنبؤ بالأسعار المستقبلية عن طريق رصد التحركات السابقة للسعر، سواء كانت هذه التحركات بسبب التجميع أو التصريف أو ما إلى ذلك.
- **سهولة التطبيق:** فهي أقل تعقيداً مقارنة بالأنواع الأخرى من التحليل حيث أن مدخلات التحليل محدودة (العرض، الطلب، ردة فعل السعر) وتساعد كثيراً على ربح الوقت للقيام باتخاذ القرار المناسب.
- **التركيز على السعر:** إن سياسة الاستثمار في الأسهم المتمثلة في قراري الشراء والبيع، تعتمد على توقع سعر السهم فإذا كان التوقع بارتفاع سعر السهم، فإن قرار الاستثمار سيكون الشراء، والعكس صحيح، كما أنه ينظر لسوق الأسهم على أنه مؤشر قائد للاقتصاد تسبق مؤشراته الوضع الفعلي للاقتصاد بستة إلى تسعة أشهر.

- تحديد قوى العرض والطلب من خلال تحليل الأسعار: إن استخدام سعر الافتتاح، أعلى سعر، أقل سعر، وسعر الإغلاق عند تحليل اتجاه الأسعار لسهم ما قد لا تعني شيء إذا استخدمت منفصلة ولكنها مع بعضها تعكس قوى الطلب والعرض.
- الدعم والمقاومة: إن الرسوم البيانية تصور توازن قوى العرض والطلب على سهم ما فعندما تكسر الأسعار إلى هذا المدى نزولا أو تحرقها صعودا فإن ذلك يشير إلى تغلب أحدهما على الآخر فاخترق الحد الأعلى (المقاومة) يعني زيادة الطلب وكسر الحد الأدنى (الدعم) يعني زيادة العرض.
- تاريخ الأسعار المصور: الرسوم البيانية للأسعار يسهل من قراءة التاريخ السابق لها على فترات زمنية معينة وهي أسهل كثيرا من قراءة الجداول في غالبية الرسوم البيانية للأسهم تجد أعمدة الكميات في أسفل الرسم.
- سهولة التعلم: حيث يسهل تعلمها بواسطة مستثمر مهما كان مستوى ثقافته.
- سهولة الحصول على المعلومات: إن المعلومات التي يحتاجها المحلل الفني عن الأسعار والصفقات المتاحة يوميا بانتظام من خلال التقارير التي تظهر في شبكة الإنترنت والصحف المخصصة مجانية أو بتكلفة ضئيلة جدا.

2 - 3 فرضيات التحليل الفني

تقوم نظرية التحليل الفني على أربعة فرضيات رئيسية: (عطية و بن سماعيل، 2020، صفحة 115)

- تحديد القيمة السوقية للورقة المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب؛
- تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب منها: عوامل رشيدة تتضمن المعلومات المالية الخاصة بالأسهم والتي تنعكس آثارها في سلوك المستثمرين بالسوق وأخرى غير رشيدة مثل: الآراء والتخمين... الخ ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل لتحديد الأسعار الملائمة؛
- تميل أسعار الأوراق المالية لأن تكون اتجاهات في حركتها تستمر لفترات طويلة نسبيا على الرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر؛
- يؤدي التغيير في علاقة العرض والطلب إلى تغيير في اتجاه الأسعار ويمكن ملاحظة التغييرات آجلا وعاجلا في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.

2 - 4 أدوات التحليل الفني

تعتبر أدوات التحليل الفني حلقة الوصل بين النظرية والتطبيق، لذلك سنقوم بالتعرف على كل من الرسوم البيانية، المؤشرات ونماذج التحليل الفني كأدوات من خلالها يمكننا تطويعها لخدمة الأهداف الاستثمارية.

2 - 4 - 1 الرسوم البيانية

من الأسباب المهمة للاطلاع على الجداول أو الرسوم البيانية أنها تضع العواطف جانبا بعيدا عن عملية اتخاذ القرار، وتساعد في وضع الفروق الإحصائية الخاصة بأنواع الأسهم أو زيادة الاحتمالات بأن العملية التي تقوم بها سوف تكون ناجحة. وعند قراءتك الرسم البياني تحصل على أفكار مهمة عن طريق تحركات المستقبل والتوقيت المناسب للشراء أو البيع. ومن الرسوم المتعارف عليها: (الفريح، 2018، الصفحات 89-94)

- **الرسم البياني الخطي:** يتم رسم المسار الخطي من خلال تحديد سعر الإغلاق للسهم على المحور العمودي خلال يوم معين بالمحور الأفقي ووضع نقطة لذلك الإحداثي ومن ثم تكرار تلك العملية لأكثر من يوم وأكثر سعر إغلاق ليتشكل لدينا نقاط عشوائية على الرسم البياني يتم توصيلها للحصول على مسار خطي لتلك النقاط، فخارطة السهم أو الرسم البياني للسهم، عبارة عن طريقة لتوثيق حركة السهم مع مرور الوقت. ويتضح ذلك من خلال الشكل التالي:

شكل رقم 2 - 1: رسم بياني خطي لمؤشر سوق الأسهم السعودي



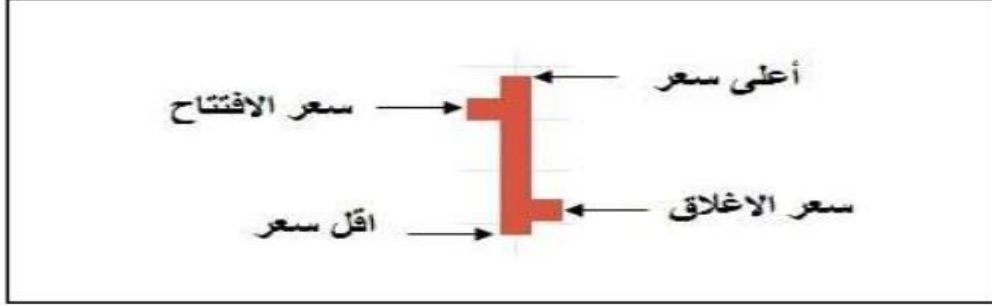
المصدر: (الفريح، 2018، صفحة 90)

- **الرسم البياني بالأعمدة:** نظرا لكون أن الرسم البياني الخطي هو رسم بسيط ولا يدخل في تفاصيل حركة السعر خلال الفترة الزمنية المرصودة فإن الرسم البياني بالأعمدة أو ما يسميه البعض بالملزاج يتعمق أكثر من سابقه كونه يراعي حركة السعر خلال الفترة وليس آخر سعر لتلك الفترة، فيراعي حساب الأربعة أسعار الرئيسية التي تشمل حركة السعر وهي: سعر الافتتاح، الإغلاق، أدنى سعر وصل إليه السهم، أعلى سعر

الفصل الثاني: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

وصل إليه السهم. بحيث يتم دمج تلك المعلومات الأربعة لرسم شكل يعطي قراءة لتلك الأسعار دون الحاجة لكتابتها، فبمجرد النظر إلى الشكل العمود الذي تبرز من جوانبه نتوءات على الرسم البياني يستطيع قارئ البيان أن يتعرف على المعلومات السابقة. إذ أن العمود يتم تشكيله كما يلي:

شكل رقم 2 - 2: الرسم البياني بالأعمدة



المصدر: (الفريخ، 2018، صفحة 91)

- **الرسم البياني بالشموع اليابانية:** وكامتداد للرسم البياني بالأعمدة والأسس التي يقوم عليها، اعتمد كذلك على الشموع اليابانية عند حسابه على نفس الأسعار الأربعة التي استخدمت سابقا ولكن من خلال تغيير شكل الرسم بحيث تعطي للقارئ جميع البيانات عن حركة الأسعار خلال الفترة الزمنية المرصودة بسهولة ويسر. وعلى الرغم من استخدام نفس البيانات إلا أنه من السهولة ملاحظة اختلاف طريقة الرسم لكل منهما. ونحصل على الرسم البياني بالشموع اليابانية بالرسم التالي:

شكل رقم 2 - 3: رسم بياني بالشموع لمؤشر سوق الأسهم السعودي



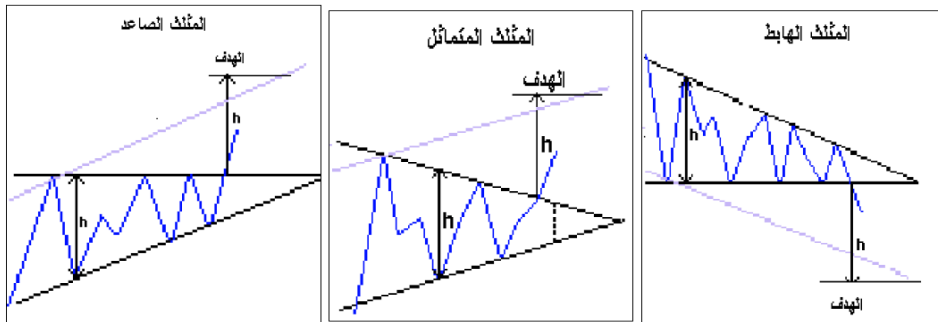
المصدر: (الفريخ، 2018، صفحة 9)

2 - 4 - 2 نماذج التحليل الفني

هي نماذج أو أشكال معينة متكررة لحركة الأسعار يتم ملاحظتها على الرسم البياني للسعر، ومن خلال التجربة الطويلة استنتج المحللون الفنيون أن تلك النماذج لها قيمة تنبؤية معينة، إما نحو استمرارية الاتجاه السائد أو انعكاسه. ويميز المحللون الفنيون بين صنفين من النماذج: (بن لطرش، 2019، الصفحات 139-147)

- **النماذج السعرية الاستمرارية:** وهي نماذج بيانية لحركة السعر تظهر أثناء الاتجاه الصعودي أو الهبوطي، وتشير إلى احتمال قوي لاستمرار حركة السعر في الاتجاه الحالي. وتتكون هذه النماذج أثناء المراحل التصحيحية لاتجاه السعر (الصعودي أو الهبوطي)، والتي تعتبر كمرحلة تدعيم تسمح للسوق بالاستراحة واستعادة القوى قبل مواصلة الاتجاه الأولي. وتتمثل أهم النماذج السعرية الاستمرارية في الأشكال التالية:
 - ✓ **المثلثات:** وتعتبر من أكثر الرسوم البيانية ظهوراً، وتشكل عادة أثناء مرحلة التصحيح، وتعتبر عن حالة التردد والحيرة التي تسود بين المتعاملين. ويتميز هذا الشكل بتحريك الأسعار صعوداً ونزولاً في مجال معين يكون واسعاً في البداية، ثم يضيق تدريجياً مع مرور الزمن، وسنوضح هذه المثلثات وبعض من أنواعها فيما يلي:

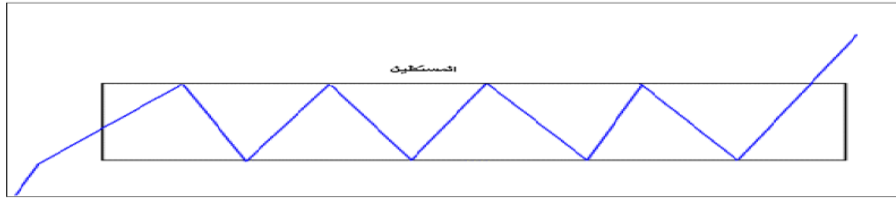
شكل رقم 2 - 4: أنواع المثلثات



المصدر: (بن لطرش، 2019، صفحة 140)

- ✓ **المستطيلات:** وهي عبارة عن قناة أفقية تتكون بواسطة خطين متوازيين، أحدهما يمثل دعماً والآخر مقاومة. ويتشكل المستطيل خلال الاتجاه الصعودي أو الهبوطي على حد سواء، ويعبر عن مرحلة التدعيم أين تكون بدون اتجاه محدد. وتمتد مدة ظهور هذا الشكل عدة أسابيع إلى عدة أشهر. وبما أن المستطيل يعتبر من الأشكال المتوقعة لاستمرار الاتجاه فإن خروج الأسعار منه يكون في الجهة المعاكسة لجهة دخولها إليه. وشكلها موضح في الشكل المقابل:

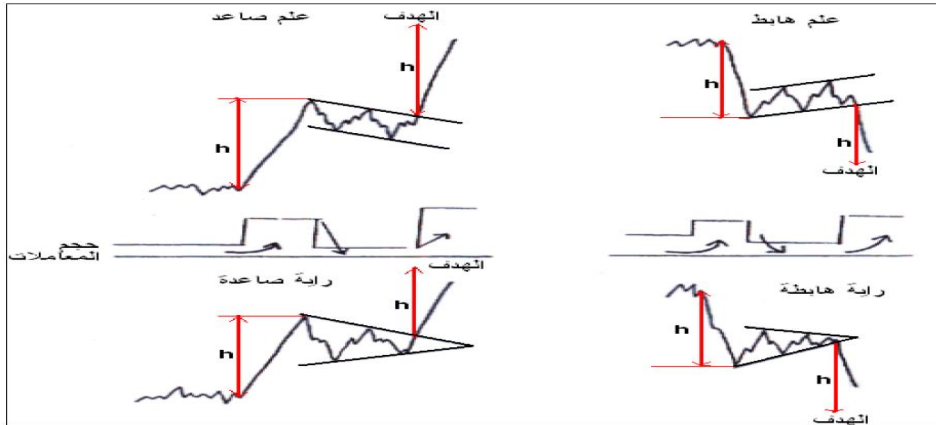
شكل رقم 2 - 5: شكل المستطيل



المصدر: (بن لطرش، 2019، صفحة 141)

✓ **الأعلام والرايات:** وتعتبر من أقوى الأشكال التي تتوقع استمرار اتجاه الأسعار، حيث تعبر عن فترة تدعيم قصيرة للأسعار، وتتكون عادة خلال مدة تتراوح بين أسبوع إلى أربعة أسابيع. وتتميز عن الأشكال السابقة بسهولة التحديد، والإشارة المبكرة إلى استمرار الاتجاه الحالي. وشكلها كما يلي:

شكل رقم 2 - 6: أنواع الأعلام والرايات

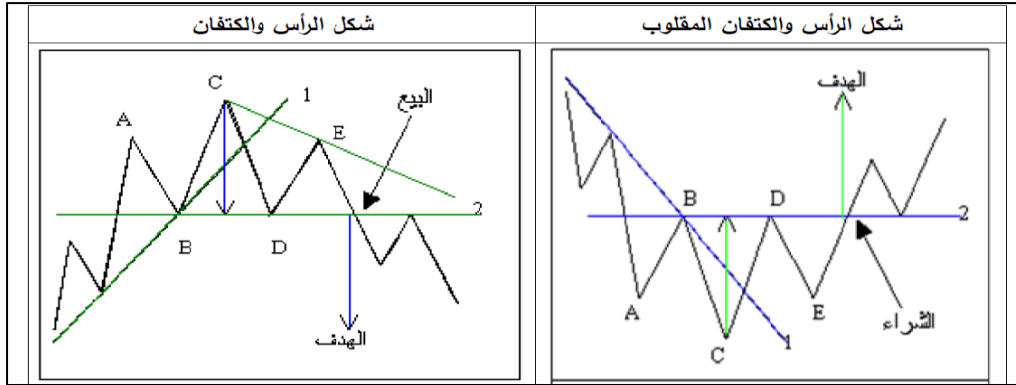


المصدر: (بن لطرش، 2019، صفحة 142)

● **النماذج السعرية الانعكاسية:** هي نماذج بيانية لحركة السعر تظهر في قمة (أو قاع) الاتجاه الصعودي (أو الهبوطي)، وتشير إلى نهاية الاتجاه السائد وحدوث تغير وشيك في الاتجاه. ومن أهم الأشكال السعرية الانعكاسية التي لاحظها المحللون الفنيون: الرأس والكتفان، القمم المزدوجة، المنخفضات المزدوجة، القمم والمنخفضات الثلاثية.

✓ **الرأس والكتفان:** يعتبر شكل الرأس والكتفان من أقدم وأشهر النماذج الانعكاسية، وأكثرها صحة ومصداقية. ويتكون هذا الشكل في نهاية الاتجاه الصعودي ويشير إلى أن الأسعار قد بلغت قممتها، وأن تغيرا في اتجاه الأسعار قد وشك على الحدوث. وكما يدل عليه اسمه فإن هذا الشكل يشبه الرأس والكتفين، لذلك فهو يتركب من أربعة عناصر: الكتف الأيسر، الرأس، الكتف الأيمن، وخط الرقبة. ويمكن توضيحه في الشكل الموالي:

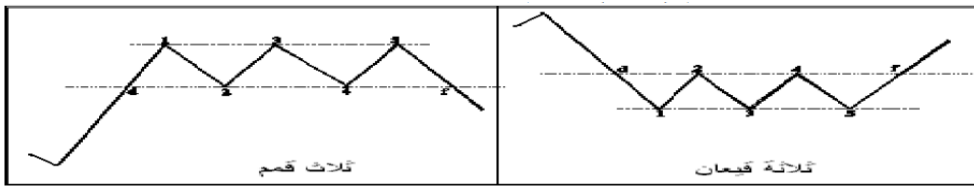
شكل رقم 2 - 7: شكل الرأس والكتفان والرأس والكتفان المقلوب.



المصدر: (بن لطرش، 2019، صفحة 144)

✓ القمم الثلاثية والمنخفضات الثلاثية: القمم الثلاثية عبارة عن شكل رأس وكتفين ناقص (غير مكتمل الرأس)، حيث لا يتمكن الرأس من تجاوز قمتي الكتفين (الأيسر والأيمن). ويتكون هذا الشكل في نهاية الاتجاه الصعودي ويشير إلى تغير اتجاه الأسعار نحو الهبوط. وفي ظل هذا النموذج تكون حركة الأسعار ثلاث قمم متتالية تصل إلى نفس مستوى المقاومة وتكون مصحوبة بحجم تداول متناقص عند كل قمة. وبعد وصول السعر إلى القمة الثالثة يبدأ في الهبوط حتى يخترق خط الدعم، ويكون هذا الاختراق مصحوبا بحجم تداول كبير، وبذلك يكتمل شكل الثلاث قمم. أما المنخفضات الثلاثية فهي معاكسة للقمم الثلاثية، ويعتبر كنموذج رأس وكتفين مقلوب ناقص (غير مكتمل الرأس). وسنوضح ذلك في الشكل الموالي:

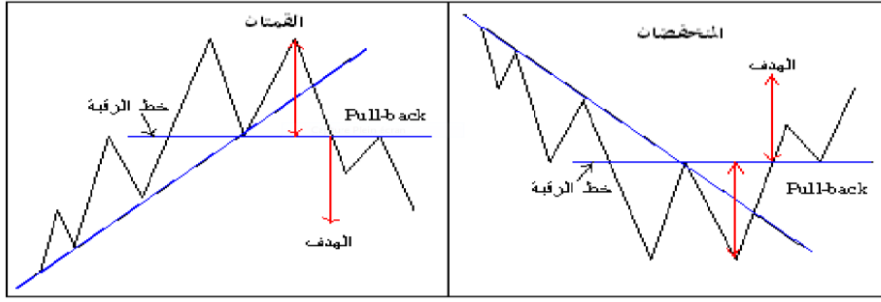
شكل رقم 2 - 8: القمم الثلاثية والمنخفضات الثلاثية.



المصدر: (بن لطرش، 2019، صفحة 146)

✓ القمم والمنخفضات المزدوجة: وشكلهما عبارة عن شكل رأس وكتفين (أو رأس وكتفين مقلوب) بدون رأس، وتظهر القمتان (أو المنخفضان) في نهاية الاتجاه الصعودي (أو الهبوطي)، وتشير إلى حدوث تغير وشيك في اتجاه الأسعار نحو الهبوط (أو الصعود). وهو ما يتضح لنا جليا في الشكل التالي:

شكل رقم 2 - 9: شكل القمم المزدوجة والمنخفضات المزدوجة



المصدر: (بن لطرش خالد، 2019، صفحة 146)

2 - 4 - 3 مؤشرات التحليل الفني

هي واحدة من الأدوات الرئيسية للمستثمرين أثناء القيام بالتحليل الفني في سوق الأوراق المالية وسنوجزها فيما يلي:
(آيت بشير، 2018، الصفحات 151-172)

• مؤشرات تتبع الاتجاه

ويتم حساب معظم مؤشراتهما من المتوسطات، وهي تساعد في تجانس سلسلة الأسعار، التنبؤ بظهور اتجاه جديد في السوق وتجنب الكثير من الإشارات الخاطئة.

✓ مؤشرات المتوسط المتحرك

وهو أحد أقدم وأشهر المؤشرات التي تستخدم لتمهيد وتسوية سلسلة زمنية معينة للتخلص من الذبذبات الحادة الأسبوعية والشهرية التي قد توجد فيها بسبب الضوضاء التغيرات العارضة، التقلبات الدورية أو الموسمية وذلك حتى يتبين اتجاهها العام صعوداً أو هبوطاً.

فهو قيمة نموذجية لحركة السعر في فترة زمنية محددة حيث تأخذ مجموعة من البيانات السعرية لفترة محددة وتجمع هذه الأسعار وتقسم على عددها فينتج رقم يكون هذا المتوسط المتحرك. كما أنها أداة فنية انسيابية، حيث ينتج عن حساب المتوسط بيانات السعر رسم خط بياني انسيابي سهل من عملية تتبع الاتجاه السعر الأساسي ومنه هذا المؤشر من المؤشرات المتأخرة عن حركة السعر وكلما طالت مدة تكوينه كلما كانت حركته أبطأ. للمتوسطات المتحركة أنواع عديدة أهمها المتوسط المتحرك البسيط ويتم حسابه بجمع سعر الإغلاق للفترة المطلوبة (مثلاً 20 ساعة) وقسمتها على عدد الفترات (20)، المتوسط المتحرك المرجح ويفضل البعض استخدامه لأنه يتم حسابه على أساس إعطاء أهمية نسبية مختلفة (أي وزن مختلف) لكل سعر طبقاً لحدثه أو قدمه، والمتوسط المتحرك الآسي الذي يتغلب على بعض نقاط ضعف المتوسط المتحرك البسيط فهو يستجيب للتحركات السعرية. بما يساعد في تنعيم بيانات السعر.

✓ مؤشرات الأشرطة والقنوات السعرية

وهي عبارة عن خطين متوازيين لموجات السعر أو التركيبية السعرية وهي تتنوع حسب البيانات المتدخلة في تركيبية القناة، ومن أشهر هذه المؤشرات:

- مؤشر بولنجر باند

هو من المذبذبات تكمن فائدته في أنه يقيس قوة تسارع حركة السعر ويضع نطاقا لحركة السعر خلال فترة من الزمن، كما أنه يحتاج إلى تأكيد إشارة الشراء باستخدام مؤشرات أخرى.

- المنحنيات الغلافية

هي من أبسط المؤشرات ذات منحنيين وهو لا يقتصر فقط على تحديد الاتجاه ولكن يمكن عن طريقه تحديد مستويات الشراء والبيع. وهي عبارة عن متوسطين متحركين بسيطين لمتوسط أسعار الإغلاق مع نسبة انزياح لأعلى ولأسفل بدرجة 3% في العادة.

- مؤشر قناة كيلنتر

وهو عبارة عن قناة سعرية تشبه حدود بولنجر، يتكون من ثلاث خطوط الخط الموجود في المنتصف هو عبارة عن المتوسط المتحرك البسيط ل 10 فترات للسعر النموذجي، أما الإطار العلوي والسفلي للقناة عبارة عن المتوسط المتحرك البسيط ل 10 فترات ولكن محسوبا على مدى التداول اليومي وعليه تنتج إشارة الشراء إذا أغلق فوق الحد العلوي للقناة وإشارة البيع إذا أغلق السعر أسفل الحد السفلي للقناة.

• مؤشرات الزخم

يعتبر مفهوم زخم التداول المفهوم الأساسي الذي يعتمد عليه في تحليل مؤشر التذبذب فالزخم هو ميل الأسعار لمواصلة المسير في نفس الاتجاه، وهناك مصطلح آخر يجمع بين الزخم والتذبذب هو مؤشر تذبذب زخم التداول حيث يقيس سرعة تغير السعر ويتم حسابها بأخذ الفرق بين آخر سعر إغلاق وسعر الإغلاق للأيام السابقة حيث تعد مدة العشرة أيام هي الشائعة كما يتم استخدام فترات أقصر (خمسة أيام) للحصول على مؤشر أكثر حساسية، أما تغيرات زمنية أطول فيتم استخدام أربعون يوم للحصول على مؤشر أكثر هدوء، زيادة الزخم في الاتجاه التصاعدي إلى إمكانية استمرار الأسعار في الارتفاع، بينما في الاتجاه التنازلي زيادة الزخم تشير إلى احتمال مواصلة هبوط الأسعار كما يظهر الزخم قوة في ضغط الشراء أو البيع، ويستخدم لقياس مدى قوة الاتجاه المتكون، ومن الحقائق المعروفة أن الزخم يقود السعر، هذا يعني

الفصل الثاني: الإطار العام لسوق الأوراق المالية

أن الارتفاعات القياسية للزخم في كثير من الأحيان يمكنها التنبؤ بارتفاعات جديدة في الأسعار والعكس على الجانب السلبي.

ومن أهم المظاهر التي يتبعها المتداولين في الزخم ما يعرف بالانفراج وهو التباين بين حركة السعر وحركة المؤشر، وهي ظاهرة تنتج عن التغير بالزيادة أو النقص في زخم الحركة السعرية، فقد يكون السعر قمة أعلى من القمة السابقة higherhigh بينما يكون المؤشر قمة أقل من القمة السابقة lowerhigh، فيكون في ذلك إشارة على ضعف قوة المشترين وتزايد احتمالات الهبوط وهو ما يكشفه المؤشر مبكرا قبل حركة السعر، أو قد يكون السعر قاع أقل من القاع السابق lowerlow بينما يكون المؤشر قاع أعلى من القاع السابق higherlow وهو ما يشير لضعف قوة البائعين وتزايد احتمالات الصعود، وبالتالي تحدث هذه الظاهرة في جميع مؤشرات الزخم.

كما تعمل مؤشرات الزخم بشكل مثالي عندما يتحرك السوق بشكل جانبي وتفشل في توقع نقاط انعكاس السعر عندما يكون السوق في حالة حركة اتجاهية.

وتأتي مؤشرات الزخم في أشكال مختلفة مثل مؤشر التذبذب الذي يعكس معدل التغير، مؤشر القوة النسبية، مؤشر الستوكاستيك المتذبذب، مؤشر وليامز...

● مؤشرات الحجم

مؤشرات الحجم هو إحدى المؤشرات الفنية لقياس كمية الأصول أو العقود المالية المتداولة في فترة زمنية معينة. وهو أداة قوية جدا، لكنها كثيرا ما يغفل عنها بسبب كونها من المؤشرات البسيطة، وهي تعبر عن حجم النشاط، قوة وشدة المعاملات النهائية في السوق. فيزداد الحجم جنبا إلى جنب مع الاتجاه الصعودي المستمر لارتفاع الأسعار، يتناقض عند هبوط السعر، الشيء نفسه يحدث مع الاتجاه الهبوطي، يزداد الحجم عندما تنخفض الأسعار ويتناقص مع ارتفاع الأسعار. ومن أهم السمات الرئيسية لها أنها دائما تسبق الأسعار، وكقاعدة عامة لا توجد وسيلة لإظهار حجم المعاملات المباشرة، ولهذا السبب يتم إنشاء مؤشر يسمى "وحدة التخزين"، الذي يعكس عدد من التغيرات في الأسعار من خلال شريط واحد. ومن أهم مؤشرات الحجم نذكر: مؤشرات التجميع والتصريف، مؤشر التجميع المتأرجح.

● المؤشرات النفسية للسوق

هي المؤشرات التي تحاول قياس انطباع المستثمر أو المحترف تجاه السوق ومراقبة مستوى التفاؤل أو التشاؤم، وتعتبر هذه المؤشرات من الركائز الأساسية للتحليل الفني وهي تصنف كنوع من المؤشرات الاتجاهية فهي لا توفر نقاط دخول وخروج من الصفقات التجارية بل مجرد إشارة إلى الأحداث المتوقعة وتناجها، ومن أهم مؤشراتنا نذكر: مؤشر اتساع السوق، مؤشر صعود/هبوط، مؤشر ماكليان، حجم التداول للأسهم المرتفعة والمنخفضة.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

حظي مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية باهتمام الكثير من الباحثين سواء على المستوى الكتابات النظرية أو على مستوى الدراسات التطبيقية، وبداية الاهتمام الحقيقي بمفهوم الكفاءة كان بعد ظهور نتائج دراسة كاندال 1953 حول سلوك أسعار الأسهم، حيث توصل إلى أن أسعار الأسهم تستجيب إلى المعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق بشكل عشوائي دون سابق إنذار مما يؤدي إلى إزالة أي فرصة لتحقيق أرباح غير عادية، وهنا اعتقد كاندال أنها إشارة إلى عدم رشادة السوق ليؤكد ما جاء بعده من الباحثين أن ذلك دليل على رشادة السوق وكفاءته. لذا سوف نخصص هذا المبحث إلى إبراز ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية، متطلباتها، أنواع ومستويات هذه الكفاءة.

المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

وفقا لمفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين وسيتم التعرض في هذا المطلب إلى كل من تعريف وخصائص كفاءة أسواق الأوراق المالية.

1 - تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

وسنحاول إيضاحها فيما يلي: (كسري، 2016، الصفحات 43-44)

● يمكن تعريف السوق الكفاء بأنه "السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها الشركات كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية لحركة الأسهم من خلال أجهزة الإعلام المختلفة، ويظهر في السوق ما يسمى بالسعر العادل للورقة، حيث تكون القيمة السوقية للورقة المالية معادلة للقيمة الحالية للمكاسب المتوقعة".

● كما يعرف بأنه "السوق الذي يحقق تخصيصا كفؤا للموارد المتاحة، أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا ويعتبر السوق كفؤا للموارد المتاحة عندما تكون القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الحقيقية". (حمداوي و بوفيس، 2018، صفحة 162)

وبالتالي يمكن القول أن "سوق الأوراق المالية الكفاء هو السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للمعلومات المتاحة، فيصعب على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نظرا لتوافر المعلومات وانتشارها بسرعة بينهم".

2 - خصائص كفاءة سوق الأوراق المالية

تتسم السوق الكفاءة بالخصائص التالية: (روثال و دغوم، 2020، الصفحات 09-10)

- **السيولة:** تعتبر أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين وتعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة.
 - **استمرارية السعر:** تعتبر أحد المكونات الرئيسية للسيولة وتعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيرا من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار.
 - **عمق السوق:** السوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين "أوامر البيع" والمشتريين "أوامر الشراء" المستعدين دائما للتداول بأسعار أعلى وأدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية.
 - **شمولية السوق:** وتتميز بالشمولية إذا نتج عن عوامل العرض والطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتداولين من البائعين والمشتريين في السوق قليلا وكان حجم التداول الناتج صغير فإن السوق تكون ضيقة.
 - **حيوية السوق:** عندما يختل التوازن بين العرض والطلب في السوق يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن وعندما تنهمر الأوامر إثر أي تغير طفيف في الأسعار فإن ذلك يدل على حيوية السوق.
 - **المعلومات "التسعير":** يعتبر توفر المعلومات عن الأوراق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين في آن واحد بسرعة وبتكلفة ضئيلة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة السوق.
 - **انخفاض تكاليف التداول:** لا يمكن للأسواق ذات الكفاءة الخارجية أن تخصص رأس المال السائل بكفاءة إلا إذا كان من الممكن تداول الأوراق المالية بسرعة وبتكلفة معقولة.
- من خلال ما سبق نستنتج أن سوق الأوراق المالية لكي يتصف بالكفاءة يجب توفر شروط معينة كسيولة الأموال الموجودة في السوق، وأن يكون السعر مستمرا، عميقا، شاملا وحيويا.

المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

إن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على مدى توافر المعلومة والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توفرها وتكاليف الحصول عليها.

● إن سوق الأوراق المالية الكفاء هو الذي يحقق تخصيصاً كفواً للمواد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى مجالات أكثر ربحية، وفي هذا الصدد يلعب السوق الكفاء دورين هما: (بن فريجة، 2021، صفحة 170)

✓ **الدور المباشر:** ويقوم هذا على حقيقة مفادها أن المستثمرين عند قيامهم بشراء أسهم منشأة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية، وهذا يعني أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

✓ **الدور الغير مباشر:** ويتمثل في إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة ويعد بمثابة مؤشر أمان للمقرضين، ما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض من المؤسسات التي لا يتوافر لها فرصة مواتية للاستثمار لصعوبة إصدار وتصريف المزيد من الأسهم، وحتى إذا تم ذلك فعادة ما يكون من خلال تقديم خصم على سعر الأسهم، ما يعني حصيلة إصدار أقل وتكلفة أكبر للأموال، وإذا لجأت مثل هذه المنشآت إلى الاقتراض كمصدر بديل أو مكمل، فسوف يكون بسعر فائدة مرتفع.

● إن كفاءة سوق الأوراق المالية تتوقف على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توفرها وعدالة قرض الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها ويستلزم تحقيق الكفاءة بهذا المفهوم أن تتوافر في السوق سمتين أساسيتين هما: (بن فريجة، 2021، الصفحات 170-171)

✓ الكفاءة التسعيرية: "Price Efficiency"

يطلق عليها أيضا الكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة ودون فاصل زمني كبير، بما يجعل أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة. ليس هذا فقط بل إن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين. وأهم عامل في تعزيز الكفاءة التسعيرية هو سرعة تحرك الأسعار استجابة للمعلومات الجديدة المتوافرة، فهذه الأسعار لا تسلك نمطا معيناً بل تسير سيرا عشوائياً. فمن علامات كفاءة السوق التسعيرية عدم القدرة على التنبؤ بالأسعار التي ستسود مستقبلاً حتى ولو قام المستثمر بعمل جميع أنواع التحاليل المالية أو الإحصائية سعياً وراء ذلك.

✓ الكفاءة التشغيلية: "Efficiency Operational"

يطلق عليها الكفاءة الداخلية efficiency internal، والكفاءة ذات العلاقة بالنواحي التشغيلية (التنظيمية) في السوق ولذلك يجوز أن نطلق عليها مصطلح الكفاءة التشغيلية، وتعني أن التعامل في أسواق الأوراق المالية يتم بتكلفة منخفضة وبفترة زمنية قصيرة وبموجب أنظمة معينة وهذا معناه أن العمولات والرسوم التي يدفعها البائع (أو المشتري) إلى الوسطاء وإلى إدارة السوق عند إتمام العملية تكون منخفضة نسبيا هذا أولا، أما ثانيا فهو أن تتم عملية البيع (أو الشراء) وما يتبعها من نقل الملكية من البائع إلى المشتري في فترة زمنية معقولة وهذا معناه أيضا توفر بائع مستعد للبيع أمام كل عرض شراء ووجود مشتر جاهز للشراء أمام كل أمر بيع، وهذا ما يساعد كثيرا على توفير السيولة للأوراق المالية التي يتم التعامل بها في السوق. والكفاءة الداخلية بحد ذاتها لها علاقة طردية مع سرعة تنفيذ العمليات وعكسية مع تكاليف تنفيذها مع رسوم وعمولات وضرائب، فكلما ازدادت سرعة التنفيذ وانخفضت تكاليفه كان السوق كفاء داخليا.

المطلب الثالث: أنواع ومستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية

إن تنوع مجالات الاستثمار في سوق الأوراق المالية وطبيعتها فرض على الكفاءة أخذ أشكال ومستويات عديدة.

1 - أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية

في السوق المالي الكفاء يمكن التمييز بين نوعين من الكفاءة: (كسري، 2016، الصفحات 49-51)

1 - 1 الكفاءة الكاملة

ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يحدد تغيير فوري في السعر. فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف. وعليه تتحقق الكفاءة في ظل توافر الشروط التالية: (Iatridis, 2016, p58)

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف؛
- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، أو القيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها؛
- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أي لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة؛
- المستثمر رشيد يسعى نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

يبدو أنه في الواقع العملي قد تختلف شروط السوق الكاملة، إذ قد لا تتاح المعلومات بدون تكلفة فضلا على أنها قد لا تتاح بشكل متماثل بين الأطراف العاملة في السوق الأمر الذي قد يعطي الأسبقية لبعض المستثمرين على البعض الآخر كما تتواجد تكاليف المعاملات وتوجد ضرائب تؤثر على تعاملات السوق وقد تقف حائلا أمام إتمام المعاملات، وعلى جانب آخر تتصف العديد من الأسواق العالمية بسيطرة عدد محدودة من المؤسسات على السوق بشكل يمكنها من التأثير على الأسعار.

أما الشرط الأخير فهو واقعي حيث يسعى كل مستثمر إلى تعظيم المنفعة.

يعني مما سبق أنه قد يصعب تحقيق الشروط الثلاثة الأولى أما الشرط الرابع فهو واقعي وهو المحور الأساسي لكفاءة السوق ويعتبر حد أدنى من الشروط ولذلك نتقل من الكفاءة الكاملة إلى الكفاءة الاقتصادية.

1 - 2 الكفاءة الاقتصادية

يفترض في الكفاءة الاقتصادية للسوق أن المستثمر يسعى إلى تعظيم المنفعة، كما يسعى أيضا إلى الحصول على المعلومات التي تساعد لتحقيق هذا الهدف وفي ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق وممارسة تلك المعلومات لتأثيرها على أسعار الأوراق المالية، أو بمعنى آخر توجد فترة إبطاء قصيرة بين وصول المعلومات وانعكاس هذه المعلومات على الأسعار في السوق. ويعني مما تقدم أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت تتكفل بعدها قوى السوق بإعادة التوازن.

2 - 2 مستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية

هناك علاقة طردية بين مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية من ناحية وكل من نوعية المعلومات المتاحة للمستثمرين ودرجة انعكاس تلك المعلومات على الأسعار المتداولة للأوراق المالية من ناحية أخرى وكفاءة سوق الأوراق المالية عدة مستويات تتراوح بين الضعيف، المتوسط والقوي على النحو التالي: (الحسيني، 2018، الصفحات 688)

1 - 2 الكفاءة ذات المستوى الضعيف

ويطلق عليها بالحركة العشوائية للأسعار. وترتبط تلك الكفاءة بتوافر المعلومات التاريخية سواء من حيث أسعار الأوراق المالية أو حجم التداول. وتصل تلك المعلومات لمستثمري السوق في شكل عشوائي غير منظم وغير مترابط مما يعني صعوبة التنبؤ بها، وبالتالي لا يمكن تحقيق أي أرباح غير عادية إلا بتوافر المعلومات من داخل سوق الأوراق المالية سواء كانت معلومات عامة أو خاصة.

2 - 2 الكفاءة ذات المستوى المتوسط

تشابه نوعية المعلومات المتاحة في الكفاءة ذات المستوى الضعيف، إلا أنه يضاف عليها المعلومات المتاحة للجمهور مثل: السياسة الاقتصادية المتبعة سواء على المستوى العالمي أو المستوى المحلي، والظروف الداخلية لكل من القطاعات المختلفة والشركات التابعة لها، فضلا عن القوائم والتحليلات والتقارير المالية الخاصة بمجموعة الشركات وما يطرأ عليها من تغيرات. وعادة لا تستجيب الأسعار بشكل دقيق نتيجة التحليل الأولي للمعلومات المتاحة للجمهور. ومع استمرار توالي تلك المعلومات بشكل متلاحق فإن المستثمر يعجز عن تحليل المعلومات سواء التي حصل عليها سابقا أو لاحقا. وبالتالي فإن المستثمر لا يمكنه تحقيق أرباح غير عادية. وبناء على ذلك فإنه يجب على المستثمر عدم إنفاق المزيد من الجهد أو المال لتحليل ما يصل إليه من المعلومات.

2 - 3 الكفاءة ذات المستوى القوي

وتتشابه نوعية المعلومات المتاحة في هذا النوع من الكفاءة مع نظيرتها في الكفاءة ذات المستوى المتوسط، إلا أنه يضاف إليها كل من معلومات المحللين ممن تتوافر لديهم الخبرة والمهارة الفائقة، والمعلومات الخاصة بأعضاء مجلس إدارة ومساهمي سوق الأوراق المالية. وفي ضوء نوعية المعلومات المتاحة في الكفاءة ذات المستوى القوي، فإنه يستحيل أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية تكون أعلى قيمة مما يحققه المستثمرين الآخرين. ويمكن إنجازها في الجدول التالي:

جدول رقم 2 - 1: مستويات الكفاءة في سوق الأوراق المالية

معلومات داخلية خاصة	معلومات حالية عامة	معلومات تاريخية	
		X	الكفاءة بمستوى ضعيف
	X	X	الكفاءة بمستوى شبه قوي
X	X	X	الكفاءة بمستوى قوي

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على: (آل شبيب، 2009، صفحة 209)

خلاصة الفصل الثاني:

لقد كان هذا الفصل عبارة عن خلفية نظرية لسوق الأوراق المالية التي تعد عماد السوق المالي وتحتل مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة وخصوصا تلك التي تركز على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال المطلوبة لأغراض تنموية، فهي تعتبر بمثابة وسيط بين أطراف الادخار من أفراد ومؤسسات وبين المشروعات المختلفة التي تحتاج إلى رؤوس أموال لتمويلها.

كما أن التعامل في سوق الأوراق المالية يتم من خلال أدوات مالية والتي تشكل أساسا من أدوات ملكية (أسهم) أدوات مديونية (سندات) والأدوات المشتقة (عقود الخيار، العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود المبادلة).

كما تشير أدبيات الاستثمار المالي إلى وجود أنموذجين أساسيين في سوق الأوراق المالية وهما التحليل الأساسي الذي يهتم بدراسة الظروف المحيطة بالشركة، وكذا ظروف الشركة ذاتها، أما التحليل الفني فيركز على دراسة السجل المالي للتغير في السعر الذي يتم به تداول الورقة المالية على أمل اكتشاف نمط هذا التغير والذي يساعد على استخلاص نتائج مفيدة بما سيكون عليه ذلك السعر مستقبلا.

الفصل التطبيقي:

دراسة تطبيقية لدور صناديق الاستثمار في
تفعيل سوق الأوراق المالية السعودي

تمهيد:

تحتل سوق الأوراق المالية في جميع الدول بالاهتمام نظرا لما تقوم به من دور مهم ورئيسي في دفع عجلة التنمية الاقتصادية عن طريق تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو قنوات استثمارية مثل صناديق الاستثمار، وذلك لما لها من أهمية كبيرة في استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية لتحسين أداء السوق، وزيادة مستوى كفاءتها.

ونظرا لكون المملكة العربية السعودية سباقة ورائدة عربيا في خوض تجربة إنشاء صناديق الاستثمار. فإننا اخترنا أن تكون الدراسة التطبيقية الخاصة بدارستنا في سوق الأوراق المالية السعودي ذلك أنه يوفر لنا البيئة المناسبة، محاولين بذلك معرفة الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار في تفعيل السوق، من خلال تقسيم الفصل إلى مبحثين كما يلي:

المبحث الأول: لمحة حول سوق الأوراق المالية السعودي

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي

المبحث الأول: لمحة حول سوق الأوراق المالية السعودي

يتميز سوق الأوراق المالية السعودي بمخائص ومزايا متعددة جعلته من أنشط وأكبر الأسواق على مستوى الدول العربية، سواء كان ذلك من حيث عدد الشركات المدرجة وحجم التداول، أو من خلال القيمة السوقية وما إلى ذلك. لذا سنقوم في هذا المبحث بعرض نشأة وتطور سوق الأوراق المالية السعودي، هيكله التنظيمي وتقييم أدائه.

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأوراق المالية السعودي

مر سوق الأوراق المالية السعودي في نشأته وتطوره بالعديد من المراحل حتى وصل إلى ما هو عليه الآن. لذا سنلخص المطلب فيما يلي:

يعد سوق الأوراق المالية السعودي من الأسواق الحديثة النشأة. بدأ التعامل فيه عندما تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية - وهي الشركة العربية للسيارات - عام 1354 هـ (1935).

ومع النمو السريع لاقتصاد المملكة تسارع تأسيس الشركات والبنوك المساهمة والتي وصل عددها إلى 122 شركة بنهاية النصف الأول من عام 2008.

وكان تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية السعودي يتم بداية بصورة مباشرة وفورية بين البائع والمشتري، ومع استمرار النمو تم تشغيل نظام إلكتروني عرف بنظام "تداول" في عام 1422 هـ (2002) يتيح تسجيل وتداول ومقاصة وتسوية الأسهم بشكل فوري ويرتبط مباشرة بالبنوك التجارية السعودية ويستقبل أوامر البيع والشراء للأسهم، ومن ثم تنفيذ الصفقات وتحويل ونقل ملكية الأسهم بطريقة آلية ودقيقة. وفي عام 1424 هـ (2004) صدرت الموافقة على نظام السوق وكان من أبرز ملامحه إنشاء "هيئة السوق المالية" لتضطلع بمهام تنظيم السوق وتطويره وتنظيم إصدار الأوراق. <https://cma.org.sa/Awareness/IFS/Pages/default.aspx>

• مراحل تطور سوق الأوراق المالية السعودي:

فيما يلي نعرض تطوراً تاريخياً لأهم المراحل التي مر بها سوق الأوراق المالية السعودي: (عطية، 2020، الصفحات 170_167)

المرحلة الأولى: البداية - 1954 أوائل الثمانينات: بلغ عدد الشركات المساهمة خلال الفترة (1954_1975) أربعة عشر شركة برأسمال بلغ 7,1 مليون ريال وحتى نهاية السبعينات الميلادية كان معظم تداول الأسهم يتم عن طريق الاتصال المباشر بين البائع والمشتري أو عن طريق عدد قليل من مكاتب الوساطة.

المرحلة الثانية: أوائل الثمانينات - 2000: تميزت هذه المرحلة بما يلي:

- تأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم سنة 1983، وصدر مرسوم ملكي بإنشاء لجنة رقابة وزارية على سوق الأوراق المالية السعودي، وعليه تشكل هيكل سوق الأوراق المالية السعودي.
- في عام 1984 أصدرت مؤسسة النقد السعودي تعميماً يوضح أسلوب تداول الأسهم في السوق السعودية، وعهد إلى ثلاثة أجهزة رئيسية إدارة تلك العمليات وتمثل فيما يلي:
 - **وزارة التجارة:** تتولى العناية بتنظيم السوق الأولي "الإصدار" وتسجيل الشركات وعمليات طرح الأسهم للاكتتاب العام والخاص وزيادة رأس مال الشركات وغيرها
 - **وزارة المالية:** هي الجهة الرقابية على أعمال مؤسسة النقد التي تقوم بدور هام في ممارسة الرقابة على السوق من الناحيتين التشغيلية والوظيفية.
 - **مؤسسة النقد العربي السعودي:** تتولى من خلال إدارتها المختصة مسؤولية الإشراف والرقابة على سوق الأوراق المالية السعودي.

وفي عام 1990 تم العمل بنظام آلي للتداول وهو أول نظام إلكتروني في العالم حيث تم تطبيق نظام ESIS أو ما يعرف بالنظام الآلي لمعلومات الأسهم وهو نظام إلكتروني يختص للتداول والقيام بعمليات المقاصة والتسوية، والذي أصبح نتيجة لذلك أول سوق الكتروني في منطقة الشرق الأوسط، وأصبحت عملية الصفقات تتم في لحظات، وتتم التسويات في نفس اليوم، واستمر العمل به حتى أواخر 2001.

المرحلة الثالثة: أواخر 2001_2005: سنة 2002 تم تبني نظام تداول جديد سمي باسم تداول وهو نظام إلكتروني متكامل للتداول والتسوية والمعلومات حيث يقوم بربط وحدات التداول المركزي بالبنوك (وهي الجهات التي تقوم بدور السمسار في صناعة تداول الأسهم في المملكة) بالحاسب المركزي في مؤسسة النقد، مما يمكن الوسطاء في هذه الوحدات من إدخال أوامر العملاء مباشرة في النظام.

وبهدف تنظيم سوق الأوراق المالية في المملكة على أسس حديثة تواكب التطور الاقتصادي، وتعزيز ثقة المستثمرين وتوفير المزيد من الشفافية والإفصاح والعدالة في معاملات الأوراق المالية، تأسست هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 31/07/2003، وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري ترتبط مباشرة برئيس الوزراء، وتتولى الإشراف على تنظيم السوق وتطويره وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام النظام.

وفي عام 2005 عززت الهيئة من توفير البيانات والمعلومات، واستخدام قنوات حديثة للاكتتاب من أهمها الإنترنت والصراف الآلي والهاتف.

وتعد هذه المرحلة – من مراحل تطور سوق الأوراق المالية السعودي – العصر الذهبي للسوق، حيث أنها تصدرت الأسواق العربية المدرجة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي من حيث قيمة وعدد الأسهم المتداولة والقيمة السوقية للأسهم المصدرّة، فقد بلغت نسبتها في المؤشر المركب للصندوق 35,37%.

المرحلة الرابعة: 2006-2015: في عام 2007 وافق مجلس الوزراء السعودي على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم شركة السوق المالية السعودية (تداول)، بوصفها شركة مساهمة برأس مال قدره مليار ومائتا مليون ريال سعودي، ومن أهم أغراض الشركة توفير وتهيئة وإدارة آليات تداول الأوراق المالية، والقيام بأعمال التسوية والمقامة للأوراق المالية وإيداعها، وتسجيل ملكيتها ونشر المعلومات المتعلقة بها، وقضى القرار بأن يتم طرح جزء من أسهم الشركة للاكتتاب العام في الوقت الذي تحدد الجمعية غير العادية للشركة.

ويوضح نظام السوق الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) المؤرخ في: 2003/06/16، الوضع القانوني والأهداف والمسؤوليات المنوطة بالسوق ومركز إيداع الأوراق المالية وانضمت تداول عضوا منتسبا في المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية، وعضوا في الاتحاد الدولي لسوق الأوراق المالية.

وفي عام 2008 حدثت الأزمة العالمية التي عصفت بالاقتصاد العالمي، حيث كانت لها تأثيرات مباشرة في الإقصاء السعودي، من خلال حدوث تباطؤ في نمو الاقتصاد السعودي وتراجع في الصادرات السعودية (البتروولية وغير البتروولية)، وانخفاض في تدفق الاستثمار الأجنبي لمملكة، إضافة إلى بقاء سعر صرف الريال منخفضا اتجاه معظم عملاء الشراء التجاريين للمملكة، ليهبط المؤشر العام حوالي 52%.

وفي عام 2013 قامت الشركة المالية السعودية (تداول) بالتوقيع على اتفاقية مع شركة نازداك أو أم إكس لترقية أنظمة التداول آليا وتوفير الدعم الفني لها عدة سنوات بعد تشغيلها، وقامت ببحث اتفاقيات تعاون مع عدد من أسواق الأوراق المالية الإقليمية والدولية بهدف تبادل المعلومات والخبرات والاطلاع على تجاربها والتعاون بينهما، وأطلقت الشركة نظام الإفصاح وذلك لتعزيز مستوى الشفافية في السوق، وهو نظام آلي موحد يمكن مصدري الأوراق المالية المدرجة في السوق من الإفصاح عن المعلومات والقوائم المالية الخاصة بهم على الموقع الإلكتروني للشركة (تداول).

كما شهدت نهاية العام 2014 تنفيذ 70% من مبادرات إستراتيجية تقنية المعلومات التي أطلقت في عام 2012.

المرحلة الخامسة (2015-2017): في عام 2015 اعتمد سوق الأوراق المالية السعودي (تداول) نظاماً آلياً جديداً للتداول هو "x_steam inet" الذي يعد من أحد أنظمة التداول التي طورتها شركة NASDAQ، المتميز بفعالياته وسرعته في تنفيذ الأوامر بشكل دقيق وأمن، ويتم تداول الأوراق المالية المدرجة في السوق من خلال ربط أوامر البيع بالشراء حسب الأولوية السعرية، والترتيب الزمني للأوامر عن طريق صفقات يتم إبرامها بين الوسطاء لصالح عملائهم وإتاحة "تداول" أوامر جديدة تمثلت في تنفيذ أوامر السوق بأفضل سعر ثم إلغاء الكمية المتبقية في حال إدخال الأوامر في فترة ما قبل الافتتاح، بينما يتم تحويلها إلى أمر محدد في حال إدخالها أثناء التداول المستمر

كما تم في جانفي 2017 تطبيق نظام المعيار الدولي للتقارير المالية (IFRS) في الشركات المدرجة، وتطبيق المعيار العالمي للقطاعات في السوق السعودية لتمكين كل المستثمرين من تحليل وتقييم ومقارنة مؤشرات الأداء الاستثماري بين القطاعات في سوق الأوراق المالية السعودي ومثيلاتها من القطاعات بالأسواق العالمية وتطبيق قواعد جديدة لحوكمة الشركات بقرار من هيئة السوق المالية في فيفري 2017 بهدف تعزيز حقوق المساهمين وأعضاء مجالس الإدارة ورفع مستوى الشفافية.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية السعودي

من أجل تنظيم سوق الأوراق المالية السعودية هناك مجموعة من الجهات التنظيمية والتشريعية التي تتولى عملية التنظيم والمراقبة، وتمثل في ما يلي:

1 - هيئة السوق المالية:

أنشأت هيئة السوق المالية بموجب نظام السوق المالية وترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المادي والإداري، وتمتلك جميع الصلاحيات اللازمة للإشراف على تنظيم وتطوير السوق، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام النظام بهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة به، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية غير المشروعة في السوق. <https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center?locale=ar>

2 - مركز إيداع الأوراق المالية:

وهي الجهة الوحيدة المصرح لها مزاوله عمليات إيداع الأوراق المالية السعودية المتداولة في السوق ونقلها وتسويتها وتسجيل ملكيتها وفق نظام السوق المالية والأنظمة والقواعد ذات العلاقة. "يوضح نظام السوق المالية الصادر بموجب المرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 1424/6/2 هـ الصفة النظامية والأهداف والمسؤوليات المنوطة بمركز إيداع الأوراق المالية. <https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/tadawul/knowledge-center?locale=ar>

3 - لجان سوق الأوراق المالية: وهي نوعان:

• لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية:

أنشأت بموجب المادة الخامسة والعشرين من نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 بتاريخ 1424/6/2 هـ، وتتكون من مستشارين متخصصين في فقه المعاملات والأسواق المالية وخبراء في القضايا التجارية والمالية والأوراق المالية. وتنظر اللجنة في الحقين العام والخاص. وتمتلك اللجنة سلطة استدعاء الشهود مع الأمر بتقديم الأدلة والوثائق، جمع الصلاحيات الضرورية للتحقيق والفصل في الدعوى وفرض العقوبات، وإصدار قرار التعويض وإعادة الحال لما كانت عليه، أو إصدار قرار آخر يكون مناسباً ويضمن حق المتضرر. <https://crsd.org.sa/ar/Pages/default.aspx>

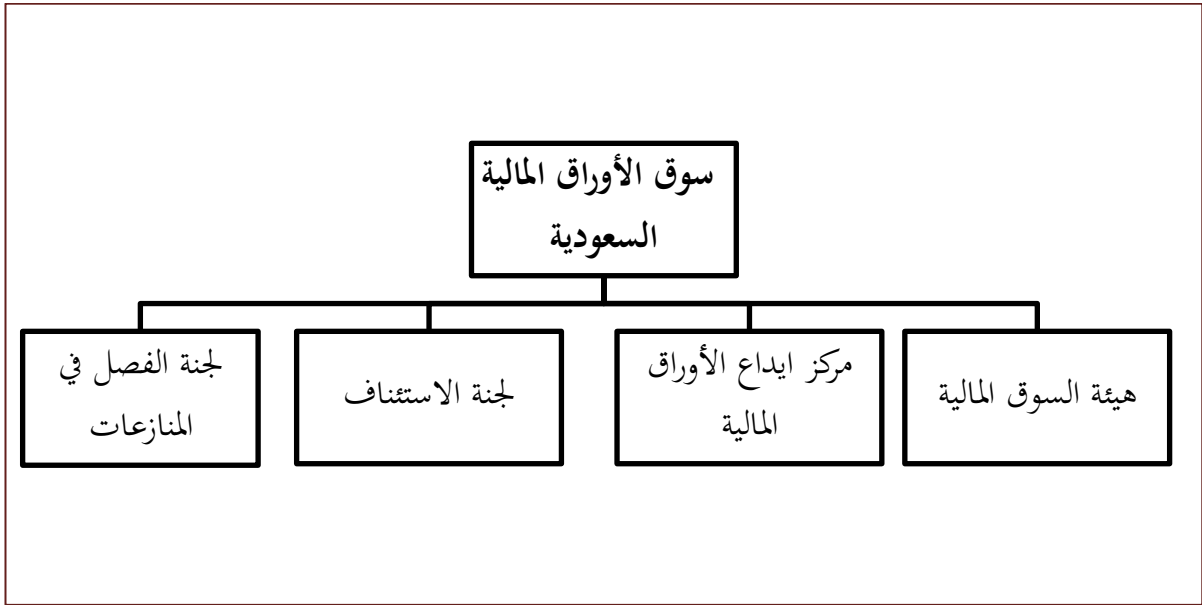
• لجنة الاستئناف بمنازعات الأوراق المالية:

وقد باشرت ممارسة أعمالها مهامها بتاريخ 1426/11/3 هـ حيث نصت المادة الخامسة والعشرين فقرة "ز" و"و" على تشكيل هذه اللجنة لتتصدى لطلبات استئناف قرارات لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية المقدمة خلال ثلاثين يوماً من تاريخ الإبلاغ بقرارات لجنة الفصل. ويأتي تشكيل اللجنة امتداداً لضمان حق المترافعين في منازعات الأوراق المالية

في الحصول على جملة من الضمانات. وتمثل صلاحيات اللجنة في: رفض النظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، تأكيد القرارات التي تصدرها هذه اللجنة، وإعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد استنادا على المعلومات الثابتة في ملف الدعوى أمام لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، وإصدار القرار الذي تراه مناسباً في موضوع الشكوى أو الدعوى. <https://crsd.org.sa/ar/Pages/default.aspx>.

والشكل التالي يوضح باختصار الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية السعودي:

شكل رقم 3 - 1: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية السعودي



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على ما سبق

المطلب الثالث: تقييم أداء سوق الأوراق المالية السعودي

هناك مجموعة من المؤشرات التي يمكن من خلالها الوقوف على مدى تطور وتحسن أداء سوق الأوراق المالية وتطورها. وعليه سنوضح في هذا المطلب التطورات التي عرفها سوق الأوراق المالية السعودي على مستوى عدد من المؤشرات.

1 - الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي:

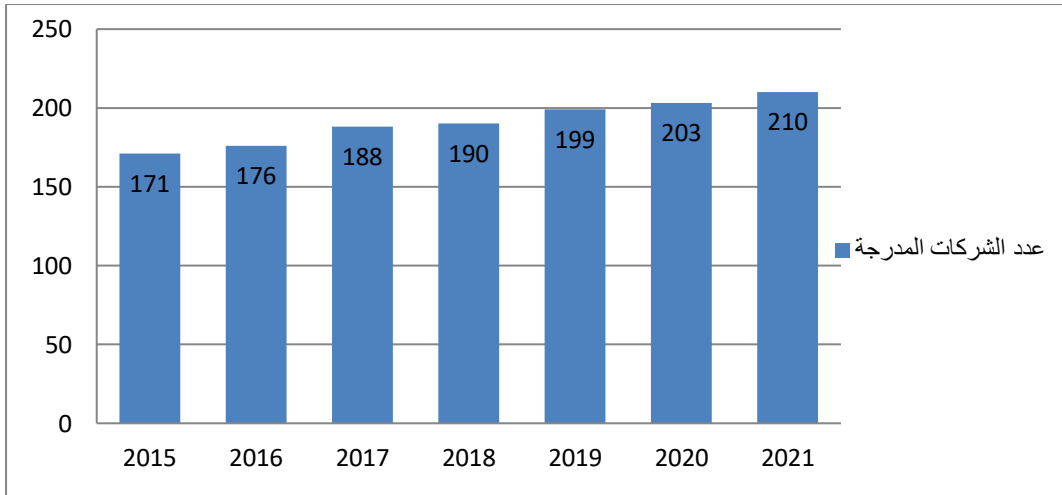
• عدد الشركات المدرجة:

جدول رقم 3 - 1: عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية (2015-2021)

السنوات	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
عدد الشركات المدرجة	171	176	188	190	199	203	210

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على:- (هيئة السوق المالية "التقرير السنوي"، 2017، صفحة 6)- (هيئة السوق المالية "التقرير السنوي"، 2018، صفحة 5)- (هيئة السوق المالية "التقرير السنوي"، 2019، صفحة 5)- (هيئة السوق المالية "التقرير السنوي"، 2020، صفحة 6)- (تداول السعودية "التقرير الإحصائي"، صفحة 4)- (تداول السعودية "التقرير الإحصائي"، 2016، صفحة 4)، تداول السعودية "التقرير الإحصائي"، 2021، صفحة 5)

شكل رقم 3 - 2: عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية (2015-2021)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول رقم 04

من خلال الجدول والشكل أعلاه نلاحظ أن سوق الأوراق المالية السعودي عرف ارتفاعاً في عدد الشركات المدرجة خلال مدة الدراسة ليبلغ عددها 210 شركة سنة 2021، بعد أن كان لا يتجاوز 171 شركة سنة 2015، الأمر الذي يعد محصلة لإدراج شركات جديدة التزمت بشروط ومعايير القيد بالبورصة حيث ارتفعت وتيرة الإدراجات باكتمال 21

إدراجا خلال سنة 2021، وذلك بعدما كان عددها منخفضا بسبب الشروط الصعبة والصارمة، كما يعود الأمر أيضا إلى مجموعة من العوامل أهمها: الجهود المبذولة والمتواصلة من طرف هيئة السوق المالية السعودية، بالإضافة إلى تماشي سوق الأسهم السعودي مع التقنيات الحديثة والمتطورة قصد مواكبة التغيرات العالمية مثل تبني تقنية التداول، اعتماد أحدث أنظمة التداول المتطورة.

• الشركات المساهمة الثلاث الأكثر نشاطا

- من حيث عدد الأسهم المتداولة:

جدول رقم 3 - 2: الشركات المساهمة الثلاث الأكثر نشاطا من حيث عدد الأسهم المتداولة سنة 2021

الشركة	عدد الأسهم المتداولة "سهم"	نسبة الشركة من القطاع	نسبة الشركة من إجمالي السوق
دار الأركان	4.683.479.348	49.74%	6.93%
الإينماء	2.579.450.621	36.82%	3.82%
كيان السعودية	2.031.099.287	14.54%	3.01%

المصدر: تداول السعودية "التقرير الإحصائي"، 2021، صفحة 23

- من حيث قيمة الأسهم المتداولة:

جدول رقم 3 - 3: الشركات المساهمة الثلاث الأكثر نشاطاً من حيث قيمة الأسهم المتداولة "ريال" سنة

2021

الشركة	قيمة الأسهم المتداولة	نسبة الشركة من القطاع	نسبة الشركة من إجمالي السوق
الراجحي	94.092.653.813	37.13%	4.21%
الإيماء	51.947.046.310	20.50%	2.32%
سابك	50.028.468.239	10.93%	2.24%

المصدر: (تداول السعودية "التقرير الإحصائي"، 2021، صفحة 23)

من خلال الجدولين السابقين نستخلص ما يلي:

بالنسبة لنشاط الشركات خلال سنة 2021 فقد احتلت شركة الراجحي الصدارة من حيث قيمة الأسهم المتداولة كما ساهمت بنسبة 37,13% في القطاع و 4,21% من إجمالي السوق ثم تلتها شركة الإيماء بأكثر من 51 مليار ريال من حيث قيمة الأسهم المتداولة أي بنسبة 20,50% من القطاع و 2,32% من إجمالي السوق وتأتي في المرتبة الثالثة شركة سابك بما يقارب 50 مليار ريال ونسبة مساهمة في السوق تقدر ب 2,24% و 10,93% فيما يخص مساهمتها في القطاع

ومن حيث عدد الأسهم المتداولة فقد احتلت شركة دار الأركان المرتبة الأولى بأكثر من 4 مليار سهم متداول ثم تلتها شركة الإيماء ب بما يقارب 2,5 مليار سهم متداول واحتلت شركة كيان السعودية المرتبة الثالثة بقرابة المليارين سهم متداول خلال سنة 2021.

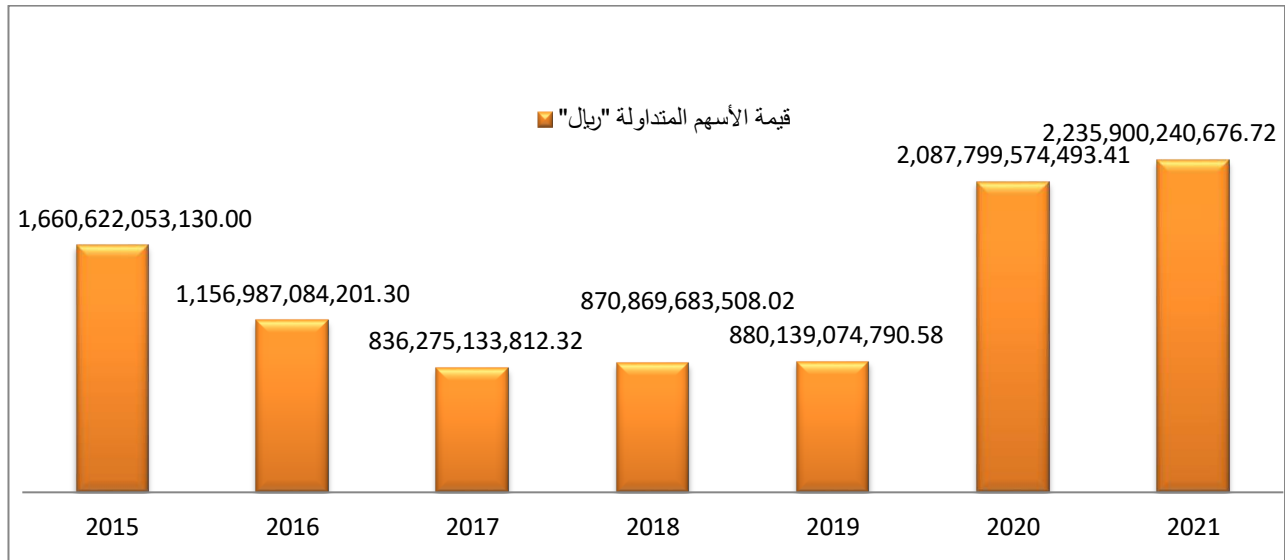
2 - التطور الحاصل في حجم التداول لدى سوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)

جدول رقم 3 - 4: تطور عدد وقيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)

السنة	قيمة الأسهم المتداولة "ريال"	نسبة التغير	عدد الأسهم المتداولة	نسبة التغير
2015	1660622053130.00	-22.64%	67515333956	-2.47%
2016	1156987084201.30	-30.33%	69097839973	2.34%
2017	836275133812.32	-27.72%	45900497229	-33.57%
2018	870869683508.02	4.14%	39770215733	-13.36%
2019	880139074790.58	1.06%	34058146971	-14.36%
2020	2087799574493.41	137.21%	80030190534	134.98%
2021	2235900240676.72	7.09%	67534763053	-15.61%

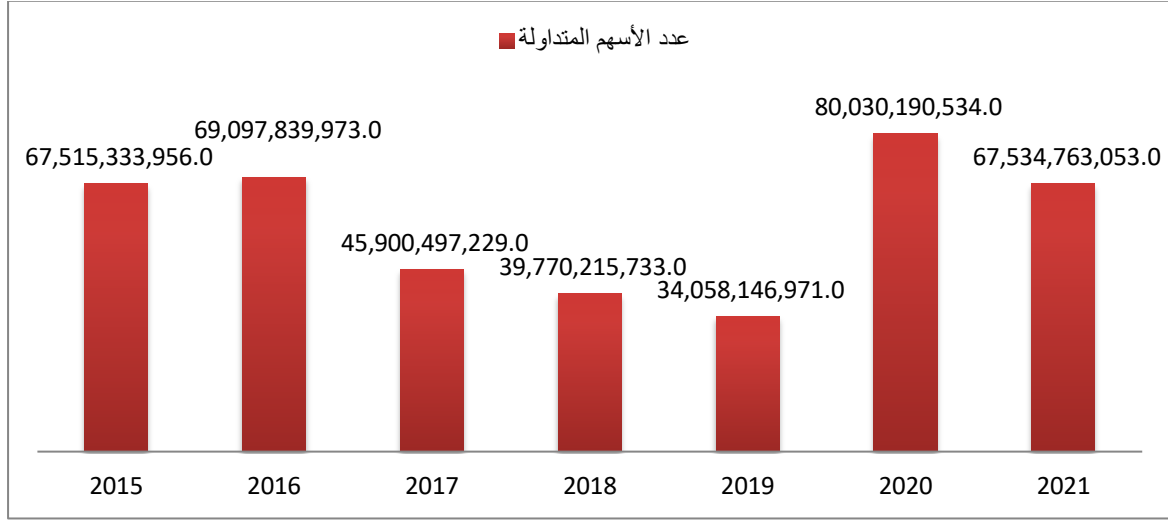
المصدر: (تداول السعودية "التقرير الإحصائي"، 2021، صفحة 20)

شكل رقم 3 - 3: قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول رقم 07

شكل رقم 3 - 4: عدد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول رقم 07

نلاحظ مما سبق انخفاضاً محسوساً في قيمة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي في السنوات الثلاث الأولى المدروسة حيث انخفض بنسبة 22,64% سنة 2015 ثم زادت قيمة الانخفاض لتصل 30,33% في سنة 2016 وانخفض بما يقارب 320 مليار ريال سنة 2017 أما في السنوات الأخيرة للدراسة شهد سوق الأوراق المالية السعودي ارتفاعاً في قيمة الأسهم المتداولة ليصل إلى زيادة بنسبة 137,27% سنة 2020.

أما بالنسبة لعدد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية السعودي شهدت تذبذباً ملحوظاً حيث مرت بأربعة مراحل خلال سنوات الدراسة فقد ارتفع عدد الأسهم المتداولة في سنة 2016 مقارنة بسنة 2015 وذلك بنسبة 2,34% ولكن سرعان ما انخفضت سنة 2017 واستمرت في الانخفاض لتصل قرابة 34 مليار سهم سنة 2019، أما في سنة 2020 شهد سوق الأوراق المالية السعودي ارتفاعاً في عدد الأسهم المتداولة بنسبة 134,98% أي تم تداول أكثر من ضعف الأسهم المتداولة سنة 2019 ليعود في الانخفاض مجدداً سنة 2021 بنسبة 15.61%.

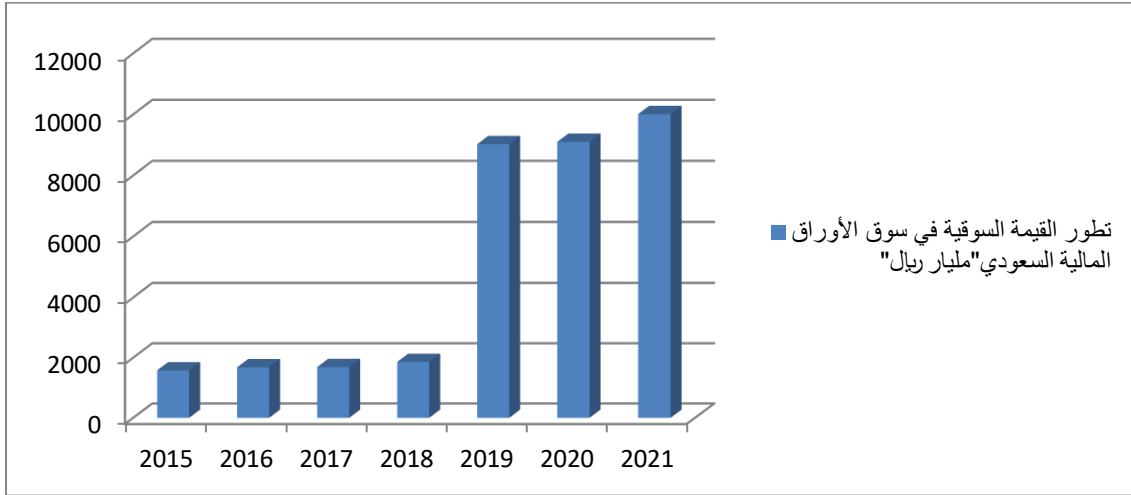
3 - القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)

جدول 3 - 5: تطور القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)

السنة	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
القيمة السوقية "مليار ريال"	1579.1	1682.0	1689.6	1859.0	9025.4	9101.8	10009.2

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على: - (تداول السعودية "التقرير الإحصائي"، 2021، صفحة 18) - (البنك المركزي السعودي "التقرير السنوي"، 2021، صفحة 137)

شكل رقم 3 - 5: تطور القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول رقم 08

يستعمل مؤشر القيمة السوقية لقياس مدى اتساع حجم السوق، فارتفاع قيمته يدل على ارتفاع مستوى السوق سواء من حيث عدد الشركات المدرجة فيه أو ارتفاع الأسعار أو كليهما معا. ويعد سوق الأوراق المالية السعودي أكبر الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية أو ما يعرف "برسمة السوق" وأحجام التداول اليومية ومعدلات، كما يحتل مراتب متقدمة جدا في تصنيفه بين الأسواق الناشئة. فعلى صعيد ترتيب الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية فلا تزال سوق الأوراق المالية السعودية تصدر الأسواق المالية العربية وهذا ما يبينه الشكل والجدول أعلاه فقد ارتفعت القيمة السوقية في السنوات الثلاث الماضية ارتفاعا كبيرا حيث كانت لا تتجاوز الـ 2000 مليار ريال في سنة 2018 (بالتحديد 1859 مليار ريال) ووصلت إلى 10009,2 مليار ريال سنة 2021 أي زيادة بنسبة 438,4% وقد ساهم في ذلك زيادة عدد الشركات المدرجة في هذا السوق، وهذا إن دل فإنما يدل على قدرة سوق الأسهم السعودي على تعبئة المدخرات

وزيادة الاستثمار وارتفاع حجم الإصدارات الجديدة كما أن تطور هذا المعدل يدل على سرعة تطور سوق الأوراق المالية السعودي.

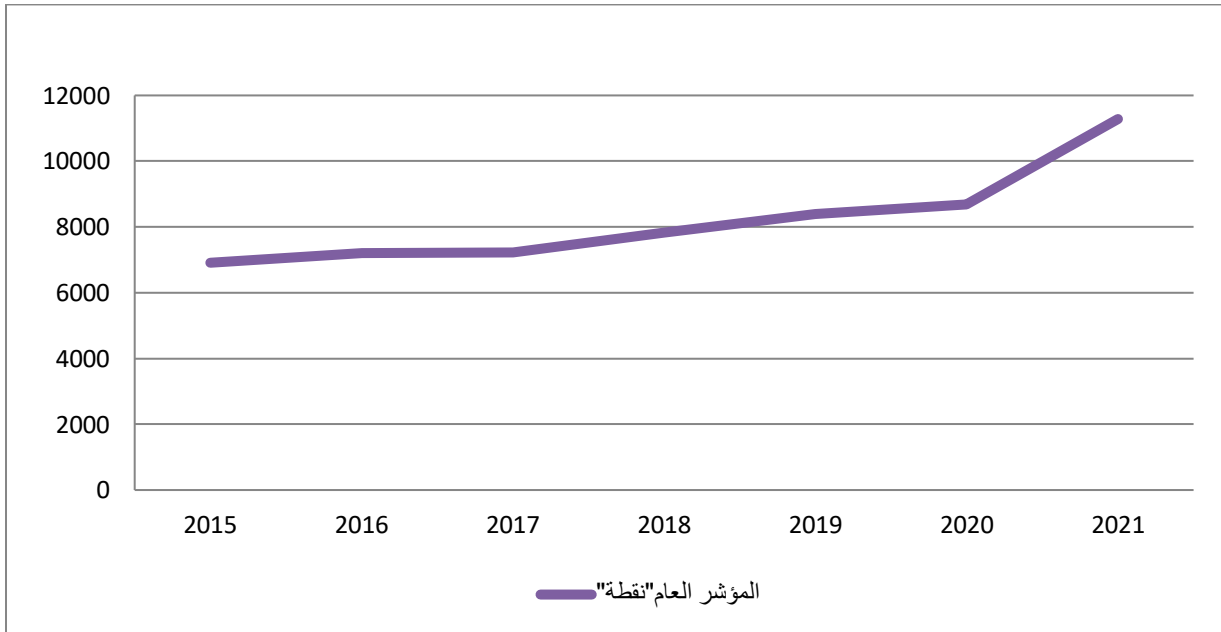
4 - المؤشر العام لسوق الأوراق المالية السعودي "Tasi"

جدول رقم 3 - 6: تطور المؤشر العام لسوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)

السنة	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
المؤشر العام "نقطة"	6911.76	7210.43	7226.32	7826.73	8389.23	8689.53	11281.71

المصدر: (تداول السعودية "التقرير الإحصائي"، 2021، صفحة 18)

شكل رقم 3 - 6: تطور المؤشر العام لسوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول رقم 08

من خلال الجدول والشكل أعلاه نلاحظ أن المؤشر العام لسوق الأوراق المالية السعودي في نمو وتطور، إذ واصل ارتفاعاته القياسية طول الفترة المدروسة وحقق ارتفاعا بنسبة 29,83% نهاية سنة 2021 مقارنة بسنة 2020 وارتفاعا بنسبة 63,23% مقارنة بسنة 2015 وذلك نتيجة عدة تطورات إيجابية دفعته اتجاه تحقيق معدلات نمو قياسية حيث سجل المؤشر العام 11281,71 نقطة نهاية سنة 2021.

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي

تطورت صناعة صناديق الاستثمار في أسواق الأوراق المالية بصورة متسارعة خلال العقد الأخير من القرن الماضي، ويعد سوق الأوراق المالية السعودي من الأسواق العربية الأكثر تطوراً في هذا المجال من حيث العدد والأصول والتنوع والتنظيم.

المطلب الأول: نشأة صناديق الاستثمار والمعايير الأساسية لاختيارها في سوق الأوراق المالية السعودي

1 - نشأة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي

تعتبر المملكة العربية السعودية سباقة إلى خوض تجربة صناديق الاستثمار، حيث أنشأ البنك الأهلي التجاري أول بنك استثماري باسم صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل في ديسمبر 1979، في حين صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار السعودية بعد هذا التاريخ بنحو 14 عاماً أي ببداية عام 1993 واستمرت البنوك التجارية نتيجة لنجاح هذه التجربة في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة.

رغم الأزمة التي ضربت سوق الأسهم السعودية سنة 2006 أو ما يعرف بظاهرة الفقاعة المالية والتي أدت إلى انهيار سوق الأسهم السعودي وتكبد المستثمرين خسارة كبيرة وانهيار مؤشر السوق المالية السعودية، إلا أن صناديق الاستثمار شهدت زيادة في طرحها: من 199 صندوق سنة 2005 إلى 214 سنة 2006 رغم التراجع الكبير في أصولها، أدت الأزمة إلى إحداث تغيرات في سوق الأسهم السعودية وانعكس ذلك على صناديق الاستثمار، حيث جاء نظام السوق المالي الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/30 بتاريخ 1424/6/2 والذي أدى إلى انتقال الإشراف على صناديق الاستثمار من مؤسسة النقد السعودي إلى هيئة السوق المالية، حيث أصدر مجلس هيئة السوق المالية قراره 1_219_2006 بتاريخ 1427/12/3 الموافق ل 2006/12/24 بالموافقة على لائحة صناديق الاستثمار ويأتي إصدار هذه اللائحة انطلاقاً من حرص الهيئة على استكمال المنظومة التشريعية للسوق المالية ووضع أسس ومعايير سليمة لتطوير أداء صناديق الاستثمار في المملكة وتبين اللائحة جميع الأحكام المتعلقة بالترخيص لتأسيس وطرح وحدات صناديق الاستثمار ورفع الاستثمار ورفع التقارير المتعلقة بها للهيئة ومالكى الوحدات ومتطلبات الإفصاح من قبل مديري الصناديق ومتطلبات شروط وأحكام صناديق الاستثمار والإعلانات الخاصة بالنادي، الأحكام المتعلقة لمديري الصناديق، الإشراف على بالصناديق من قبل مجالس إدارات الصناديق وكذلك الأحكام المتعلقة بطرح الوحدات واستردادها وفئات صناديق الاستثمار، ويراعي عند إعداد اللائحة الاستفادة من التجارب المحلية والدولية والاستفادة من ذوي الاختصاص والمهتمين وجميع الجهات والأطراف ذات العلاقة، ومن المتوقع أن يؤدي تطبيق هذه اللائحة إلى الرفع من نسبة مساهمة المؤسسات الاستثمارية في السوق والمساهمة في الحد من المخاطر (بلعيد، 2014، الصفحات 134_135)

2 - المعايير الأساسية لاختيار صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي

يلتزم مدير الصندوق بتوفير مذكرة شروط وأحكام خاصة بكل صندوق تحتوي على معلومات تفصيلية تساعد المستثمر على اتخاذ القرار الصائب في الاختيار والاستثمار في الصندوق الذي يحقق أهدافه الاستثمارية. وتشمل مذكرة شروط وأحكام الصندوق على: <https://cma.org.sa/Awareness/IFs/Pages/IFTerms.aspx>

- 1 - الأهداف والسياسات المخطط لإتباعها من قبل مدير الصندوق في استثمار أموال المشتركين؛
- 2 - الإستراتيجية الاستثمارية؛
- 3 - حجم الصندوق؛
- 4 - أداء الصندوق والمخاطر المحتملة التي يمكن أن تتعرض لها استثماراته؛
- 5 - أتعاب الصندوق، الرسوم والمصاريف المعتمدة؛
- 6 - مجلس إدارة الصندوق؛
- 7 - مراجع الحسابات المعتمد من مجلس إدارة الصندوق؛
- 8 - أسماء أعضاء اللجنة الشرعية والمقابل المادي لاستشارتهم في حال كون الصندوق يعمل وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية؛
- 9 - شروط الاشتراك والاسترداد التي تحدد فترة الاشتراك والاسترداد المسموح بها والمبالغ الدنيا للاشتراك أو الاسترداد؛
- 10 - أيام التقويم لأصول الصندوق وأيام شراء الوحدات أو استردادها؛
- 11 - المؤشر: يقارن مدير الصندوق أداء الصندوق بأداء مؤشر معين يحدد عند إنشاء الصندوق، ويختار مدير الصندوق المؤشر بناء على نوعية استثمارات الصندوق من الناحية الجغرافية أو من ناحية نوع الأدوات المالية المستثمر فيها.

المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي

تتميز صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي بالتنوع الكبير، مما زاد من فرص الاستثمار وتنوعها محليا و أجنبية، وتوجد العديد من الأسس لتصنيف هذه الصناديق نذكرها على النحو التالي:

1 - وفقا لهيكل رأس المال

1 - 1 صناديق الاستثمار المفتوحة

إن الصناديق المفتوحة صناديق استثمارية مرنة من حيث رأس المال المستثمر فقد يزيد أو ينخفض متأثرا بعدد الوحدات المصدرة التي تمثل نسبة مساهمة المستثمرين في الصندوق ويمكن استعادة المستثمر لقيمة استثماره فيها متى ما أراد وهذا النوع هو الأكثر شيوعا في الأسواق المالية ومنها السعودية. ومثالا على ذلك نأخذ صندوق الفريد للأسهم السعودية، وبياناته الأساسية ملخصة في الجدول التالي:

جدول رقم 3 - 7: بيانات صندوق الفريد للأسهم السعودية

الإشراف	شركة	هدف الصندوق	تحقيق نمو في رأس المال على المدى الطويل	سياسات الاستثمار وممارسته	الاستثمار في مؤشر s&p للأسهم السعودية ولا يحق استثمار ما يزيد عن 10% من أصول الصندوق خارج المؤشر الاسترشادي
فئة الصندوق	أسهم	عملة الصندوق	الريال السعودي	الحد الأدنى للاشتراك	7500 ريال سعودي للاشتراك الأولى و الاشتراكات الإضافية يكون بمضاعفات 2000 ريال سعودي
نوع الصندوق	مفتوح	مستوى المخاطر	يعتبر صندوق مرتفع المخاطر	الحد الأدنى للاسترداد	2000 ريال سعودي
تاريخ موافقة الهيئة على بداية الصندوق	04_04 2009_	مدة الصندوق	غير مقيد بمدة محددة	رسوم الاسترداد	—

المصدر: <https://cma.org.sa/Market/imf/Pages/default.aspx>

1 - 2 صناديق الاستثمار المغلقة

يتسم هذا النوع من الصناديق بثبات رأس المال المستثمر، فعدد وحداتها ثابت ولا يتغير وطريقة الخروج من الصندوق لا تكون عن طريق استرداد الوحدات بل عن طريق بيع الوحدات لمستثمر آخر، أو بانتهاء مدة الصندوق، ومثالا على ذلك نأخذ صندوق السعودي الفرنسي للعقار، وبياناته الأساسية ملخصة في الجدول التالي:

جدول رقم 3 - 8: بيانات صندوق السعودي الفرنسي للعقار

الإشراف	شركة السعودي الفرنسي كاييتال	هدف الصندوق	تطوير أراضي ومشاريع عقارية و/أو مشاريع عقارية شبه مكتملة من خلال أخذ دور تطوير في تلك المشاريع وإكمالها بهدف تحقيق أرباح رأس مالية من خلال بيع تلك المشاريع	الحد الأدنى للاشتراك	10000 ريال سعودي
فترة الصندوق	—	عملة الصندوق	الريال السعودي	رسوم الاشتراك	حتى 3% من إجمالي مبلغ الاشتراك
نوع الصندوق	مغلق متوافق مع الشريعة الإسلامية	مستوى المخاطر	متوسط إلى عالي المخاطرة	المؤشر الاسترشادي للصندوق	لا يوجد_عائد مطلق
تاريخ بداية الصندوق	30 سبتمبر 2013	مدة الصندوق	أربعة أعوام ميلادية قابلة للتمديد فترتين متابعين بعد أخذ موافقة مجلس الإدارة وفترة التمديد عام ميلادي كامل	سعر الوحدة عند الطرح الأولي	10 ريال للوحدة

المصدر: <https://cma.org.sa/Market/imf/Pages/default.aspx>

2 - وفقا لمكونات التشكيلة

1 - 2 صناديق الاستثمار المتداولة في سوق الأوراق المالية

• صناديق الأسهم:

وهي صناديق تستثمر بصفة رئيسة في أسهم الشركات سواء كانت محلية أم دولية أم إقليمية. وقد بلغ عدد الصناديق التي تنشط بسوق الأوراق المالية السعودي 129 صندوق للأسهم نهاية سنة 2021. ومن بينها نجد صندوق اتش اس بي سي للأسهم الخليجية ذات الدخل "HSBC GCC EquityIncome Fund" والملخصة بياناته في الجدول الموالي:

جدول رقم 3 - 9: بيانات صندوق اتش اس بي سي للأسهم الخليجية ذات الدخل

الإشراف	شركة اتش أس بي سي العربية السعودية	هدف الصندوق	تحقيق نمو في رأس المال على المدى الطويل	الحد الأدنى للاشتراك	5000 ريال سعودي
فئة الصندوق	أسهم	عملة الصندوق	الريال السعودي	الحد الأدنى للاسترداد	2500 ريال سعودي
نوع الصندوق	مفتوح	مستوى المخاطر	يعتبر صندوق مرتفع المخاطر	رسوم الاشتراك	لا تزيد عن 2% كحد أعلى من مبلغ الاشتراك
تاريخ بداية الصندوق	08 سبتمبر 2012	سعر الوحدة	10 ريال للوحدة	رسوم الاسترداد	لا يوجد رسوم مفروضة على الاسترداد المبكر

المصدر: <https://cma.org.sa/Market/imf/Pages/default.aspx>

• صناديق أدوات الدين:

وهي صناديق تستثمر في أدوات الدين التي تصدرها الشركات والجهات الحكومية وشبه الحكومية، أو أي جهة أخرى يحق لها إصدار أي نوع من أدوات الدين. وبلغ عدد صناديق الاستثمار في أدوات الدين 14 صندوق خلال سنة 2021، من بينها صندوق تمويل التجارة الدولية وفيما يلي البيانات الخاصة به:

جدول رقم 3 - 10: بيانات صندوق تمويل التجارة الدولية

الإشراف	شركة الأهلي المالية	هدف الصندوق	تنمية رأس المال وتحقيق عوائد تنافسية ومتوافقة مع ضوابط اللجنة الشرعية	الحد الأدنى للاشتراك	7500 ريال سعودي
فئة الصندوق	أدوات الدين	عملة الصندوق	الريال السعودي	الحد الأدنى للاسترداد	3750 ريال سعودي
نوع الصندوق	مفتوح	مستوى المخاطر	متوسط	رسوم الاشتراك	لا يوجد
تاريخ بداية الصندوق	04 أبريل 2009	سعر الوحدة عند الطرح الأولي	10 ريال للوحدة	رسوم الاسترداد	0.10% عند الاسترداد خلال 30 يوم عمل

المصدر: <https://cma.org.sa/Market/imf/Pages/default.aspx>

2 - 2 صناديق سوق النقد

وهي صناديق تستثمر في سوق النقد، وتتسم بسيولتها العالية، وقصر آجالها الاستثمارية، وانخفاض درجة مخاطرها مقارنة بأنواع الصناديق الأخرى، ويترتب على ذلك انخفاض عوائدها نسبياً، بلغ نهاية 2021 عدد صناديق الاستثمار بسوق النقد 42 صندوق، أحدثها صندوق بلوم أنفست للمراجحة، وبياناته الأساسية ملخصة في الجدول التالي:

جدول رقم 3 - 11: بيانات صندوق بلوم أنفست للمراجحة

الإشراف	شركة بلوم للاستثمار السعودية	هدف الصندوق	تحقيق عوائد استثمارية منخفضة إلى متوسطة المخاطر مع الحفاظ على رأس المال وتوفير السيولة	الحد الأدنى للاشتراك	10000 ريال سعودي
فئة الصندوق	أسواق النقد	عملة الصندوق	الريال السعودي فقط	الحد الأدنى للاسترداد	5000 ريال سعودي
نوع الصندوق	مفتوح	مستوى المخاطر	منخفض إلى متوسط المخاطر	رسوم الاشتراك والاسترداد	لا يوجد
تاريخ بداية الصندوق	05 سبتمبر 2021	سعر الوحدة عند الطرح الأولي	10 ريال سعودي	رسوم إدارة الصندوق	0.30% سنويا من صافي قيمة أصول الصندوق

المصدر: <https://cma.org.sa/Market/imf/Pages/default.aspx>

3 - وفقاً للغرض من الاستثمار

3 - 1 صناديق الدخل:

تسعى هذه الصناديق للحصول على دخل عن طريق الاستثمار بصورة أساسية في أسهم الشركات التي لها سجل متميز من عائدات التوزيعات. ومثالا على ذلك نأخذ صندوق الخبير للدخل المتنوع المتداول، وبياناته الأساسية ملخصة في الجدول التالي:

جدول رقم 3 - 12: بيانات صندوق الخبير للدخل المتنوع المتداول

الإشراف	شركة الخبير المالية	هدف الصندوق	تحقيق دخل دوري للمستثمرين من خلال الاستثمار في أصول مدرة للدخل متوافقة مع ضوابط الهيئة الشرعية	رأس مال الصندوق المستهدف	100 مليون ريال سعودي
فئة الصندوق	—	عملة الصندوق	الريال السعودي	الحد الأدنى للاسترداد	—
نوع الصندوق	مغلق متوافق مع ضوابط الهيئة الشرعية	مستوى المخاطر	يعتبر صندوق مرتفع المخاطر	رسوم الاشتراك	1% من مبالغ الاشتراك النقدية
تاريخ بداية الصندوق	—	سعر الوحدة عند الطرح الأولي	10 ريال للوحدة	رسوم الاسترداد	—

المصدر: <https://cma.org.sa/Market/imf/Pages/default.aspx>

3 - 2 صناديق النمو:

تبحث صناديق النمو عن تنمية رأس مالها طريق الاستثمار في الشركات المتوقع أن ترتفع قيمتها السوقية بحيث يعتمد الصندوق في أدائها اعتمادا رئيسيا على تحقيق الأرباح الرأسمالية ولا يعد دخل التوزيعات عاملا مهما. ومثالا على ذلك نأخذ صندوق سيكو المالية الخليجي لنمو الأرباح، وبياناته الأساسية ملخصة في الجدول التالي:

جدول رقم 3 - 13: بيانات صندوق سيكو المالية الخليجي لنمو الأرباح

الإشراف	شركة سيكو المالية	هدف الصندوق	توفير توزيعات الأرباح وارتفاع رأس المال على المدى الطويل	نسبة الرفع المالي للصندوق	10%
فئة الصندوق	أسهم	عملة الصندوق	الريال السعودي	الحد الأدنى للاشتراك	1000 ريال سعودي
نوع الصندوق	مفتوح	مستوى المخاطر	عالية	رسوم الاشتراك	0,0%
تاريخ بداية الصندوق	2019_04_21	صافي سعر الوحدة	17,488	المؤشر الاسترشادي للصندوق	مؤشر s&p GCC shariah composite index

المصدر: <https://cma.org.sa/Market/imf/Pages/default.aspx>

3 - 3 صناديق الدخل والنمو:

تسعى صناديق الدخل والنمو إلى تحقيق الربح عن طريق الجمع بين تنمية رأس المال وتحقيق دخل. ومثالا على ذلك نأخذ صندوق الأهلي الخليجي للنمو والدخل، وبياناته الأساسية ملخصة في الجدول التالي:

جدول رقم 3 - 14: بيانات صندوق الأهلي الخليجي للنمو والدخل

الإشراف	شركة الأهلي المالية	هدف الصندوق	تحقيق النمو في رأس المال على المدى الطويل وتوزيع الدخل	نسبة الرفع المالي للصندوق	%0
فئة الصندوق	أسهم	عملة الصندوق	الريال السعودي	الحد الأدنى للاشتراك	5000 ريال سعودي
نوع الصندوق	مفتوح	مستوى المخاطر	عالية	رسوم الاشتراك	0,0%
تاريخ بداية الصندوق	2011_10_31	صافي سعر الوحدة	2.2407	المؤشر الاسترشادي	مؤشر ستاندرد أند بورز للأسهم الخليجية

المصدر: <https://cma.org.sa/Market/imf/Pages/default.aspx>

4 - أنواع أخرى من الصناديق

4 - 1 صناديق المؤشرات المتداولة

وهي صناديق استثمارية تتبع أصولاً أو أصولاً أساسية معينة ومقسمة إلى وحدات متساوية يتم تداولها في السوق خلال فترات التداول الرسمية، وتجمع بين مرونة الصناديق مفتوحة النهاية من حيث رأس المال والسيولة العالية التي تتسم بها الصناديق ذات النهاية المغلقة، وقد بلغ عددها 6 صناديق نهاية سنة 2021، ومن بينها صندوق الإنماء المتداول لصكوك السعودية المحلية - قصيرة الأجل، وفيما يلي البيانات الخاصة به

جدول رقم 3 - 15: صندوق الإنماء المتداول لصكوك السعودية المحلية - قصيرة الأجل

الإشراف	شركة الإنماء للاستثمار	هدف الصندوق	تحقيق أداء مماثل أداء المؤشر قبل خصم الرسوم والمصاريف وتوزيع العوائد بصفة دورية وتخفيض التكاليف وزيادة الكفاءة وتعزيز السيولة	الحد الأدنى للاشتراك	5000 ريال أو مضاعفاتها بالنسبة للاشتراك النقدي، أما الاشتراك العيني ما يعادل رزمة واحدة أو مضاعفاتها الرزمة تساوي 10000 وحدة من وحدات الصندوق
فئة الصندوق	مؤشر تداول	عملة الصندوق	الريال السعودي	الحد الأدنى للاسترداد	لا يوجد
نوع الصندوق	مفتوح	مستوى المخاطر	منخفضة إلى متوسطة	رسوم الاشتراك والاسترداد	لا يوجد
تاريخ بداية الصندوق	22 جانفي 2021	سعر الوحدة عند الطرح الأولي	100 ريال سعودي	رسوم إدارة الصندوق	0.25% سنويا من إجمالي أصول الصندوق بعد خصم المصاريف

المصدر: <https://cma.org.sa/Market/imf/Pages/default.aspx>

4 - 2 الصناديق الإسلامية

وهي الصناديق التي تتوافق مبادئ عملها مع مبادئ الشريعة الإسلامية، من بينها صندوق جدوى للمراجحة، وفيما يلي البيانات الخاصة به:

جدول رقم 3 - 16: صندوق جدوى للمراجحة

الإشراف	شركة جدوى للمراجحة	هدف الصندوق	تحقيق عوائد سوقية من خلال الاستثمار في عمليات المرجحة وذلك وفقا للضوابط الشرعية	الحد الأدنى للاشتراك	وحدات الفئة أ: 10000000 ريال لكل مستثمر وحدات الفئة ب: 1000 ريال لكل مستثمر وحدات الفئة ج: 50 دولار أمريكي لكل مستثمر
فئة الصندوق	صندوق استثمار إسلامي	عملة الصندوق	الريال السعودي	الحد الأدنى للاسترداد	وحدات الفئة أ: 1000 ريال لكل مستثمر وحدات الفئة ب: 1000 ريال لكل مستثمر وحدات الفئة ج: 10 دولار أمريكي لكل مستثمر
نوع الصندوق	مفتوح	مستوى المخاطر	منخفض / متوسط المخاطر	رسوم الاشتراك والاسترداد	لا يوجد
تاريخ بداية الصندوق	30 جوان 2008	"القيمة الاسمية"	/	رسوم إدارة الصندوق	وحدات الفئة أ: من المعدل السنوي وحدات الفئة ب: 80 من المعدل السنوي وحدات الفئة ج: 0.80 من المعدل السنوي

المصدر: <https://cma.org.sa/Market/imf/Pages/default.aspx>

المطلب الثالث: تقييم صناديق الاستثمار وأدائها في سوق الأوراق المالية السعودي

مرت صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية بعدة تطورات وتغيرات نتيجة للظروف الاقتصادية المحلية والعالمية التي كان لها تأثير كبير على أداء صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي.

1 - تقييم صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)

1 - 1 تطور أصول صناديق الاستثمار لسوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)

1 - 1 - 1 إجمالي أصول صناديق الاستثمار المدارة من قبل شركات الاستثمار المحلية لسوق الأوراق المالية السعودي

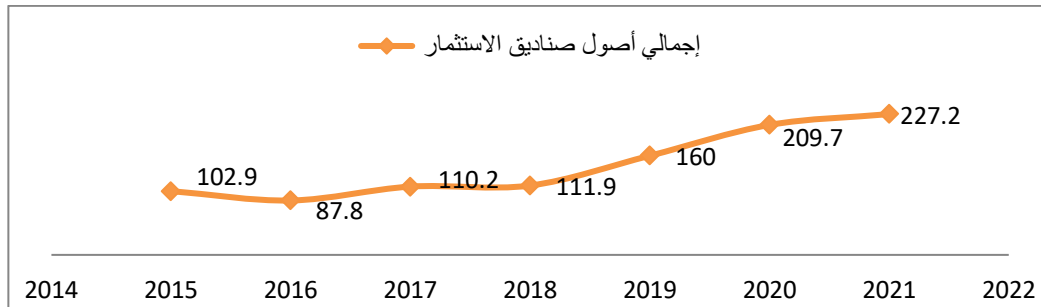
جدول رقم 3 - 17: إجمالي أصول صناديق الاستثمار المدارة من قبل شركات الاستثمار المحلية "مليار

ريال"

السنوات	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
إجمالي أصول الصناديق "مليار ريال"	102.9	87.8	110.2	111.9	160.0	209.7	227.2
نسبة التغير %	-7.1	-14.6	25.5	1.5	43.0	31.1	8.3

المصدر: - البنك المركزي السعودي "التقرير السنوي"، 2021، صفحة 148 - هيئة السوق المالية "التقرير السنوي"، 2021، صفحة 54

شكل رقم 3 - 7: إجمالي أصول صناديق الاستثمار المدارة لسوق الأوراق المالية السعودي



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على ما سبق

من خلال الجدول والشكل السابق نرى انخفاض في إجمالي أصول صناديق الاستثمار المدارة من قبل شركات الاستثمار المحلية في السنتين 2015 و 2016 فقد بلغت نسبة الانخفاض 7,1 % و 14% على التوالي لكن سرعان ما شهدت ارتفاعا ملحوظا لتصل 227,2 مليار ريال أواخر سنة 2021 بينما كانت لا تتجاوز 87,8 مليار ريال سنة 2016.

1 - 1 - 2 أصول صناديق الاستثمار لسوق الأوراق المالية السعودي موزعة حسب نوع الاستثمار

جدول رقم 3 - 18: إجمالي أصول صناديق الاستثمار حسب نوع الاستثمار " مليون ريال "

السنوات	أسهم محلية	أسهم أجنبية	صكوك وسندات محلية	سندات أجنبية	أدوات نقدية محلية	أدوات نقدية أجنبية	أصول محلية أخرى	أصول أجنبية أخرى	استثمارات عقارية
2015	20025	10573	5830	2017	43691	12976	4014	407	3365
2016	16386.4	4940.3	5577.0	1282.4	40793.4	10569.9	4698.5	388.4	3199.5
2017	17988.1	5420.2	4996.2	1.527.8	55168.8	11597.8	8743.0	541.5	4249.2
2018	21512.3	4320.9	4493.6	1032.4	45446.7	12736.0	2588.0	123.2	19608.6
2019	23000.4	4149.5	6915.2	1010.8	76728.7	21276.5	3043.4	79.6	23754.0
2020	19351.6	4964.7	9595.2	3881.1	815050.8	50874.5	13888.8	442.2	25220.5
2021	19939	6425	16830	3485	66235	68652	14667	922	30017

المصدر: - البنك المركزي السعودي "التقرير السنوي"، 2021، صفحة 148 - هيئة السوق المالية "التقرير السنوي"، 2021، صفحة 54

تعود المكانة المهمة لصناديق الاستثمار المستثمرة في الأسهم المحلية في السنوات الأربعة الأولى من الدراسة من 2015 إلى غاية سنة 2018 وذلك بقيمة تقدر ب 20025 ، 16386,4 ، 17988,1 ، 21512,3 مليون ريال على التوالي لكن سرعان ما فقدت الصدارة في السنوات الثلاث الأخيرة من الدراسة ففي سنة 2019 احتلت صناديق الاستثمار المستثمرة في العقارات المرتبة الأولى بقيمة 23574 مليون ريال وتليها صناديق الاستثمار المستثمرة في الأسهم المحلية المحلية بقيمة 23000,4 مليون ريال أما سنة 2020 كانت المكانة الأهم لصناديق الاستثمار المستثمرة في أدوات نقدية محلية حيث بلغت قيمة 815050,8 مليون ريال وفي أواخر سنة 2021 عادت صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية لتحتل الصدارة من جديد بقيمة 19939 مليون ريال.

1 - 1 - 3 أصول صناديق الاستثمار المحلية والأجنبية لسوق الأوراق المالية السعودي

جدول رقم 3 - 19: أصول صناديق الاستثمار المحلية والأجنبية لسوق الأوراق المالية السعودي "مليار

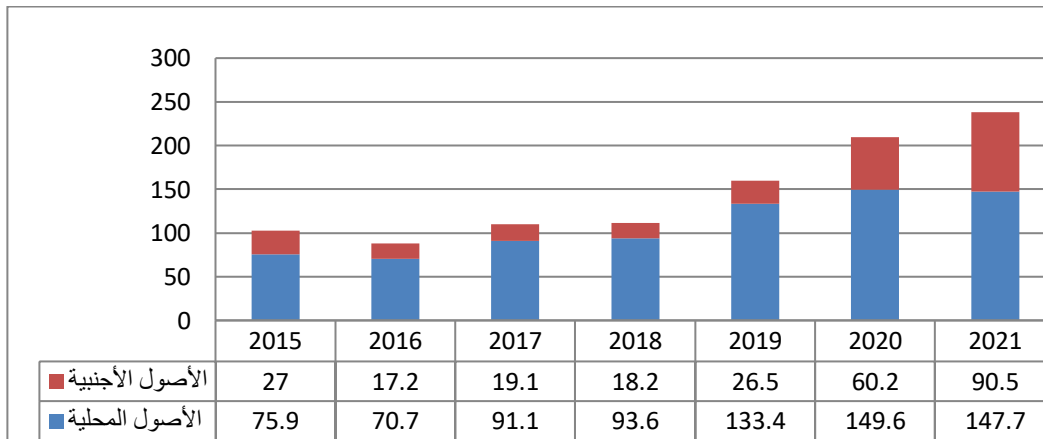
ريال"

السنة	الأصول المحلية	الأصول الأجنبية
2015	75.9	27.0
2016	70.7	17.2
2017	91.1	19.1
2018	93.6	18.2
2019	133.4	26.5
2020	149.6	60.2
2021	147.7	79.5

المصدر: - البنك المركزي السعودي "التقرير السنوي"، 2021، صفحة 148 - هيئة السوق المالية "التقرير السنوي"، 2021، صفحة 54

شكل رقم 3 - 8 أصول صناديق الاستثمار المحلية والأجنبية لسوق الأوراق المالية السعودي "مليار

ريال"



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على ما سبق

من خلال الجدول والشكل أعلاه يمكن القول بأن أصول صناديق الاستثمار المحلية في السوق المالي السعودي كانت تحتل الصدارة طول فترة الدراسة فبالرغم من انخفاض قيمتها من 75,9 مليار ريال سنة 2015 إلى 70,7 مليار ريال سنة 2016 إلا أنها كانت محافظة على صدارتها مقارنة بصناديق الاستثمار الأجنبية التي شهدت أيضا انخفاض في أصولها من 27 مليار ريال سنة 2015 إلى 17,2 مليار ريال سنة 2016. لكن سرعان ما عادت كل من صناديق الاستثمار المحلية والأجنبية للانتعاش في السنوات الخمس الأخيرة من فترة الدراسة فقد بلغت قيمة أصول صناديق الاستثمار المحلية 147,7 مليار ريال نهاية سنة 2021 و 79,5 مليار ريال بالنسبة لصناديق الاستثمار الأجنبية في نفس السنة.

1 - 1 - 4 أصول صناديق الاستثمار لسوق الأوراق المالية السعودي مصنفة بحسب نوع الصندوق

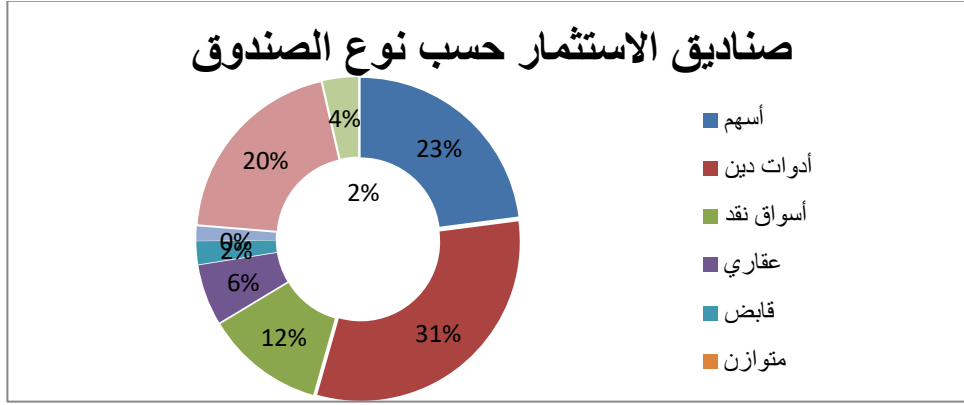
جدول رقم 3 - 20: أصول صناديق الاستثمار مصنفة بحسب نوع الصندوق "مليار ريال" 2020-

2021

السنوات	2020	2021	نسبة التغير %
أسهم	21220.7	25096.0	18.3
أدوات دين	17368.1	34403.6	98.1
أسواق نقد	136415.4	13088.5	-4.1
عقاري	7544.9	6708.9	-11.1
قابض	2236.2	2555.5	14.3
متوازن	53.4	0.0	100-
المؤشرات المتداولة	1609.0	1598.6	-0.6
الاستثمار العقاري المتداول	21645.0	22008.8	1.7
أخرى	1631.7	3913.6	139.9
الإجمالي	209724.4	227173.5	8.3

المصدر: - هيئة السوق المالية "التقرير السنوي، 2021، صفحة 5

شكل رقم 3 - 9: أصول صناديق الاستثمار مصنفة بحسب نوع الصندوق "مليار ريال" -2021-



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على ما سبق

من خلال الشكل والجدول أعلاه نلاحظ أن صناديق أسواق النقد احتلت المرتبة الأولى من حيث الأصول في سنة 2020 بقيمة 136415,4 مليار ريال وتلتها صناديق الاستثمار العقاري المتداول بقيمة 21645 مليار ريال أما في سنة 2021 فقد احتلت صناديق أدوات الدين المركز الأول بقيمة 34403,6 مليار ريال بنسبة 31% وتليها صناديق الأسهم بنسبة 23% وفي المركز الأخير صناديق قابض بقيمة 2555,5 مليار ريال و نسبة 2%.

1 - 2 تطور عدد صناديق الاستثمار وعدد المشتركين بسوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)

1 - 2 - 1 عدد صناديق الاستثمار وعدد المشتركين بسوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)

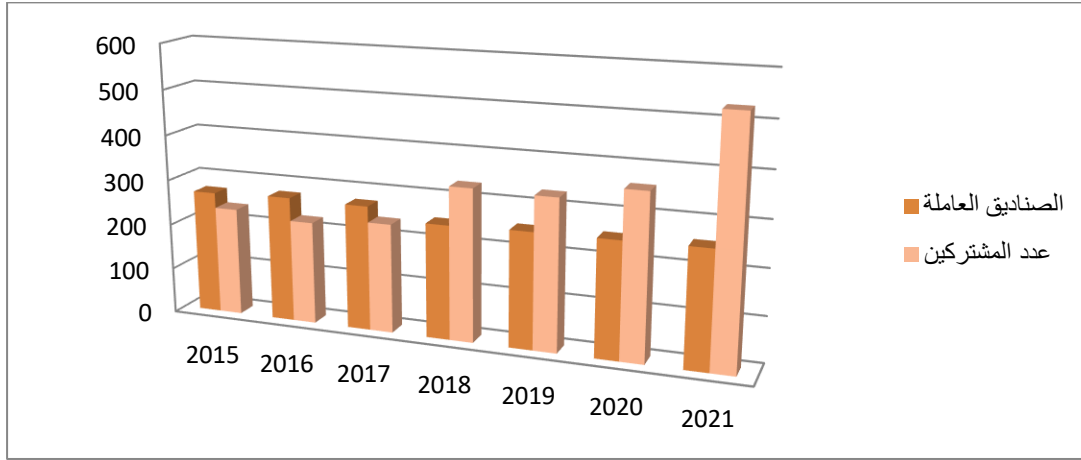
جدول رقم 3 - 21: صناديق الاستثمار وعدد المشتركين بسوق الأوراق المالية السعودي (2015-

2021)

السنوات	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
عدد الصناديق العاملة	270	275	273	249	253	254	256
التغير %	7.1	1.9	-0.7	-8.8	1.6	0.4	0.8
عدد المشتركين " ألف مشترك "	237	224.4	238.4	332.6	329.7	358.9	529.3
التغير %	-3.7	-5.3	6.3	39.5	-0.9	0.8	47.5

المصدر: - البنك المركزي السعودي "التقرير السنوي"، 2021، صفحة 148 - هيئة السوق المالية "التقرير السنوي"، 2021، صفحة 54

شكل رقم 3 - 10: صناديق الاستثمار وعدد المشتركين بسوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على ما سبق

من خلال الشكل والجدول أعلاه نلاحظ تزايد في عدد الصناديق العاملة في السنتين 2015 و 2016 بنسبة 7,1% و 1,9% على التوالي بالمقابل انخفاض في عدد المشتركين في نفس السنتين من 237 ألف مشترك سنة 2015 إلى 224,4 ألف مشترك سنة 2016 كما نلاحظ انخفاض لعدد الأصول العاملة في السنتين 2017 و 2018 من 273 صندوق إلى 249 في المقابل ارتفاع في عدد المشتركين في نفس السنتين بنسبة 6,3% و 39,5% على التوالي. وفي السنوات الأخيرة من الدراسة شهد السوق السعودي ارتفاع محسوس في عدد الصناديق العاملة حيث بلغ 256 صندوق أواخر سنة 2021 كما شهد انخفاض بنسبة 0,9% في عدد المشتركين سنة 2019 ليرتفع مجددا في السنتين الأخيرتين ليصل 529,3 ألف مشترك أواخر 2021.

1 - 2 - 2 عدد صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة بسوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)

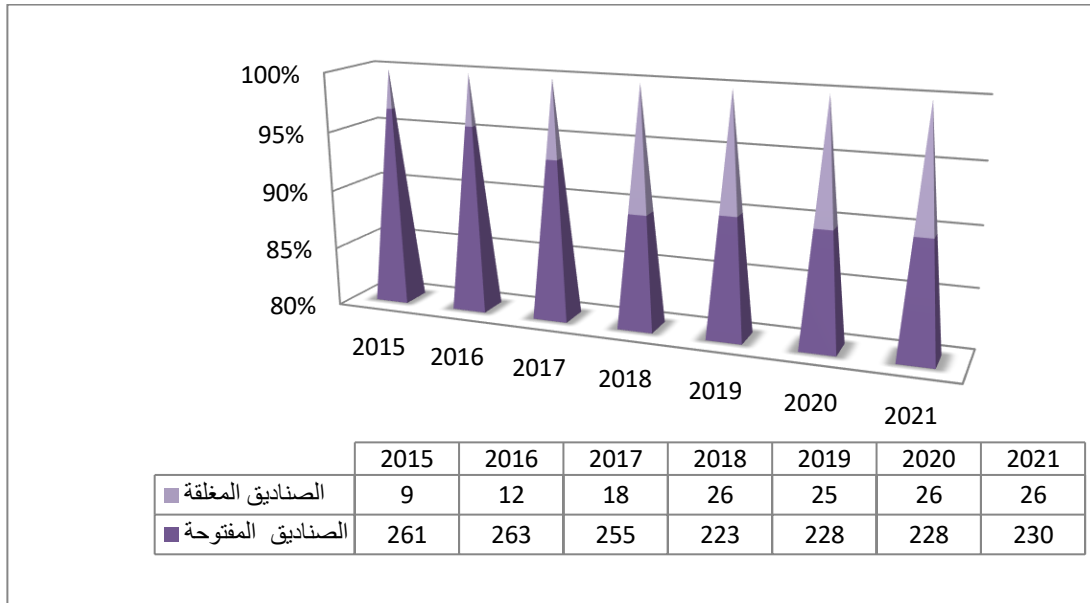
جدول رقم 3 - 22: صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة بسوق الأوراق المالية السعودي (2015-2021)

السنة	الصناديق المفتوحة	الصناديق المغلقة
2015	261	9
2016	263	12
2017	255	18
2018	223	26
2019	228	25
2020	228	26
2021	230	26

المصدر: <https://www.sama.gov.sa/ar-sa/EconomicReports/Pages/report.aspx?cid=120>

شكل رقم 3 - 11: صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة بسوق الأوراق المالية السعودي (2015-

2021)



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على ما سبق

من خلال الجدول والشكل السابقين يمكننا القول بأن عدد صناديق الاستثمار المفتوحة. أكبر بكثير من عدد صناديق الاستثمار المغلقة في السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة الممتدة من 2015 إلى غاية سنة 2021 كما نلاحظ انخفاض في عدد الصناديق المفتوحة في السنوات الأولى من 261 صندوق مفتوح سنة 2015 إلى 223 صندوق مفتوح سنة 2018 لكن سرعان ما تزايد عددها في السنوات الأخيرة لتصل 230 صندوق مفتوح أواخر سنة 2021.

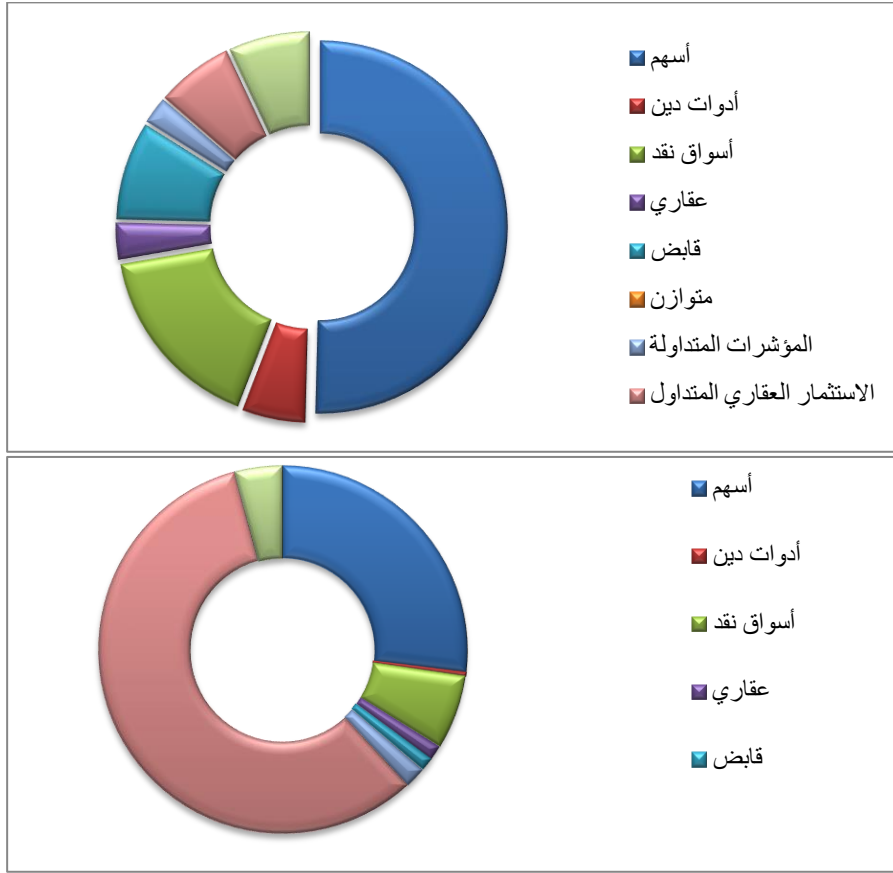
أما بالنسبة لصناديق الاستثمار المغلقة فقد تغيرت باتجاه معاكس لصناديق الاستثمار المفتوحة حيث شهدت ارتفاع في السنوات الأولى من فترة الدراسة فقد كانت تبلغ 9 صناديق ووصلت إلى 26 صندوق سنة 2018 لتشهد انخفاض سنة 2019 بمعدل صندوق واحد وتعود إلى نفس العدد مجددا سنة 2020 و 2021 (26 صندوق).

1 - 2 - 3 عدد صناديق الاستثمار وعدد المشتركين بسوق الأوراق المالية السعودي مصنفة بحسب نوع الصندوق
جدول رقم 3 - 23: عدد صناديق الاستثمار وعدد المشتركين مصنفة بحسب نوع الصندوق (2021-2020):

عدد المشتركين		عدد صناديق الاستثمار			السنوات	
نسبة التغير %	2021	2020	نسبة التغير %	2021		2020
-0.5	142316	142968	0.8	129	128	أسهم
5.5	2161	2049	16.7	14	12	أدوات دين
-9.1	34187	37607	-2.3	42	43	أسواق نقد
-1.9	7087	7212	-20.0	8	10	عقاري
15.7	6275	5422	-4.3	22	23	قابض
-100.0	0	288	-100.0	0	2	متوازن
101.6	9874	4899	0.0	6	6	المؤشرات المتداولة
95.3	305372	156342	0.0	17	17	الاستثمار العقاري المتداول
946.5	22049	2107	38.5	18	13	أخرى
47.5	529312	358894	0.8	256	254	الإجمالي

المصدر: - هيئة السوق المالية "التقرير السنوي، 2021، صفحة 54

شكل رقم 3 - 12: عدد صناديق الاستثمار وعدد المشتركين بسوق الأوراق المالية السعودي مصنفة بحسب نوع الصندوق -2021:



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على ما سبق

يبين لما الجدول أعلاه عدد صناديق الاستثمار وعدد المشتركين بسوق الأوراق المالية السعودي مصنفة بحسب نوع الصندوق وذلك في الفترة 2020_2021 حيث نلاحظ أنه في كلتا السنتين كانت صناديق الاستثمار المستثمرة في الأسهم تحتل الصدارة ومرتفعة جدا مقارنة بباقي الصناديق وقد زاد عددها بمعدل صندوق في سنة 2021 ليصبح 129 بدلا من 128 صندوق في سنة 2020 كما نلاحظ أيضا ثبات كل من صناديق استثمار المؤشرات المتداولة (6 صناديق) وصناديق الاستثمار العقاري المتداول (17 صندوق).

أما بالنسبة لعدد المشتركين فقد كان أغلبهم في صناديق الاستثمار العقاري المتداول ب 156342 مشترك في سنة 2020 و 305372 مشترك في سنة 2021 أي بزيادة فاقت 95 %.

2 - تقييم أداء صناديق الاستثمار وفق لنموذج العائد على الاستثمار العام

2 - 1 صناديق شركة الراجحي المالية

شركة الراجحي المالية هي شركة مساهمة سعودية مقفلة مرخص لها من هيئة السوق المالية لممارسة أنشطة الإدارة والتعامل بصفة أصيل ووكيل والتعهد بالتغطية والترتيب والتقديم المشورة والحفظ في الأوراق المالية.

2 - 1 - 1 صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل

وهو صندوق عام مفتوح من فئة الأسهم، يهدف إلى توزيع الدخل والنمو في المدى الطويل من خلال الاستثمار في الأسهم السعودية المتوافقة مع ضوابط الهيئة الشرعية. ويقوم مدير الصندوق بقياس أدائه مقارنة بالمؤشر ستاندارد أند بورز للأسهم السعودية ذات التوزيعات النقدية المطابق للشريعة الإسلامية.

جدول رقم 3 - 24: معدل العائد لصندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل

السنوات	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
عائد الصندوق %	0	0	4.93	11.53	9.24	20.13	34.23
عائد المؤشر %	0	0	2.98	13.27	14.48	11.90	18.89

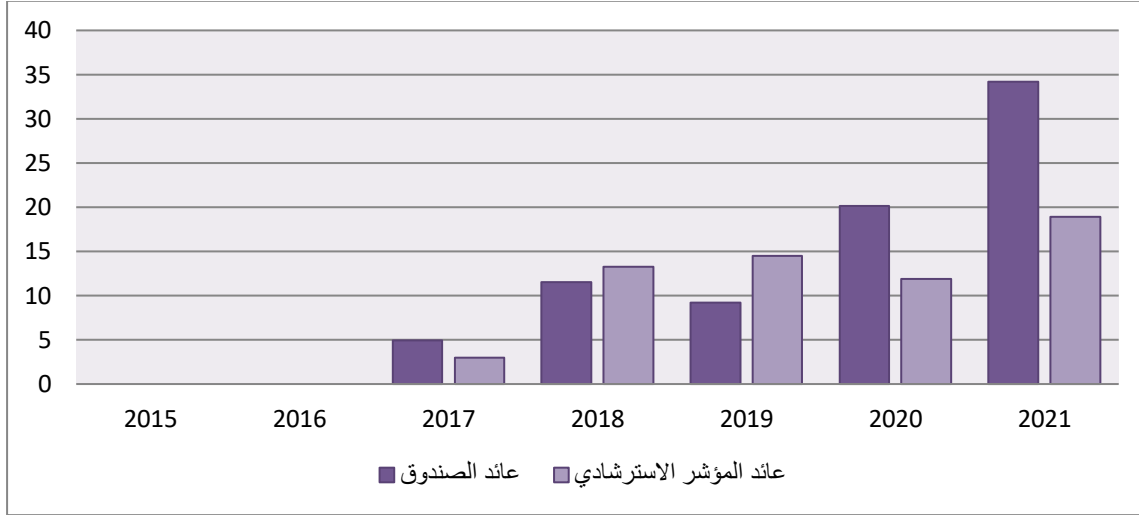
المصدر: صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل، التقرير السنوي 2021، صفحة 05

جدول رقم 3 - 25: العائد الكلي لصندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل خلال عشر سنوات

السنوات	سنة واحدة	ثلاث سنوات	خمس سنوات	عشر سنوات	منذ التأسيس
عائد الصندوق %	34.23	80.63	111.39	0	168.06
عائد المؤشر %	18.89	52.30	77.65	13.270	143.10

المصدر: صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل، التقرير السنوي 2021، صفحة 04

شكل رقم 3 - 13: أداء صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل مقارنة بالمؤشر الاسترشادي



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على ما سبق

من خلال الجدولين والشكل أعلاه نلاحظ أن الصندوق قد حقق أعلى عائد له منذ 2017، وبمقارنة عائد الصندوق بالمؤشر ستاندارد أند بورز، نجد أن الصندوق قد حقق معدلات عائد تفوق المؤشر منذ تأسيسه سنة 2016، حيث حقق الصندوق عائد بنسبة 34.23% مقارنة مع 18.89% للمؤشر الاسترشادي.

2- 1- 2 صندوق الراجحي للأسهم الخليجية

وهو صندوق عام مفتوح من فئة الأسهم، يهدف إلى تحقيق نمو في رأس المال متناسب مع مستوى المخاطر المحدد للصندوق عن طريق الاستثمار في الأسهم. ويقوم مدير الصندوق بقياس أدائه مقارنة بالمؤشر ستاندارد أند بورز للأسهم الخليجية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية.

جدول رقم 3 - 26: معدل العائد لصندوق الراجحي للأسهم الخليجية

السنوات	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
عائد الصندوق %	48.87	16.81	8.78	9.05	-0.83	2.48	-14.35
عائد المؤشر %	35.76	9.00	10.29	10.59	2.98	11.03	-14.73

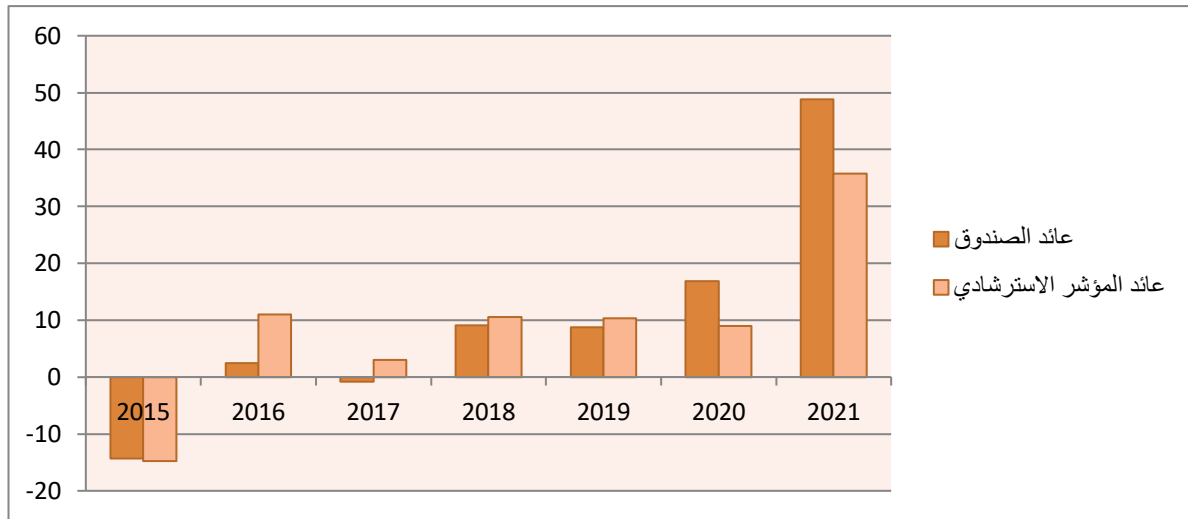
المصدر: صندوق الراجحي للأسهم الخليجية، التقرير السنوي 2021، صفحة 04

جدول رقم 3 - 27: العائد التراكمي لصندوق الراجحي للأسهم الخليجية خلال عشر سنوات

السنوات	سنة واحدة	ثلاث سنوات	خمس سنوات	عشر سنوات	منذ التأسيس
عائد الصندوق %	48.87	89.15	104.55	158.66	109.59
عائد المؤشر %	35.76	63.20	58.86	141.18	5.47

المصدر: صندوق الراجحي للأسهم الخليجية، التقرير السنوي 2021، صفحة 04

شكل رقم 3 - 14: أداء صندوق الراجحي للأسهم الخليجية مقارنة بالمؤشر الاسترشادي



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على ما سبق

من خلال الجدولين والشكل أعلاه نلاحظ أن عائد الصندوق قد واصل في الارتفاع ليبلغ 48.87%، وبمقارنته بعائد المؤشر ستاندارد أند بورز للأسهم الخليجية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، نجد أن أداء الصندوق أفضل بكثير من أداء المؤشر أين حقق الصندوق عائدا وصل إلى 109.59% منذ تأسيسه، في حين حقق المؤشر عائدا بنسبة 5.49% وهو بعيد كل البعد عن أداء الصندوق.

2 - 2 صناديق شركة الرياض المالية

شركة الرياض المالية هي شركة مساهمة تعمل بموجب ترخيص من هيئة السوق المالية، وتعد من أكبر المؤسسات المالية في المملكة العربية السعودية، ويقدم 36 نوعاً من الصناديق الاستثمارية التي تغطي قطاعات مختلفة في السوق المحلي وفي الأسواق الإقليمية والعالمية.

2 - 2 - 1 صندوق الرياض للأسهم السعودية

وهو صندوق عام مفتوح يستثمر في أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي من مختلف الأحجام والقطاعات، ويهدف إلى تحقيق تنمية رأس المال على المدى الطويل وتوزيع دخل منتظم. والجدول الآتي يتضمن تطور أداء الصندوق.

جدول رقم 3 - 28: معدل العائد لصندوق الرياض للأسهم السعودية

السنوات	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
عائد الصندوق %	-14.36	-1.64	0.41	19.56	11.76	7.65	41.30
عائد المؤشر %	-17.06	4.76	-0.54	-0.54	6.62	4.13	29.83

المصدر: - شركة الرياض المالية، خصائص صندوق الرياض للأسهم السعودية 2022، صفحة 01

- شركة الرياض المالية، مذكرة معلومات صندوق الرياض للأسهم السعودية 2021، صفحة 05

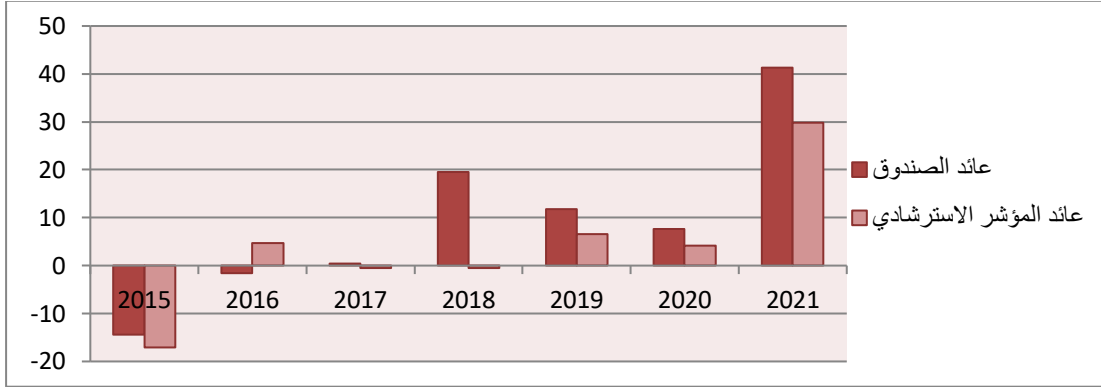
جدول رقم 3 - 29: العائد التراكمي لصندوق الرياض للأسهم السعودية خلال عشر سنوات

السنوات	سنة واحدة	ثلاث سنوات	خمس سنوات	عشر سنوات	منذ التأسيس
عائد الصندوق %	49.85	82.67	178.40	206.70	5487.44
عائد المؤشر %	31.82	48.05	98.55	81.70	667.77

المصدر: - شركة الرياض المالية، خصائص صندوق الرياض للأسهم السعودية 2022، صفحة 01

- شركة الرياض المالية، مذكرة معلومات صندوق الرياض للأسهم السعودية 2021، صفحة 05

شكل رقم 3 - 15: أداء صندوق الرياض للأسهم السعودية مقارنة بالمؤشر الاسترشادي



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على ما سبق

من خلال الجدولين والشكل أعلاه نلاحظ أن عائد الصندوق قد شهد ارتفاعا كبيرا ومغريا حيث بلغ 41.30% بعد الانخفاض الذي شهده سنتي 2019 و 2020، ونلاحظ أنه يفوق حتى عائد "مؤشر تداول" الاسترشادي المقدر ب 29.83%، كما نلاحظ أن العائد التراكمي للصندوق بلغ 5487.44% وهو عائد خيالي.

2 - 2 - 2 صندوق الرياض للدخل المتوازن

وهو صندوق متوازن عام مفتوح يستثمر في الأسهم السعودية وأدوات أسواق النقد والدخل الثابت المقررة من الهيئة الشرعية للرياض المالية ويهدف إلى تحقيق تنمية رأس المال على المدى الطويل وتوزيع دخل منتظم.

جدول رقم 3 - 30: معدل العائد لصندوق الرياض للدخل المتوازن

السنوات	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
عائد الصندوق %	-9.62	-2.63	0.67	12.29	9.66	10.27	17.26
عائد المؤشر %	-9.44	4.38	0.72	5.45	5.66	4.30	10.03

المصدر: - شركة الرياض المالية، خصائص صندوق الرياض للدخل المتوازن 2022، صفحة 01

- شركة الرياض المالية، مذكرة معلومات صندوق الرياض للدخل المتوازن 2021، صفحة 05

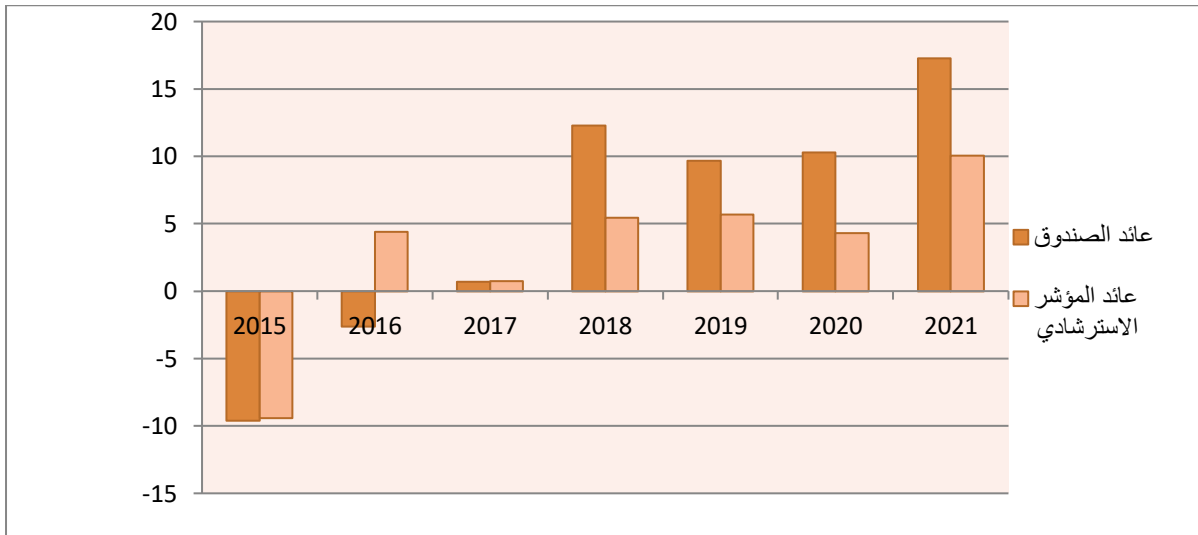
جدول رقم 3 - 31: العائد التراكمي لصندوق الرياض للدخل المتوازن خلال عشر سنوات

السنوات	سنة واحدة	ثلاث سنوات	خمس سنوات	عشر سنوات	منذ التأسيس
عائد الصندوق %	18.92	45.20	86.15	91.20	97.61
عائد المؤشر %	6.27	18.45	38.37	39.18	26.17

المصدر: - شركة الرياض المالية، خصائص صندوق الرياض للدخل المتوازن 2022، صفحة 01

- شركة الرياض المالية، مذكرة معلومات صندوق الرياض للدخل المتوازن 2021، صفحة 05

شكل رقم 3 - 16: أداء صندوق الرياض للدخل المتوازن مقارنة بالمؤشر الاستراتيجي



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على ما سبق

من خلال الجدولين والشكل أعلاه نلاحظ أن عائد الصندوق عاد في الارتفاع، بعد أن شهد انخفاضاً محسوساً سنتي 2019 و 2020، وبمقارنة عائد الصندوق بعائد المؤشر الخاص به، نجد أن الصندوق قد حقق معدلات عائد تفوق معدلات المؤشر بنسبة 7.23% ليلعب 17.26%.

خلاصة الفصل التطبيقي:

إن سوق الأوراق المالية السعودي من أكبر الأسواق الخليجية من حيث حجمه وعدد الأسهم المدرجة به كما يعتبر سباقاً إلى خوض تجربة صناديق الاستثمار في العالم العربي.

لسوق الأوراق المالية السعودية نظام عمل متطور بحيث لا يتم بيع وشراء الأسهم في سوق محدد، وإنما من خلال نظام إلكتروني يربط بين قطاعات التداول في البنوك التجارية والشركات المالية.

ومن خلال الدراسة التطبيقية على سوق الأوراق المالية السعودي نلاحظ أنه نجح في استيعاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية عن طريق صناديق الاستثمار إذ حقق هذا الأخير نمواً في عدده وعدد المشاركين فيه بالرغم من الهزات والأزمات العنيفة كأزمة فيروس كورونا التي ضربت وهزت أغلب الأسواق العالمية على وجه العموم، والأسواق العربية على وجه الخصوص.

خاتمة

خاتمة

من خلال ما تطرقنا إليه وكخاتمة لموضوع دراستنا يمكننا القول أن سوق الأوراق المالية يعد أحد أهم الآليات التي تستخدمها كل من الدول المتقدمة والنامية على حد سواء في تعبئة مواردها المالية وتوظيفها في تمويل الاستثمارات وجذب المزيد من تدفقات رؤوس الأموال. فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين مختلف الجهات المصدرة للأوراق المالية، من خلال تداول العديد من الأدوات المالية منها التقليدية كالأسهم والسندات ومنها الحديثة كالمشتقات المالية بمختلف أنواعها. كما ينقسم سوق الأوراق المالية بدوره إلى سوقين هما السوق الأولي الذي تصدر فيه الأوراق المالية لأول مرة، والسوق الثانوي الذي يتم فيه تداول هاته الأوراق.

وحتى يتمكن المستثمر من اتخاذ قرار سليم فإن ذلك يقتضي أن يكون السوق كفىً يتيح قدرًا كافيًا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيه. بالإضافة إلى اعتماده على تحليل السوق مستعينا في ذلك على التحليل الفني والأساسي. عادة ما ينصح المستثمر الذي يمتلك مدخرات محدودة ألا يستثمرها بنفسه، وألا يتعامل في السوق مباشرة. نظرا لاحتمال عدم كفاية تلك المدخرات لبناء تشكيلة من الأوراق المالية بما يقلل من المخاطر. بالإضافة إلى ارتفاع تكاليف الاستفادة من خبرات المتخصصين في مجالات الاستثمار المختلفة، والتي قد تجعل من الاستثمار نفسه غير مربحًا.

وعليه فإن صناديق الاستثمار تعد من أفضل الصيغ المتاحة لا سيما لصغار المدخرين الذين لا يمتلكون القدرة على إدارة محافظهم الاستثمارية بأنفسهم. من خلال ما تضمه من أدوات استثمارية متنوعة بهدف خفض نسب المخاطرة وتحقيق أفضل العوائد المحتملة، بتوكيل إدارة الصندوق الاستثماري إلى مديري المحافظ الاستثمارية المتخصصين والمعتمدين ذوي الوقت والخبرة الكافية على أساس إستراتيجية استثمارية واضحة.

وقد تنوعت هذه الصناديق حسب رغبات وأهداف المستثمرين وحاجاتهم كما اختلفت الأوراق المالية المدرجة فيها باختلاف متطلباتهم ودرجة تقبلهم للمخاطر. كما يتم التعامل فيها وفق قواعد وأسس وضوابط قانونية ومالية متنوعة.

بهذه المميزات استطاعت صناديق الاستثمار أن تحتل مكانة كبيرة لا تقتصر على مؤسسيها ومستثمريها فحسب بل تمتد لتشمل الاقتصاد القومي عامة وسوق الأوراق المالية خاصة.

1 - اختبار الفرضيات:

1 - تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية، والتي تعد من أهم المقومات السائدة لنجاح وتطور أسواق الأوراق المالية، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية وتحقيق التخصص الكفء للموارد. كما تساعد المتعاملين في السوق على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة الخطر المرتبطة بها. وكون قرارات الاستثمار من القرارات الاقتصادية التي تتخذ في ضوء المعلومات المالية المنشورة فإن ذلك ينعكس على الاقتصاد ككل من خلال تحقيق الآلية الخاصة بسوق الأوراق المالية من حيث التوازن بين العائد والخطر وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار، تحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية لتمويل مختلف مشاريع الاقتصاد القومي، ومن ثم تحقيق الاستقرار الاقتصادي والتأثير إيجابا على النمو الاقتصادي لأي بلد. وهو ما يؤكد صحة الفرضية الأولى.

2 - تعمل صناديق الاستثمار على ربط المدخرات القومية بأسواق الأوراق المالية عن طريق تجميعها واستثمارها بصفة أساسية في شراء وبيع الأوراق المالية، وبالتالي فالهدف الأساسي لهذه الصناديق يتمثل في قيامها باستثمار ما يتجمع لديها من المدخرات من الأوراق المالية نيابة عن أصحابها، حيث يكتسب هؤلاء حصة شائعة في محفظة الأوراق المالية التي يديرها هذا الصندوق، ويقوم بمتابعتها لتحقيق أرباح أو الاستعداد لبيعها جزئيا أو كليا في ظروف معينة لإعادة الاستثمار في قطاعات أخرى أكثر ربحية. ونتيجة لذلك ندعم صحة الفرضية الثانية.

3 - تعتبر صناديق الاستثمار من أنواع الاستثمارات التي يرتفع فيها عدد المشتركين بشكل كبير، مما استوجب وجود آلية مراجعة أداء هذه الصناديق، والهدف منها هو التأكد من كفاءة وفعالية أدائها وضمان مصداقية الإفصاح وتوفير المعلومات اللازمة للجهات ذات الصلة المستفيدة منها وبالتالي زيادة عدد الشركات المدرجة التي تطرح أوراقها في السوق. وهو ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

4 - يعتمد تقييم الأداء الاستثماري للصندوق وفقا لنموذج العائد على 3 متغيرات أساسية تختلف من صندوق لآخر، وهي حجم الصندوق والمقصود به قيمة وعدد الوثائق، حيث كلما كبر الحجم توفرت العديد من المزايا التي تساعد على تحقيق أداء أفضل. عمر الصندوق ونجد أنه مهم جدا فالصناديق ذات العمر الطويل تتوسع بشكل أكبر من خلال إصدار المزيد من الوثائق مقارنة بالصناديق الحديثة في السوق، زد على ذلك كلما كان عمر الصندوق أكبر كلما أعطى انطبعا للمستثمر بتوفر المهارة والخبرة لدى مديره وهو المتغير الثالث الذي يرتبط بشكل أساسي بعوائد الصندوق. وهو ما يؤكد صحة الفرضية الرابعة.

2 - نتائج الدراسة:

من خلال الدراسة التي قمنا بها توصلنا إلى مجموعة من النتائج سواء في الجانب النظري أو الجانب التطبيقي، ويمكن رصدها في النقاط التالية:

- 1 - يعتبر سوق الأوراق المالية آلية هامة يمكن من خلاله تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية.
- 2 - يعد الإفصاح المالي وتوفير المعلومات للمشاركين من الأساسيات التي لا بد من توافرها لضمان كفاءة ونزاهة أي سوق للأوراق المالية.
- 3 - تعتبر صناديق الاستثمار من بين أكبر الأدوات المالية الرائدة حاليا في صناعة الاستثمار وتمثل قطاعا كاملا زاهرا بالفرض والتحديات التي يجب التعامل معها وتوجيهها إلى القطاعات الحيوية في النشاط الاقتصادي.
- 4 - تدار صناديق الاستثمار من طرف جهات ذات خبرة وكفاءة في إدارة محافظ الأوراق المالية وفق استراتيجيات معينة، تحقق من خلالها مزايا عديدة يعجز المستثمر وحده عن تحقيقها وهي بذلك وسيلة فعالة لتجميع المدخرات.
- 5 - يعتبر سوق الأوراق المالية السعودي سابقا ورائدا في إنشاء صناديق الاستثمار عربيا.
- 6 - استحوذت صناديق الاستثمار السعودية على اهتمام قاعدة عريضة من مختلف شرائح المستثمرين بما فيهم الأجانب، حيث وصل عددها إلى 256 صندوق بحجم أصول قدر ب 227.2 مليار ريال و 529312 مشترك.
- 7 - يتم الاعتماد بالدرجة الأولى في سوق الأوراق المالية السعودي على صناديق الاستثمار المفتوحة أكثر من المغلقة.
- 8 - شهدت صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي نموا متزايدا حيث أثر إيجابا على السوق.
- 9 - يوجد مساهمة كبيرة لصناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودي، وبالتالي فهي تلعب دورا كبيرا في تفعيله.

3 - مقترحات الدراسة:

بناء على ما تم التوصل إليه من نتائج في هذه الدراسة فإننا نوصي ببعض الاقتراحات لتفعيل أداء سوق الأوراق المالية السعودي بصفة عامة وسوق الأوراق المالية الجزائري بصفة خاصة:

- 1 - رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في سوق الأوراق المالية خاصة من خلال صناديق الاستثمار.
- 2 - تأهيل وتدريب الكوادر البشرية في مجال أسواق أوراق المال وإدارة صناديق الاستثمار.
- 3 - العمل على ابتكار وتنويع صيغ صناديق الاستثمار لتشمل مجالات تسمح بالمشاركة في مشاريع تنمية تخدم مصالح الاقتصاد.
- 4 - العمل على تعزيز مبدأ حماية المستثمرين وتطوير حوكمة صناديق الاستثمار واللوائح ذات العلاقة بما يتوافق مع أفضل الممارسات والمعايير الدولية المعمول بها في الأسواق.
- 5 - تعزيز صلابة صناديق الاستثمار من أجل حماية الاستقرار المالي ومواجهة الصدمات خاصة في أسواق الدول النامية.
- 6 - استفادة الجزائر من تجارب بعض الدول الرائدة لا سيما المملكة العربية السعودية، والاستعانة بخبراء استشاريين لمعالجة العقبات التي تحول دون تنمية سوق الأوراق المالية الجزائري.

4 - آفاق الدراسة:

إن موضوع صناديق الاستثمار واسع النطاق، وهذه الدراسة ما هي إلا جانب من جوانبه وكأفاق مستقبلية نقترح جملة من المواضيع:

- 1 - دور حوكمة صناديق الاستثمار في تعزيز أداء سوق الأوراق المالية.
- 2 - دراسة مقارنة بين أثر صناديق الاستثمار التقليدية وأثر صناديق الاستثمار الإسلامية على أداء مؤشرات الأسواق المالية.
- 3 - أثر جائحة كورونا على أداء صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية.
- 5 - دور صناديق الاستثمار المستدام في تعزيز التوجه الناجح نحو اقتصاد أخضر.

قائمة المراجع

- أولاً: الكتب

1 - باللغة العربية:

1. أسماء كسري. (2016). الشفافية المالية ودورها في الرفع من كفاءة الأسواق المالية (الإصدار 01). شارع الجاردنز، المملكة الأردنية الهاشمية: مركز البحث وتطوير الموارد البشرية (رمح).
2. صلاح الدين شريط. (2019). أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية. (الإصدار 01). المسيلة: دار حيمثرا للنشر والترجمة.
3. يوسف حسن يوسف. (2014). الصكوك المالية وأنواعها (الإصدار 01). الاسكندرية: دار التعليم الجامعي.
4. محمد أحمد دريد. (2016). الاستثمار - قراءة في المفهوم والأنماط والمحددات (الإصدار 01). عمان: دار أجد للنشر والتوزيع.
5. عبد الله بن سليمان الجريش. (2018). تداول الأسهم في السوق المالية (الإصدار 01). الرياض: مكتبة القانون والاقتصاد للنشر والتوزيع.
6. محمد عبد الله شاهين محمد. (2017). تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية (الإصدار 03). القاهرة: دار حيمثرا للنشر والترجمة.
7. دريد كامل آل شبيب. (2009). الاستثمار والتحليل الاستثماري. (الإصدار 01). عمان: دار اليازوري للنشر و التوزيع.
8. أحمد محمد لطفى. (2013). أعمال السمسار في بورصة الأوراق المالية (الإصدار 01). القاهرة: دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع.

2 - باللغة الفرنسية:

1. Joseph & Capiou. 2015. Dictionnaire des marchés financier. 03 . Boeck.

1 - باللغة العربية:

1. أحمد الشوي، و أحمد محمد فتحي. (2021). صناديق الاستثمار خصائصها و سماتها (كلية دار العلوم، جامعة القاهرة، المحرر) مجلة الدراسات الإسلامية والبحوث الأكاديمية (101).
2. حسينة شرون، و الرزقي قاسمي. (2020). المنتجات المستحدثة محل التداول في بورصة الأوراق المالية. (جامعة محمد خيضر بسكرة، المحرر) مجلة الاجتهاد القضائي، 12(01).
3. حليلة عطية، و حياة بن سماعيل. (2020). صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل الأسواق المالية- حالة سوق الأسهم السعودي-. (جامعة محمد خيضر بسكرة، المحرر) مجله دفاتر اقتصاديه، 11(01).
4. زياد جلال دماغ. (2020 12 01). التحديات التي تواجه تطبيق صناديق الاستثمار لدى البنوك الإسلامية في الاقتصاد الفلسطيني. (جامعة غزة، المحرر) المجلة العالمية للاقتصاد والأعمال، 09(03).
5. الطاووس حمداوي، و هدى بورفيس. (2018). دراسة كفاءة بورصة عمان بالصيغة الضعيفة للفترة الممتدة من 2006-2016. (جامعة باجي مختار عنابة، المحرر) مجلة رماح للبحوث والدراسات (26).
6. طلال بن سليمان الدوسري. (2020). التأصيل الفقهي للصناديق الاستثمارية الوقفية. (جامعة القصيم كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، المحرر) مجلة كلية الدراسات الإسلامية والعربية للبنات، 10(05).
7. محمد جاد حسن على. (2021 01). تحليل مقارن لأداء صناديق الاستثمار في البنوك العامة التجارية المصرية وصناديق الاستثمار في البنوك الاستثمارية باستخدام المقاييس المرجحة بالمخاطر بالتطبيق على سوق رأس المال المصري. (كلية التجارة، جامعة قناة السويس، المحرر) المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، 12(01).
8. عبد الله غالم، و عبد الحفيظ خزان. (2017). أسواق الأوراق المالية. (جامعة محمد خيضر، المحرر) مجلة الاجتهاد القضائي. 06(20).
9. عزيزه مسفر ظافر آل جشمه. (2021). العوامل المؤثرة في تكوين محافظ صناديق الاستثمار. (كلية ابن رشد للعلوم الادارية، المحرر) المجلة العربية للعلوم ونشر الأبحاث- مجلة العلوم الاقتصادية والادارية والقانونية-، 05(16).
10. عبد القادر روتال، و هشام دغموم. (2020 12 31). دور الإفصاح المحاسبي في تحقيق مبدأ الكفاءة في سوق الأوراق المالية. (جامعة الجلفة، الجلفة، المحرر) مجلة البديل الاقتصادي، 07(02).
11. كمال كاظم جواد الشمري، و جهاد فيصل جهاد الجليحاوي. (2019 07 28). صناديق الاستثمار وانعكاسها على مؤشر القيمة السوقية للأسهم. (جامعة كربلاء، المحرر) مجلة جامعة بابل للعلوم البحتة والتطبيقية، 27(04).

12. كمال كاظم جواد الشمري، و جهاد فيصل جهاد الجليحاي. (2020). مدى امكانية اقامة صناديق الاستثمار في العراق من أجل تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية. (جامعة كربلاء، المحرر) المجلة العراقية للعلوم الادارية، 61(64).
13. كريمة محمد الحسيني. (2018). دور بورصة الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية. (جامعة حلوان، المحرر) المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، 31(04).
14. نور الدين جليد، و ابراهيم مزبود. (2013). صناديق الاستثمار وأهميتها في تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية. (جامعة تيبازة، المحرر) مجلة دفاتر البحوث العلمية، 01(03).
15. منى محمد الحسيني عمار. (2014). دور صناديق الاستثمار الاسلامية في تطوير الأسواق المالية. (جامعة الأزهر القاهرة، المحرر) مجلة الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، 05(13).
16. الهادي عثمان، و بدر الزمان خمقاني. (2020). دراسه الأهميه النسبيه للسّمات المؤثره على أداء صناديق الاستثمار. (جامعة قاصدي مرباح ورقلة، المحرر) مجله الباحث، 11(20).
17. يمينة سهايلية، و مريم صغير موح، و بوجمعة قويدري قوشيح. (2020). حوكمة الشركات ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية. (جامعة خميس مليانة الجزائر، المحرر) مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، 02(01).
18. يوسف مسعداوي. (2014). متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية. (جامعة البليدة 2، المحرر) مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، 05(02).

2 – باللغة الفرنسية

1. Iatridis, (2016), Accounting disclosures, Accounting quality and conditional and unconditional conservatism, *International Review of Financial Analysis*, 20(02).

1 - باللغة عربية:

1. أحمد عبد الله الفريح. (2018). موقع التحليل الفني ضمن عملية اتخاذ قرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية السعودية (أطروحة دكتوراه). (جامعة الجزائر 3، المحرر) كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص الادارة المالية للمؤسسات، الجزائر.
2. بلعيد سمية. (2015). دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية (مذكرة ماجستير). (جامعة قسنطينة 2، المحرر) كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص ادارة مالية، قسنطينة.
3. جهاد فيصل جهاد الجليحاي. (2019). صناديق الاستثمار وانعكاسها على بعض مؤشرات الأسواق المالية (مذكرة ماجستير). (جامعة كربلاء، المحرر) كلية الادارة والاقتصاد، قسم العلوم المالية والمصرفية، كربلاء.
4. حليلة عطية. (2020). دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية (أطروحة دكتوراه). (جامعة محمد خيضر، المحرر) كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، بسكرة.
5. خالد بن لطرش. (2019). اختبار مدى تنبؤية وربحية التحليل الفني الأوراق المالية في الأسواق المالية العربية (أطروحة دكتوراه). (جامعة فرحات عباس، المحرر) كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، سطيف.
6. شاكرا قاسمي. (2021). تسيير المحافظ المالية (محاضرات ماستر 2). (جامعة الشاذلي بن جديد، المحرر) كلية الاقتصاد، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، الطارف.
7. صلاح الدين شريط. (2012). دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة تجرية مصر العربية- (أطروحة دكتوراه). (جامعة الجزائر 3، المحرر) كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، الجزائر.
8. ليندة آيت بشير. (2018). التحليل الفني ودوره في التنبؤ بحركة بورصة الأوراق المالية (أطروحة دكتوراه). (جامعة الجزائر 3، المحرر) كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية، الجزائر.
9. نوال مشروم. (2018). إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية: العائد والمخاطرة (أطروحة دكتوراه). (جامعة باجي مختار، المحرر) كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقد بنك وتمويل، عنابة.

10. حسام بن فريجة. (2021). بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية في اطار فرضية الكفاءة غير الكاملة لأسواق رأس المال (أطروحة دكتوراه). (جامعة الجليلي اليباس ، المحرر) كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص علوم مالية، سيدي بلعباس.
11. مريم سرارمة. (2012). دور المشتقات المالية وتقنية التوريق 2008 (مذكرة ماجستير). (جامعة منتوري، المحرر) كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية، قسنطينة.

رابعاً: المؤتمرات و الملتقيات العلمية

1 - باللغة العربية:

1. غسان طالب. (06-07 أوت 2014). صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق المؤتمر الدولي الأول حول المالية والمصرفية الإسلامية. (الجامعة الأردنية، المحرر) ، عمان.

خامساً: مواقع الانترنت الرسمية

1 - باللغة العربية:

1. هيئة السوق المالية. تاريخ الاسترداد 02 17، 2022، <https://cma.org.sa>
2. عبد الكريم أحمد قندوز. (2021). الأسواق المالية. تاريخ الاسترداد 02 24، 2022، من صندوق النقد العربي: <https://www.amf.org.ae>
3. <https://cma.org.sa/Awareness/IFs/Pages/IFTerms.aspx>
4. <https://cma.org.sa/Awareness/IFS/Pages/default.aspx>
5. <https://cma.org.sa/Market/imf/Pages/default.aspx>
6. <https://crsd.org.sa/ar/Pages/default.aspx>
7. <https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/tadawul/knowledg-center?locale=ar>
8. <https://www.sama.gov.sa/ar-sa/EconomicReports/Pages/report.aspx?cid=120>
9. تداول السعودية. التقرير الإحصائي، 2015، 2016، 2020، 2021، تاريخ الاسترداد 02 24، 2022 <https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/tadawul/markets/reports-%26-publications/periodical-publications?locale=ar>
10. هيئة السوق المالية. "التقرير السنوي"، 2017، 2018، 2019، 2020، تاريخ الاسترداد 04 17، 2022، <https://cma.org.sa/Market/Reports/Pages/default.aspx>
11. البنك المركزي السعودي. "التقرير السنوي"، 2021، تاريخ الاسترداد 04 20، 2022، <https://www.sama.gov.sa/ar-sa/EconomicReports/Pages/AnnualReport.aspx>

12. صندوق الراجحي للأسهم السعودية للدخل. التقرير السنوي 2021، تاريخ الاسترداد 04 23، 2022،
<https://www.alrajhi-capital.com/-/media/Feature/AlRajhiCapital/PDFs/Annual-Reports/2021/05-Annual-Report--Al-Rajhi-Income-Fund--2021--Final-PDF>
13. صندوق الراجحي للأسهم الخليجية. التقرير السنوي 2021، تاريخ الاسترداد 04 23، 2022،
<https://www.alrajhi-capital.com/-/media/Feature/AlRajhiCapital/PDFs/Annual-Reports/2021/02-Annual-Report--Al-Rajhi-GCC-Fund-2021-Final-PDF>
14. شركة الرياض المالية. مستندات صندوق الرياض للأسهم السعودية 2022، تاريخ الاسترداد 04 23، 2022،
https://www.riyadcapital.com/ar/Images/14_tcm9-4666.pdf
15. شركة الرياض المالية. مستندات صندوق الرياض للدخل المتوازن 2022، تاريخ الاسترداد 04 23، 2022،
https://www.riyadcapital.com/ar/Images/25_tcm9-4680.pdf