

جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: العلوم الاقتصادية

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية

**الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء
صناديق الاستثمار -دراسة تجارب دولية-**

إشراف الأستاذ الدكتور

بن علي بلعزوز

إعداد الطالب:

عمر عبو

لجنة المناقشة

أ.د. زيدان محمد	أستاذ	جامعة الشلف	رئيسا
أ.د. بلعزوز بن علي	أستاذ	جامعة الشلف	مقررا
أ.د. براق محمد	أستاذ	المدرسة العليا للتجارة	ممتحننا
أ.د. بوكساني رشيد	أستاذ	جامعة البويرة	ممتحننا
أ.د. بريش عبد القادر	أستاذ	المدرسة العليا للتجارة	ممتحننا
د. بوفليح نبيل	أستاذ محاضر "أ"	جامعة الشلف	ممتحننا

السنة الجامعية: 2015 - 2016

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

كلمة شكر

أحمد الله عز وجل الذي وفقني في إنجاز هذه الأطروحة. كما أتقدم بالشكر والامتنان وعظيم التقدير إلى أستاذي المشرف الأستاذ الدكتور **بلعزوز بن علي** " على توجيهاته القيمة ونصائحه الخالصة ومتابعته المستمرة لإتمام هذا البحث.

كما أتقدم بالشكر والعرفان إلى المادة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على تقبلهم مناقشة وإثراء هذه الأطروحة سلفاً.

كما أشكر كل أساتذتي الذين ساهموا في تكويني في جميع الأطوار وخاصة أساتذة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة الشلف -

كما أتقدم بالشكر إلى كل من ساعدني من قريب أو بعيد

في إنجاز هذا العمل

فلكل هؤلاء جميعاً أوجه شكري ومحبتي. جزاهم الله عني خير الجزاء. ووفقنا جميعاً.

الطالب: عمر محبو

إهداء

إلى من ألهمني حب الكفاح
إلى من تعلمت منه سر النجاح.
إلى من كان لي سندًا وعمودًا في مشواري.
إلى من ألهمني الحب والأمان.
أبي نور دربي .
أمي مرفأ أفراحي وأحزاني.
إلى زوجتي الغالية وأولادي فرة عيني ياسر عبد الحي وسلسيل نهال.
إلى إخوتي وأخواتي الأعزاء.
وإلى كل من أعرفهم خاصة الكتكوت شريفة نهال بوشعور وعائلتها.
إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة هذا العمل
راجيا من المولى عز وجل التوفيق والسداد

الطالب: عمر عبو

قائمة الجداول والأشكال

فهرس الجداول والأشكال

1 - فهرس الجداول

الصفحة	الصفحة	رقم
51	مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية بنظام معين من المعلومات	1-1
170	عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية 2007-2014	1-4
170	حجم التداول لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2007-2014	2-4
171	القيمة السوقية للأسهم المصدرة والمؤشر العام للسوق المنفذة خلال 2007-2014	3-4
173	تطور عدد الصناديق المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2007-2014	4-4
174	الاستثمارات بالأصول المحلية والأجنبية في صناديق الاستثمار	5-4
176	نتائج تقييم مؤشرات أداء الصناديق على عينة من الصناديق السعودية	6-4
187	عدد الشركات المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية 2007 - 2014	7-4
188	حجم التداول وعدد الصفقات المنفذة خلال الفترة 2007-2014	8-4
189	القيمة السوقية للأسهم المصدرة والمؤشر العام خلال 2007-2014	9-4
190	تطور عدد الصناديق المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2014	10-4
191	نتائج تقييم مؤشرات أداء الصناديق على عينة من الصناديق البحرينية	11-4
204	عدد الشركات المدرجة في البورصة الماليزية خلال الفترة 2007-2014	12-4
206	تطور حجم وقيمة التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة 2007-2014	13-4
207	تطور القيمة السوقية للبورصة الماليزية خلال الفترة 2007-2014	14-4
208	تطور مؤشرات أداء البورصة الماليزية خلال الفترة 2007-2014	15-4
209	تطور حجم تداول الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي	16-4
210	تطور الصناديق التقليدية والإسلامية في سوق البورصة الماليزية للفترة 2007-2014	17-4
212	نتائج تقييم مؤشرات أداء الصناديق على عينة من الصناديق الماليزية	18-4
228	أداء التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2014	19-4
229	القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2014	20-4
232	تطور نتائج شركة الاستثمار ذات الرأسمال المحدود سليم	21-4

2- فهرس الأشكال

الصفحة	السنوآن	رقم
25	بنية سوق الأوراق المالية	1-1
30	الأركان الرئيسية لسوق الأوراق المالية	2-1
149	تأثير التنوع على مخاطر المحفظة	1-3
151	التوزيع الاحتمالي للعائد	2-3
159	تصنيف أداء مدير	3-3
170	عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2007 - 2014	1-4
172	تطور القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق من الفترة 2007-2014	2-4
174	تطور عدد صناديق الاستثمار المدرجة في السوق للفترة 2007-2014	3-4
175	تطور الاستثمارات الأصول المحلية والأجنبية في صناديق الاستثمار للفترة 2007-2014	4-4
187	عدد الشركات المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية للفترة 2007-2014	5-4
189	تطور القيمة السوقية للأسهم المصدرة في سوق البحرين للأوراق المالية للفترة 2007-2014	6-4
190	عدد الصناديق الاستثمارية المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية للفترة 2007-2014	7-4
205	عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة 2007-2014	8-4
229	حجم التداول في بورصة الجزائر لسنة 2014	9-4

فهرس المحتويات

الصفحة	فهرس المدنويان
	تشكرات
	إهداء
I	قائمة الجداول
II	قائمة الأشكال
أ - ز	مقدمة عامة
61-02	الفصل الأول: أهاسيات في الاستثمار المالي
2	تمهيد
3	المبحث الأول: ماهية الاستثمار المالي
3	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المالي
3	الفرع الأول: تعريف الاستثمار المالي
4	الفرع الثاني: أهداف الاستثمار المالي
5	الفرع الثالث: خطوات وأسس الاستثمار المالي
6	الفرع الرابع: تصنيفات الاستثمار المالي
7	المطلب الثاني: متطلبات ومبادئ القرار الاستثماري
7	الفرع الأول: متطلبات اتخاذ القرار الاستثماري
9	الفرع الثاني: مبادئ اتخاذ القرار الاستثماري
10	الفرع الثالث: أنواع القرارات الاستثمارية
11	الفرع الرابع: مزايا وعيوب الاستثمار المالي
12	المبحث الثاني: الملامح الأساسية للسوق المالي
12	المطلب الأول: مفهوم السوق المالي
12	الفرع الأول: تعريف السوق المالي
13	الفرع الثاني: هيكل السوق المالي

17	المطلب الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية
17	الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية
20	الفرع الثاني: بنية (مكونات) سوق الأوراق المالية
26	الفرع الثالث: متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية
27	المبحث الثالث: تنظيم سوقا لأوراق المالية
27	المطلب الأول: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية
27	الفرع الأول: إدارة سوق الأوراق المالية
30	الفرع الثاني: المتعاملون في سوق الأوراق المالية
35	المطلب الثاني: آليات التعامل في سوق الأوراق لمالية
35	الفرع الأول: أوامر السوق
38	الفرع الثاني: تكاليف تنفيذ المعاملات
39	المطلب الثالث: نظام التسعير والعمليات في سوق الأوراق المالية
39	الفرع الأول: مفهوم التسعير
41	الفرع الثاني: تقنيات تحديد أسعار الأوراق المالية
43	الفرع الثالث: مزايا وسلبيات تسعير الأوراق المالية
45	الفرع الرابع: عمليات سوق الأوراق المالية
48	المبحث الرابع: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية
48	المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
48	الفرع الأول: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية
51	الفرع الثاني: أنواع ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية
54	المطلب الثاني: مؤشرات سوق الأوراق المالية
54	الفرع الأول: مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية
57	الفرع الثاني: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية

59	الفرع الثالث: أساليب بناء مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية
61	خلاصة الفصل الأول
112-63	الفصل الثاني: أدوات الاستثمار في السوق المالي
63	تمهيد
64	المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي
64	المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم)
64	الفرع الأول: تعريف وخصائص الأسهم
67	الفرع الثاني: أنواع الأسهم
76	المطلب الثاني: أدوات الدين (السندات)
77	الفرع الأول: مفهوم السندات
78	الفرع الثاني: أنواع السندات
82	الفرع الثالث: مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات
83	الفرع الرابع: المنتجات الهجينة
85	المطلب الثالث : أدوات السوق النقدي (أدوات الاستثمار في السوق النقدي)
85	الفرع الأول : شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول وأذون الخزينة
89	الفرع الثاني: القبولات المصرفية والأوراق التجارية
90	الفرع الثالث: ودائع العملات الأجنبية (سوق اليورو - الدولار)
91	الفرع الرابع: اتفاقيات إعادة الشراء وقرض فائض الاحتياطي الإلزامي
92	المبحث الثاني: الأدوات المالية المشتقة
92	المطلب الأول: عقود الخيارات
92	الفرع الأول: تعريف وخصائص المشتقات المالية
93	الفرع الثاني: مفهوم عقود الخيارات
96	المطلب الثاني: العقود الآجلة، المستقبلية والمبادلة

96	الفرع الأول: مفهوم العقود الآجلة
97	الفرع الثاني: مفهوم العقود المستقبلية
98	الفرع الثالث: مفهوم عقود المبادلات
101	المبحث الثالث: تقييم أدوات الاستثمار في السوق المالي
101	المطلب الأول: تقييم الأسهم والسندات
101	الفرع الأول: تقييم الأسهم
104	الفرع الثاني: تقييم السندات
105	المطلب الثاني: التحليل الأساسي والفني للأوراق المالية
105	الفرع الأول: التحليل الأساسي
108	الفرع الثاني: التحليل الفني في السوق المالي
112	خلاصة الفصل الثاني
165-114	الفصل الثالث: صناديق الاستثمار في السوق المالية
114	تمهيد
115	المبحث الأول: ماهية صناديق الاستثمار
115	المطلب الأول: نشأة ومفهوم صناديق الاستثمار
115	الفرع الأول: نشأة صناديق الاستثمار
116	الفرع الثاني: مفهوم صناديق الاستثمار
118	الفرع الثالث: إدارة عمليات الصندوق الاستثماري
121	المطلب الثاني: تقسيمات صناديق الاستثمار
121	الفرع الأول: أنواع صناديق الاستثمار
127	الفرع الثاني: السياسات الاستثمارية وتكاليف الاستثمار
129	المطلب الثالث: مزايا ومخاطر صناديق الاستثمار
129	الفرع الأول: مزايا صناديق الاستثمار

131	الفرع الثاني: مخاطر صناديق الاستثمار
133	المبحث الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية
133	المطلب الأول: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية
133	الفرع الأول: تعريف وخصائص صناديق الاستثمار الإسلامية
135	الفرع الثاني: الفرق بين صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية
136	المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية
136	الفرع الأول: صناديق الاستثمار بحسب المكونات
139	الفرع الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية بحسب إمكانية تداول وثائقها
141	المبحث الثالث: مكونات محفظة أصول صناديق الاستثمار
141	المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية
141	الفرع الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية
143	الفرع الثاني: مبادئ وأسس محفظة الأوراق المالية
146	المطلب الثاني: تصنيفات المحافظ الاستثمارية وإستراتيجية التنوع
146	الفرع الأول: تصنيفات المحافظ الاستثمارية
148	الفرع الثاني: استراتيجيات تنوع المحفظة الاستثمارية
151	المطلب الثالث: عوائد المحفظة الاستثمارية ومخاطرها
151	الفرع الأول: عائد المحفظة الاستثمارية
153	الفرع الثاني: مخاطر المحفظة الاستثمارية وقياسها
158	المطلب الرابع: طرق تقييم أداء صناديق الاستثمار
158	الفرع الأول: أسس قياس وتصنيف أداء مدير المحفظة الاستثمارية
160	الفرع الثاني: نماذج تقييم أداء محافظ أصول صناديق الاستثمار
165	خلاصة الفصل الثالث
235-167	الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

167	تمهيد
168	المبحث الأول: تقييم أداء سوق الأسهم السعودي
168	المطلب الأول: سوق الأسهم السعودي
168	الفرع الأول: نشأة سوق الأسهم السعودي
169	الفرع الثاني: أداء سوق الأسهم السعودي
173	الفرع الثالث: صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي
176	المطلب الثاني: تقييم أداء عينة من صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي
176	الفرع الأول: تطبيق مؤشر شارب على سوق الأسهم السعودي
177	الفرع الثاني: تطبيق مؤشر شارب على عينة من الصناديق محل الدراسة
180	الفرع الثالث: تطبيق مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M2 عينة من الصناديق
182	الفرع الرابع: تطبيق مؤشر ترينور على عينة من الصناديق
185	المبحث الثاني: تقييم أداء سوق البحرين للأوراق المالية
185	المطلب الأول: مفهوم سوق البحرين للأوراق المالية
185	الفرع الأول: نشأة سوق البحرين للأوراق المالية
186	الفرع الثاني: شروط الإدراج في بورصة البحرين
187	الفرع الثالث: أداء سوق البحرين للأوراق المالية
191	المطلب الثاني: تقييم أداء صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية
191	الفرع الأول: تطبيق مؤشر شارب على سوق البحرين للأوراق المالية
192	الفرع الثاني: تطبيق مؤشر شارب على عينة من الصناديق محل الدراسة
194	الفرع الثالث: تطبيق مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M2 عينة من الصناديق
197	الفرع الرابع: تطبيق مؤشر ترينور على عينة من الصناديق
199	المبحث الثالث : تقييم أداء سوق الأوراق المالية الماليزية
199	المطلب الأول: نشأة ووظائف السوق المالي الماليزي

199	الفرع الأول: السوق المالي الماليزي
201	الفرع الثاني: نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية
204	الفرع الثالث: أداء سوق الأوراق المالية الماليزية
212	المطلب الثاني: تقييم أداء عينة من صناديق الاستثمار في سوق المالي الماليزي
212	الفرع الأول: تطبيق مؤشر شارب للبورصة الماليزية
213	الفرع الثاني: تطبيق مؤشر شارب على عينة من الصناديق محل الدراسة
216	الفرع الثالث: تطبيق مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M2 عينة من الصناديق
218	الفرع الرابع: تطبيق مؤشر ترينور على عينة من الصناديق
220	المبحث الرابع: صناديق الاستثمار في الجزائر
220	المطلب الأول: بورصة الجزائر
220	الفرع الأول: مراحل إنشاء بورصة الجزائر
222	الفرع الثاني: الهيئات العاملة ببورصة الجزائر
225	الفرع الثالث: الوسطاء في بورصة الجزائر
227	الفرع الرابع: شروط تقييد الأوراق المالية في بورصة الجزائر
228	الفرع الخامس: أداء بورصة الجزائر
230	المطلب الثاني: صناديق الاستثمار في الجزائر
230	الفرع الأول: هيئات التوظيف الجماعي في الجزائر
231	الفرع الثاني: واقع صناديق الاستثمار في الجزائر
235	خلاصة الفصل الرابع
237	خاتمة عامة
242	قائمة المراجع
	الملاحق

مقدمة عامة

مقدمة عامة

تمارس الأسواق المالية دوراً مهماً في الحياة الاقتصادية، فهي تقوم من خلال الأدوات المالية الاستثمارية بتجميع وتعبئة المدخرات من أصحاب الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي، وبالتالي فهي بالنسبة لهذا الأخير مصدر للتمويل، وبالنسبة لأصحاب الفوائض المالية مصدراً للفرص الاستثمارية من أجل توظيفها. وعلى الرغم من تعدد الأوراق المالية المتداولة في السوق إلا أنه يلاحظ عليها أنها تلائم كبار المستثمرين الذين لديهم الخبرة والدراية بأسواق المال، سواء كانوا أفراد أو مؤسسات.

شهدت الأسواق المالية تطورات وتحولات كبيرة تزايدت معها أهمية صناديق الاستثمار في جلب المدخرات إلى السوق، حيث تعتبر صناديق الاستثمار أداة استثمارية تسمح لصغار المستثمرين الذين يمتلكون مدخرات محدودة أن يشتروا توليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية تسمح لهم بالولوج إلى السوق، إلا أن محدودية هذه المدخرات ليست السبب الوحيد لإحجام المستثمرين للاستثمار المباشر في السوق المالية، فنجد أن هناك فئات من المستثمرين الذين لديهم الموارد المالية الكافية لشراء تشكيلة من الأوراق المالية، ولكن تنقصهم الخبرة والدراية بالسوق، وعليه تعطي صناديق الاستثمار لهذه الفئات الفرصة من أجل الدخول للسوق تحت إشراف إدارة متخصصة تقوم باتباع استراتيجيات التنويع من أجل الاختيار المناسب من الأصول المالية والتعامل بها في الوقت المناسب للاستفادة من الفرص المتاحة لتحقيق الأرباح، وبالتالي تكوين محفظة الأوراق المالية المناسبة التي من شأنها أن تعظم العائد وتخفف المخاطرة.

أهمية الدراسة

تكمن أهمية هذا البحث في المساهمة العلمية التي يقدمها، لأنه يتناول موضوع دور الأسواق المالية في تعزيز أداء صناديق الاستثمار باعتبارها أوعية مالية ادخارية في جذب المدخرات وتشجيع المستثمرين، وهي أداة مهمة تسمح لصغار المستثمرين الذين لديهم مدخرات محدودة بالإضافة إلى المستثمرين الذين ليس لديهم الخبرة والدراية بمجال الاستثمار في الدخول إلى السوق المالية. بالإضافة إلى تبيان مؤشرات قياس أداء صناديق الاستثمار سواء كانت مؤشرات بسيطة أو مركبة من أجل معرفة مدى تأثير أو تأثير أداء السوق على أداء الصندوق.

أهداف الدراسة: بناء على ما تقدم، فإن هذا البحث يهدف إلى:

- التطرق إلى أساسيات الاستثمار المالي من خلال إبراز خطواته وأساسه؛
- معرفة حيثيات الأسواق المالية مبرزاً في ذلك مفهوم السوق المالي، بالإضافة إلى كفاءتها ومؤشراتها؛
- التعرف على طبيعة صناديق الاستثمار وأنواعها؛
- تبيان الدور الذي يلعبه الصندوق الاستثماري في السوق؛
- إبراز النماذج المختلفة لتقييم أداء صناديق الاستثمار؛
- تطبيق نماذج تقييم الأداء على عينة من الصناديق محل الدراسة؛

الاشكال الرئيسي: انطلاقاً من أهمية البحث ووصولاً إلى أهدافه يمكن صياغة السؤال الرئيسي التالي:

ما مدى مساهمة الأسواق المالية في تعزيز أداء صناديق الاستثمار؟

الأسئلة الفرعية: يمكن إبراز أهم الأسئلة الفرعية فيما يلي:

- ما المقصود بالاستثمار المالي في السوق المالي؟ وعلى أي أساس يقوم المستثمر باتخاذ القرار الاستثماري؟
- ماذا نعني بالسوق المالي؟ وما هي تصنيفاته والأدوات المتوفرة فيه؟
- ما هو دور ومميزات صناديق الاستثمار في السوق المالي؟
- هل يمكن أن يؤثر أو يتأثر أداء السوق على أداء الصندوق؟.

الفرضيات

الفرضية الأولى: يتوقف الاستثمار في السوق المالي على قدرة المستثمر على توفير المعلومات من أجل

التحليل واتخاذ القرار الاستثماري المناسب؛

الفرضية الثانية: تسمح صناديق الاستثمار بجلب وتجميع المدخرات من أجل إتاحة الفرصة لصغار

المستثمرين للاستثمار في الأوراق المالية وبالتالي الولوج إلى السوق المالي؛

الفرضية الثالثة: يعكس أداء مؤشر العائد للسوق أداء العائد للصندوق؛

المنهج المتبع: بناء على الأسئلة الفرعية والفرضيات التي تم صياغتها فإننا سنتبع في بحثنا هذا المنهج الاستنباطي من خلال أدواته الوصف وذلك في الجانب النظري، أما أداة التحليل فقد استخدمت في الجانب التطبيقي.

حدود الدراسة:

يمكن تقسيم حدود الدراسة في هذا البحث إلى :

الحدود المكانية : تم تركيز دراستنا على بعض الدول التي تتعامل بصناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، حيث تم التركيز على سوق الأسهم السعودي، سوق البحرين للأوراق المالية وسوق الأوراق المالية الماليزية، بالإضافة إلى التطرق لبورصة الجزائر.

أما فيما يخص **الحدود الزمانية** فقد تم تحديدها من سنة 2007 إلى غاية سنة 2014 .

الدراسات السابقة:

- محمد جاد حسن علي، " تحليل مقارن لأداء صناديق الاستثمار في البنوك العامة التجارية المصرية"، مقالة منشورة في المجلة المصرية للدراسات التجارية، مج 37، ع2، مصر، 2013، حيث تناول البحث في هذه الورقة صناديق الاستثمار وأنواعها، كما تطرق أيضا إلى تحليل أداء صناديق الاستثمار باستخدام ثلاثة مقاييس للتقييم "شارب، ترينور وجنسن" بالإضافة إلى اختبار بعض المتغيرات وتأثيرها على أداء الصناديق، وذلك ببناء نموذج رياضي مع تحديد المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة باستخدام برنامج SPSS. وتوصل إلى النتائج التالية:

- نوع الصناديق (أسهم) يكون أداؤه أكبر لصالح صناديق الاستثمار في البنوك الاستثمارية عن الصناديق في البنوك العامة التجارية
- أهمية شركات الإدارة في تفسير الأداء لصالح صناديق الاستثمار في البنوك الاستثمارية عن صناديق البنوك العامة التجارية، حيث إن شركة الإدارة (هيرميس) يأتي ثاني أهم متغير يساهم في تفسير الأداء في نموذج الانحدار المتدرج لمقياس شارب ومقياس جنس ألفا بعد نوع الصندوق.

- محمد العوض الأمين يوسف، "الصناديق الاستثمارية وأثرها في حفز الاستثمار المالي في السودان خلال الفترة 2000-2009"، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة أم درمان الإسلامية،

السودان، 2011. حيث تناول الباحث في هذه الدراسة الأسواق المالية من حيث نشأتها وأنواعها بالإضافة إلى أنواع الأوراق المالية، أما في الفصل الثاني فتناول فيه صناديق الاستثمار والتكيف الشرعي لها بالإضافة إلى أنواع صناديق الاستثمار والجوانب المتعلقة بها، أما الفصل الثالث تطرق فيه إلى صناعة صناديق الاستثمار في السودان بالتركيز على بنك الاستثمار المالي وشركة جلوبل بيت الاستثمار العالمي في السودان.

وتوصل في البحث إلى النتائج التالية:

- تعتبر صناديق الاستثمار من الأدوات المهمة التي تساعد في تنشيط سوق الأوراق المالية وتجوز شرعا وقانونا؛
- أضحت فرصا للجمهور لاستثمار مدخراتهم في مجالات عديدة؛
- أصبحت تشكل أداة تمويلية مهمة مثل مصادر التمويل الأخرى.

- إبراهيم بن عبد العزيز بن ناصر المزني، "تقييم أداء صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية والعوامل المؤثر عليها في المملكة العربية السعودية دراسة قياسية للفترة 1992-2002"، رسالة ماجستير في الاقتصاد، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 2004، حيث قام الباحث بتقسيم البحث إلى أربعة فصول، تطرق في الفصل الأول إلى ماهية صناديق الاستثمار ونشأتها ومميزاتها وعيوبها ثم تطرق أيضا إلى نشأة صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية، أما الفصل الثاني تناول فيه الباحث الأسس النظرية والعلمية التي بنى عليها النماذج الاقتصادية التي تساعد على تقييم أداء صناديق الاستثمار، بالإضافة إلى استعراض الدراسات العالمية التي تطرقت إلى صناديق الاستثمار، أما فيما يخص الفصل الثالث فتناول فيه النماذج المستخدمة التي يتم على أساسها تقييم أداء صناديق الاستثمار في المملكة، وهي النموذج البسيط ونموذج شارب وترينور ونموذج جنسن والنموذج القياسي المستخدم في تحليل خمسة صناديق استثمار تم اختياره من طرف الباحث، أما الفصل الأخير استعرض فيه نتائج تقييم الصناديق الاستثمارية محل الدراسة.

فيما يخص النتائج المتوصل إليها فهي:

نتائج التحليل القياسي بشأن العوامل المؤثرة على الصناديق التي تم اختيارها اتضح أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين سعر وحدة الصندوق والمتغيرات المستقلة محل الدراسة وأن أسعار البترول وعرض النقود تأثيرهما ضعيف على سعر وحدة الصندوق مما يعني اخفاق صناديق الاستثمار في جذب السيولة الكبيرة الموجودة في السوق، بالإضافة إلى افتقار الشفافية في صناديق الاستثمار وعدم الافصاح عن المعلومات

وعدم وجود مؤشر خاص بصناديق الاستثمار يبين أداء الصناديق وعامل المخاطرة فيها وعدم توزيع الأرباح. كلها عوامل أدت إلى عدم جذب صغار المستثمرين إلى الاستثمار في الصناديق.

- شريط صلاح الدين، " دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع امكانية تطبيقها على الجزائر"، دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2011-2012.

حيث قام الباحث بتقسيم البحث إلى أربعة فصول، تطرق في الفصل الأول إلى أساسيات الادخار والاستثمار بدوره قسمه إلى ماهية الادخار ومعانيه بالإضافة إلى أنواع الإدخار في النظريات الاقتصادية والاقتصاد الاسلامي، كما تطرق إلى ماهية تاريخ الفكر الاقتصادي للاستثمار والنظريات المفسرة له، أما فيما يخص الفصل الثاني كان بعنوان الملامح الرئيسية للاستثمار في سوق الأوراق المالية قسمه بدور إلى تاريخ ونشأة الأسواق المالية والبورصات وآليات التعامل في الأسواق المالية بالإضافة إلى أنواعها والتقنيات الأساسية في سوق الأوراق المالية. أما فيما يخص الفصل الثالث فتمحور حول الجوانب النظرية والفنية في صناديق الاستثمار، حيث أبرز فيه الباحث نشأة صناديق الاستثمار وتطورها التاريخي بالإضافة إلى ماهية صناديق الاستثمار والدور المتوقع لصناديق الاستثمار وأنواعها وعمليات الإدارة أما الفصل الرابع فتطرق فيه إلى التجربة المصرية في صناديق الاستثمار حيث تطرق فيه إلى نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في مصر وتنظيمها، بالإضافة إلى صناديق الاستثمار فيها، أما المبحث الأخير فخصصه إلى تقييم أداء صناديق الاستثمار وفقا للمؤشرات البسيطة والمركبة.

- أما فيما يخص النتائج التي توصل إليها نبرزها فيما يلي:
- يمكن لصناديق الاستثمار أن تمارس دورا رئيسيا في دعم برنامج الخصخصة من خلال تمويل الاستثمارات القائمة والاستثمارات الجديدة، وذلك عن طريق زيادة التمويل الداخلي للمشروعات القائمة وشراء الأسهم المطروحة من جانب الحكومة للشركات التي تملكها؛
- أن صناديق الاستثمار تخدم في المقام الأول المدخر الصغير الذي يسعى إلى تعظيم أرباحه مع التقليل من المخاطرة؛
- تعتبر تجربة مصر ناجحة في تنفيذ برنامج الخصخصة وتطوير سوق المال عن طريق صناديق الاستثمار التي تعتبر تجربة فريدة ومتميزة من حيث أهدافها وإنجازاتها؛
- توسيع قاعدة الملكية الخاصة بزيادة الأسهم المطروحة ورأس المال السوقي في البورصة

- Rula hani halase, " **the impact of hedging strategy with straddle on the portfolio risk and return**", Mu'tah lil –buhuth wad dirasat, Humanities and social series, vol.28,N°5,Jordan,2013.

قامت هذه الدراسة باختبار قدرة استراتيجية الخيارات المالية المتمثلة في شراء الخيار المنفرج في تحسين أداء المحفظة الاستثمارية والحصول على عوائد مرتفعة وتخفيض المخاطرة النظامية واللائزمية في سوق عمان المالي، وقد استخدم العوائد الربعية لـ 47 سهما مدرجا في سوق المال "عمان" للفترة 2000-2010، كما استخدم عوائد مؤشر السوق الرئيسي كبديل عن عائد محفظة السوق.

- أما نتائج الدراسة أكدت أن تحسين أداء المحفظة حسب جميع مقاييس الأداء (شارب، ترينور، جنسن) نجحت هذه الاستراتيجية في تخفيض مخاطرة السوق إلى 93.2%، ولم تنجح في تخفيض المخاطرة الكلية حيث ارتفعت المخاطرة اللائزمية بنسبة 22.2%.

- Hesham merdad, M. kabir hassan, Yasser alhenawi, " **Islamic versus conventional mutual funds performance in Saudi Arabia: a case study**", journal King Abdel Aziz University, Islamic economics, vol 23, N° 2, Saudi Arabia, 2010.

تطرق فيها الباحثون إلى العلاقة بين العائد والمخاطرة في عينة من أكبر الصناديق مدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة جانفي 2003 إلى غاية جانفي 2010 باستخدام مقاييس الأداء مثل نسبة شارب ومعامل ترينور ومعامل جنسن. حيث قسمت الدراسة إلى فترة الصعود وفترة الهبوط وفترة الأزمة المالية

ومن النتائج المتوصل إليها:

- أن صناديق الاستثمار الاسلامية لا تجاري صناديق الاستثمار التقليدية في الأداء خلال الفترة الدارسة وكذلك فترة الصعود؛
- صناديق الاستثمار الاسلامية تتفوق في الأداء على نظيرتها التقليدية في فترة الهبوط وفترة الأزمة المالية؛
- أن صناديق الاستثمار الاسلامية تقدم تحوطا جيدا للمستثمرين في فترات الركود الاقتصادي بسبب القواعد التي يفرضها الاستثمار الاسلامي على اختيار الأصول.

- من خلال ما سبق من الدراسات يمكن أن يكون مدخل بحثي هذا من خلال تقييم أداء صناديق الاستثمار لمجموعة من الدول محل الدراسة (السعودية، البحرين، ماليزيا) من أجل إجراء مقارنة بينهم من حيث أداء الصناديق وأيضا من ناحية تطبيق نماذج تقييم أداء صناديق الاستثمار المركبة (مؤشر شارب، مؤشر ترينور، مؤشر M2)، مع التطرق أيضا إلى صناديق الاستثمار المتداولة في الجزائر

تقسيمات البحث: سوف يتم معالجة هذا البحث وفق أربعة فصول ومقدمة وخاتمة، كما يلي:

الفصل الأول: أساسيات في الاستثمار المالي مدخلا لموضوع البحث، حيث تم تقسيمه إلى أربعة مباحث، حولنا في المبحث الأول التطرق إلى ماهية الاستثمار المالي ومتطلبات اتخاذ القرار الاستثمار. بينما تناولنا في المبحث الثاني الملامح الأساسية للسوق المالي من حيث مفهومها وأهميتها، بالإضافة إلى تقسيماتها أما المبحث الثالث فتم تخصيصه إلى تنظيم سوق الأوراق المالية حولنا من خلاله التطرق إلى الهيكل التنظيم للسوق ، وأيضا إلى آليات التعامل ونظام التسعير والعمليات التي يتم تنفيذه فيه أما المبحث الرابع والأخير فتطرقنا فيه إلى كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية.

الفصل الثاني: أدوات الاستثمار في السوق المالي، وقد قسمناه بدوره إلى ثلاثة مباحث، المبحث الأول تطرقنا فيه إلى الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي بداية بالتطرق إلى الأدوات الملكية (الأسهم)، ثم الأدوات الدين (السندات) بالإضافة إلى الأوراق المهجنة مع التطرق إلى أدوات السوق النقدي. أما المبحث الثاني فقد خصصناه إلى المشتقات المالية وتطرقنا فيه إلى مفهومها وأنواعها، أما المبحث الثالث والأخير فقد خصصناه إلى تقييم أدوات الاستثمار في السوق المالي حيث تطرقنا فيه إلى تقييم الأسهم والسندات، بالإضافة إلى التطرق إلى التحليل الاساسي والفني للأوراق المالية.

الفصل الثالث: صناديق الاستثمار في السوق المالي بدوره تم قسمه إلى ثلاثة مباحث، الأول تناولنا فيه الملامح الرئيسية لصناديق الاستثمار، أما في المبحث الثاني تطرقنا فيه إلى صناديق الاستثمار الإسلامية، أما المبحث الثالث فتطرقنا فيه إلى مكونات محفظة أصول صناديق الاستثمار.

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية) تم تقسيمه إلى أربعة مباحث، تناولنا في المبحث الأول تقييم أداء صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي بالإشارة إلى أداء السوق ومؤشرات تداوله ثم طرق تقييم أداء صناديق الاستثمار ، أما المبحث الثاني تناولنا فيه تقييم أداء صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية بالإشارة إلى أداء السوق ومؤشرات تداوله ثم طرق تقييم أداء صناديق الاستثمار، أما المبحث الثالث فقد خصصناه إلى تقييم أداء صناديق الاستثمار في سوق ماليزيا بالإشارة إلى أداء السوق ومؤشرات تداوله ثم طرق تقييم أداء صناديق الاستثمار. أما المبحث الرابع والأخير فتم تخصيصه إلى صناديق الاستثمار في الجزائر.

الفصل الأول
أساسيات
الاستثمار المالي

الفصل الأول: أساسيات في الاستثمار المالي

تمهيد

يعتبر موضوع الاستثمار من المواضيع الهامة التي تحتل مكانا رئيسيا، ولكل استثمار وجهان أحدهما يمثل العائد الذي سوف يحققه، والآخر يمثل المخاطر التي سيتحملها المستثمر، وأن القرار الاستثماري هو اختيار الاستثمار الذي يتلاءم عوائده مع المخاطر، بمعنى تحديد حجم العائد المرغوب الحصول عليه لقاء المخاطر التي يتقبلها. ومن بين أنواع الاستثمار نجد الاستثمار المالي في الأسواق المالية، حيث تحظى هذه الأخيرة باهتمام بالغ من الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد وتزيد من معدلات الرفاهية للأفراد، فهي تعتبر وسيط بين أطراف الادخار من أفراد ومؤسسات، وبين المشروعات المختلفة التي تحتاج إلى رؤوس الأموال،

وعلى أثر ذلك ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى أربع مباحث:

المبحث الأول: ماهية الاستثمار المالي؛

المبحث الثاني: الملامح الأساسية للسوق المالي؛

المبحث الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية؛

المبحث الرابع: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: ماهية الاستثمار المالي

الاستثمار ركيزة أساسية من ركائز النشاط الاقتصادي، بحيث تتطلب عملية الاستثمار استخدام استراتيجيات وقدرة كبيرة على قراءة الاتجاهات المستقبلية، وكأي عملية أخرى فالاستثمار بحاجة إلى التخطيط وإلى ضرورة التقدم بخطوات مدروسة بعناية، والأخذ بعين الاعتبار عوامل المخاطر كل هذا يكون وفقاً لأداة الاستثمار المستخدمة.

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المالي

يتطلب الاستثمار في السوق المالي خطوات يجب إتباعها من أجل اتخاذ القرار الاستثماري، مع الأخذ بعين الاعتبار عاملي العائد والمخاطرة التي يتقبلها المستثمر

الفرع الأول: تعريف الاستثمار المالي

أولاً - التعرف اللغوي: مصدر استثمر، يستثمر و هو الطلب بمعنى طلب الاستثمار، وأصله من التمييز وهو له عدة معان منها ما يحمله الشجر وما ينتجه، ومنها الولد، ومنها أنواع المال¹

ثانياً - التعريف الاصطلاحي: هو توظيف المال بهدف تحقيق الفائدة بالدخل أو الربح والمال عموماً قد يكون الاستثمار على شكل مادي ملموس أو على شكل غير مادي²

تعريف الاستثمار الحقيقي: هو مجموع الاستثمارات التي تتمثل في إنشاء الأصول الإنتاجية بهدف تحقيق الربح أو الشراء وتملك الأصول الرأسمالية، كالاتثمار الأراضي، المصانع، الذهب... إلخ، وهذا النوع من الاستثمارات تؤدي إلى زيادة حقيقية الناتج المحلي الإجمالي في تكوين وتراكم رأس المال³.

أما فيما يخص الاستثمار المالي فهناك عدة تعاريف نذكر منها:

التعريف الأول: هو حصيلة امتلاك المستثمر (طبيعي أو معنوي) أدوات ملكية (الأسهم بأنواعها) أو أدوات الدين (السندات بأنواعها) لتحقيق عائد في ظل مخاطر محسوبة⁴

التعريف الثاني: هو شراء حصة في رأس المال الممثلة بأسهم أو حصة في القرض، الممثلة في السندات أو شهادات الإيداع... إلخ. تعطي الحق لحامها في المطالبة بالأرباح أو الفوائد والحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأصول المالية⁵.

¹ محمد علي سويلم، "أدوات الاستثمار في البورصة"، دار المطبوعات الجامعية، ط1، الإسكندرية، مصر، 2013، ص10

² طاهر حيدر جردان، "أساسيات الاستثمار"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2009، ص13.

³ دريد كامل آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 2009، ص50.

⁴ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام "الاستثمار بالأدوات المالية تحليل وإدارة"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان، الأردن، 2004، ص20.

⁵ أنظر - زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر، ط4، عمان، الأردن، 2007، ص39

- ماجد أحمد عطا الله، "إدارة الاستثمار"، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2011، ص12

التعريف الثالث: هو حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي يتخذ شكل سهم أو سند أو شهادة إيداع... إلخ¹، والأصل المالي يمثل حقا ماليا يخول لحامله المطالبة بأصل حقيقي ويكون عادة مرفق بمستند قانوني، كما يترتب لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للشركة المصدرة للورقة المالية²

التعريف الرابع: هو عملية توظيف أموال في أصول مالية تنتج عنها عوائد دورية أو غير دورية ويهدف المستثمر إلى اختيار الأصول المالية التي تعظم العائد المتوقع لمستوى مخاطر معين، أو تقلل الخطر إلى الحد الأدنى لعائد متوقع مطلوب³

وعليه يمكن استنتاج من التعاريف السابقة أن الاستثمار المالي هو امتلاك المستثمر أصل مالي يكون على شكل أسهم، سندات، شهادات إيداع... إلخ، مما يخول له الحق في الحصول على جزء من الأرباح أو الفوائد في ظل المخاطر.

الفرع الثاني: أهداف الاستثمار المالي

يهدف الاستثمار المالي إلى تحقيق مجموعة من الأهداف للمستثمر منها:

أولا - تأمين المستقبل: عادة ما يقوم بتمثيل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنا معيناً، وهم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دورياً مع درجة ضعيفة من المخاطرة؛

ثانياً - تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول: يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس المال المستثمر على الدوام، حيث إن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر، ومضافاً إليها العائد المحصل؛

ثالثاً - تحقيق أكبر دخل جاري: يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى؛

رابعا - حماية الأموال من انخفاض قدرتها الشرائية نتيجة التضخم: إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة؛

خامساً - تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة: يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم؛

¹ السيد متولى عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر، عمان، ط1، الأردن، 2010، ص28

² محمد مطر، "إدارة الاستثمارات - الاطار النظري والتطبيقات العملية"، دار وائل للنشر والتوزيع، ط5، عمان، الأردن، 2009، ص79.

³ عبد المجيد المهيلمي، "أداة النجاح في البورصة، التحليل الفني للأسواق المالية"، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، ط5، القاهرة، مصر، 2004،

سادسا - حماية الدخل من الضرائب: يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها، حيث أنه إذا قام بتوظيفه في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية.

الفرع الثالث: خطوات وأسس الاستثمار المالي أولا: خطوات الاستثمار المالي:

يتطلب من أي مستثمر لنجاح استثماره أن يتبع الخطوات التالية:

1- تحديد الأهداف المرجوة من الاستثمار: أي تحديد أكبر عائد ممكن أو الرغبة استقرار العائد بهدف تحديد نوعية الأصول الاستثمارية؛

2- تحديد مستوى الخطر الملائم: وهذا حسب معيار أو درجة المستثمر فإذا كان يميل إلى تجنب المخاطر يتجه لتشكيل محفظة تحمل أكبر نسبة من السندات، بينما الذي يرغب في تحمل المخاطر فإن محفظته تتشكل من الأسهم، وهذا ما يستوجب تباين كل من عائد الورقة و عائد المحفظة¹؛

3- تقدير العائد والخطر لكل ورقة على حدى: أي تحليل السهم أو السند، حيث يجب دراسة كل ورقة مالية وذلك للتعرف على العائد والخطر، ومن ثم اختيار التشكيلة الاستثمارية المناسبة؛

4- تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية: يتمثل ذلك في تشكيل وتكوين المحفظة في ظل مستوى الخطر المقبول؛

5- تقييم ما تم تحقيقه: يعني عرض النتائج المترتبة على تشكيل المحفظة للتعرف على الأهداف المحققة، ومن ثم التوصل إلى عدد من الانطباعات التي تساعد في تحسين كيفية تحديد الأهداف المستقبلية.

ثانيا - أسس الاستثمار المالي (بالأوراق المالية)

يجب على المستثمر قبل القيام بأي عمل استثمار مالي عليه معرفة أسس الاستثمار المالي وهي:

1- العائد: يتضمن المكافأة التي يحصل عليها المستثمر لقاء تخليه عن استهلاكه الحالي، أو السيولة النقدية الفائضة، والعائد يتضمن شقين سنوي وقد يكون ثابت مثل فوائد أدوات المديونية، أو متغير مثل مقسوم الأرباح لأدوات الملكية وعائد رأسمالي قد يكون ربح أو خسارة؛

2- المخاطرة: هي احتمالات تحقق الخسائر المصاحبة للاستثمار، أو هي اختلاف العائد المتحقق عن المتوقع من قبل المستثمر ويحاول المستثمر قدر الإمكان تجنب المخاطر أو الحد من آثارها؛

3- التوقيت: هو الفترة الزمنية للاحتفاظ بالورقة المالية طبقا لأهداف المستثمر، فقد يكون الاحتفاظ ضمن فترة زمنية طويلة (التركيز على العائد السنوي) أو الفترة قصيرة (التركيز على الأرباح الرأسمالية).

¹ - عبد الغفار حنفي، "الإدارة المالية المعاصرة، مدخل اتخاذ القرار"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1990، ص14

² - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص ص 23-24.

الفرع الرابع: تصنيفات الاستثمار المالي

يمكن تقسيم الاستثمار المالي إلى عدة أصناف كما في النحو التالي:

أولاً: تصنيف الاستثمار المالي حسب معيار الزمن

يمكن تصنيف الاستثمار المالي للأوراق المالية وفق معيار الزمن كما يلي:

- استثمار قصير الأجل: هو استثمار نقدي مكوناته تدخل في عرض النقود ويأخذ شكل أذون الخزينة، شهادات الإيداع...إلخ؛
- استثمار متوسط وطويل الأجل: هو استثمار رأس مالي ويأخذ شكل الأسهم، السندات والكفالات...إلخ.

ثانياً: التصنيف حسب معيار التعدد

ينقسم الاستثمار المالي حسب معيار التعدد إلى ما يلي:

- استثمار فردي: هو القيام باستثمار واحد فقط أي من نوع واحد مهما تعددت الوحدات المستثمرة من ذلك النوع؛
- استثمار متعدد: هو استثمار يشمل أكثر من أصل ذات طبيعة مختلفة.

ثالثاً: استثمار حسب الغرض

يتم تصنيف الاستثمار حسب هذا المعيار إلى ما يلي¹:

- استثمار يستهدف الربح: هو ذلك الاستثمار الذي يسعى من خلاله المستثمر لتحقيق دخل من وراء استثماراته في الأصول المالية، فهو يسعى إلى ضمان أصل الاستثمار والحصول على عائد؛
- استثمار يستهدف النمو المتميز: أي النمو السريع في ثروات المستثمرين فهذا الأخير يبحث عن الشركات التي تعتبر الفائدة في مجالها الصناعي والتي تتوفر عنها بيانات مؤكدة؛
- استثمار يستهدف النمو الدوري: هنا يبحث صاحب الاستثمار عن الشركات ذات سمعة عالية ومعروفة، تكون الشركات المصدرة في مرحلة النضج؛
- استثمار يستهدف النمو الديناميكي: يعمل المستثمر من أجل الحصول على أفضل الأوراق المالية المتاحة في السوق وتحقيق عائد بأقصر مدة.

¹ - شيخي بلال، "تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغربية الواقع و الأفق" أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، سنة 2011، ص 07.

المطلب الثاني: متطلبات ومبادئ القرار الاستثماري

عند قيام المستثمر بعملية الاستثمار يترتب عليه اتخاذ القرار الاستثماري المبني على استراتيجيات ملائمة للاستثمار في ظل تعدد الخيارات الاستثمارية، الذي يمكنه من تحقيق أرباح في ظل مخاطر يتقبلها.

الفرع الأول: متطلبات اتخاذ القرار الاستثماري

أولا - مفهوم القرار الاستثماري

1- تعريف القرار الاستثماري

التعريف الأول: هو كل قرار ينتج عن المفاضلة بين حيازة أنواع مختلفة من الأدوات المالية¹.

التعريف الثاني: هو اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد من بين بديلين على الأقل، ويكون هذا القرار مبنيًا على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار، ويمر القرار الاستثماري بعد دراسات الجدوى بعدة مراحل تنتهي بقابلية تنفيذ هذا البديل في إطار منهجي وفقًا لأهداف وطبيعة المشروع الاستثماري².

نستنتج من التعريفين السابقين أن القرار الاستثماري هو عبارة عن المفاضلة أو البديل الذي يمكن أن يعطى أكبر عائد بين البديلين المختارين.

2- صفات متخذ القرار الاستثماري

حتى يكون القرار الاستثماري رشيد يجب أن تتوفر بعض الصفات في متخذ القرار الاستثماري أبرزها:³

- الطلاقة الفكرية والمرونة التلقائية؛
- الدقة والبصيرة النافذة في تقييم الأمور؛
- المهارة في استشعار البيئة الخارجية بما توفره من فرص أو ما تفرضه من معوقات؛
- المهارة في تصنيف وتحليل البيانات والدقة في المفاضلة، أو الاختيار بين البدائل الاستثمارية؛
- المهارة في تحديد الموارد والإمكانات اللازمة وترشيد استخدامها؛
- القدرة على التجاوب والتفاعل مع الظروف والمتغيرات البيئية؛
- القدرة والرغبة في مواكبة عولمة الفكر.

¹ - L. Conso et F. Himecin, "Gestion financière de L'entreprise", Edition Dunod, 10^{ème} édition paris, 2001, P562.

² - عبد الغفار حنفي، قريظاص رسمية "أساسيات الإدارة وبيئة الأعمال"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 480

³ - زحوفي نور الدين، "فعالية دراسة الجدوى الاقتصادية والمالية في اختيار وتقييم المشاريع الاستثمارية"، مذكرة ماجستير تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2013-2014، ص 25.

ثانيا - المقومات الأساسية للقرار الاستثماري

يقوم القرار الاستثماري الناجح على ثلاث مقومات أساسية:¹

1- الإستراتيجية الملائمة للاستثمار

تختلف الاستراتيجيات الملائمة للاستثمار على عنصرين هما:

أ- **منحنى التفضيل الاستثماري:** هو يختلف من مستثمر لآخر وفقا لميله إلى العناصر الثلاثة الأساسية: الربحية، السيولة، الأمان.

ويعبر عادة عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل الفائدة على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة بينما يعبر عن ميله اتجاه العنصرين الآخرين (السيولة والأمان) بالمخاطرة التي يكون مستعدا لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه،

ب- **أصناف المستثمرين:** هناك ثلاثة أنماط للمستثمرين

- **المستثمر المتحفظ:** هو مستثمر يعطي عنصر الأمان الأولوية على ما عداه، وبالتالي ينعكس نمط هذا المستثمر على قدراته الاستثمارية فيكون حساسا جدا اتجاه عنصر المخاطرة؛

- **المستثمر المضارب:** وهذا النمط على عكس سابقه يعطي الأولوية لعنصر الربحية على ما عداه ولذا تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية فيكون على استعداد لدخول مجالات استثمارية خطيرة طمعا في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار؛

- **المستثمر المتوازن:** هو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتماماته لعنصر العائد والمخاطرة بقدر متوازن، وهكذا تكون حساسيته تجاه المخاطرة في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بعناية تراعي تنويع الاستثمارات بكيفية تعظم العائد وتدني درجة المخاطرة.

2- الأسس العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري

ينبغي على متخذ القرار الاستثماري الرشيد أن يسلك في اتخاذ هذا القرار ما يعرف بالمدخل العلمي لاتخاذ القرار و الذي يعتمد على عدة خطوات أهمها:²

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار؛
- تجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار؛
- تحديد العوامل الملائمة ليتم من خلالها تحديد العوامل الأساسية أو المتحركة في القرار؛
- تقييم العوائد المتوقعة للبدائل الاستثمارية المتاحة؛
- اختيار البديل الاستثماري المناسب بالأهداف.

¹ - محمد مطر، فايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2005، ص ص19-22

² محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص ص 41-42.

3- مراعاة العلاقة الموجودة بين العائد والمخاطرة

تشكل العملية الاستثمارية عملية مبادلة ما بين العائد والمخاطرة، وتوجد علاقة طردية بينهما، فكلما زادت المخاطرة فإن العائد المتوقع يجب أن يكون أكبر، وعليه فإن أراد المستثمر الحصول على عائد مرتفع فعليه أن يتوقع مخاطرة أكبر.

الفرع الثاني: مبادئ اتخاذ القرار الاستثماري

على متخذ القرار الاستثماري أن يراعي بعض المبادئ أو المعايير لاتخاذ قراره ومن أهمها ما يلي:

أولاً: مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية: اختيار الأداة الاستثمارية التي تتفق مع استراتيجيته في الاستثمار، بدلاً من أن يوجه مدخراته لأول فرصة استثمارية تلوح له، وكلما زادت الفرص الاستثمارية المتاحة، تتوفر لمتخذ القرار الاستثماري مرونة أكبر في اتخاذ القرار الناجح الذي يحقق أهدافه¹؛

ثانياً: مبدأ الخبرة والتأهيل: يقضي هذا المبدأ بأن اتخاذ القرار الرشيد يتطلب دراية وخبرة قد لا تتوفر لكل فئات المستثمرين ففي واقع الحال توجد فئة من الأفراد ممن لديهم فوائض نقدية يرغبون في استثمارها لكنهم لا يمتلكون الدراية والخبرة الكافيتين لاختيار الأداة الاستثمارية المناسبة، بالمقابل توجد فئة من المستثمرين المحترفين ممن يتمتعون بالخبرة والدراية الكافية التي تؤهلهم لاتخاذ القرار الاستثماري. وتوجد فئة أخرى من الأفراد ممن يحترفون تقديم الاستشارة والنصح للمستثمرين من الفئة الأولى، ويطلق على هذه الفئة عادة مصطلح محللو الاستثمار، أو مدراء المحافظ الاستثمارية ممن لديهم خبرة ودراية كبيرتين في المجالات الاستثمارية²؛

ثالثاً: مبدأ الملاءمة: هذا المبدأ واحد من الأركان الرئيسية التي يفترض بالمستثمر مراعاتها عند وضع استراتيجيته الاستثمارية، ويطبق المستثمر هذا المبدأ في الواقع العملي عندما يقوم باختيار المجال الاستثماري المناسب، ثم الأداة الاستثمارية المناسبة في ذلك المجال من بين مجالات وأدوات الاستثمار المتعددة المتاحة له، والتي من خلالها يتم تحقيق المقايضة بين عنصرين العائد والمخاطرة وذلك سعياً نحو تحقيق العائد الأقصى على الاستثمار ضمن المستوى المقبول من المخاطرة³

رابعاً: مبدأ التنوع أو توزيع المخاطرة الاستثمارية

يمكن تلخيص مجمل أهداف المستثمر في تحقيق ما يعرف بالعائد المستهدف على الاستثمار، هذا يعني أن كل مستثمر يحدد العائد على الاستثمار الذي يطمح في تحقيقه من استثماراته. يمكن للمستثمر أن يضمن تماماً تحقق العائد على استثماراته بتحقيق شرطين هما⁴:

¹ - محمد مطر، فايز نيم، مرجع سبق ذكره، ص 22.

² - كاظم جاسم العيساوي، دراسات الجدوى الاقتصادية و تقييم المشروعات، دار المناهج، عمان - الأردن، 2006، ص 31.

³ - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص ص 43-44.

⁴ - نفس المرجع السابق، ص ص 44-45.

- أن تكون التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار مؤكدة تماما من حيث القيمة؛
- أن تكون مؤكدة تماما من حيث التوقيت.

أي خلل يحدث في الشرطين السابقين يسبب حالة عدم التأكد المحيطة بالمستقبل ينعكس ضمنا على العائد. لذا ينشأ عن احتمال عدم تحقيق أي من الشرطين السابقين مخاطرة تحيط بالاستثمار، وحتى يتم توزيع وتقليل درجة الخطر التي يتحملها الاستثمار يجب القيام بتوزيع الأدوات الاستثمارية، في ظل العلاقة العكسية بين العائد والمخاطرة يقوم باختيار الأدوات الاستثمارية الملائمة على أن يكون التنوع محسوب وإيجابيا¹.

الفرع الثالث: أنواع القرارات الاستثمارية

يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار استثماري، وتتوقف طبيعة القرار الذي يتخذه في هذه المواقف على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الأداة الاستثمارية من جهة وقيمتها من جهة أخرى، وعليه تدرج أمام المستثمر ثلاثة أنواع من القرارات الاستثمارية هي:

أولاً: قرار الشراء: يتخذه المستثمر عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية، المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد و المخاطرة تزيد عن سعرها السوقي أو بعبارة أخرى عندما يكون السعر السوقي أقل من قيمة الأداة الاستثمارية مما يولد لديه حافزا لشراء تلك الأداة سعيا وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه في سعرها السوقي مستقبلا. مما يترتب عليه تولد ضغوط شرائية في السوق على تلك الأداة، مما يؤدي إلى رفع سعرها السوقي في الاتجاه الذي يخفض الفارق بين السعر والقيمة؛

ثانياً: قرار عدم التداول: يترتب على الحالة السابقة أو الناتجة عن الضغوط الشرائية أن تستجيب آلية السوق لتلك الضغوط فيواصل السعر الارتفاع إلى نقطة يتساوى فيها السعر السوقي مع القيمة، وهنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على من كان لديهم حوافز للشراء التوقف عن الشراء وكذلك من كان لديهم حوافز للبيع أيضا التوقف عن البيع. فيكون القرار الاستثماري في هذه الحالة هو عدم التداول، لأن المستثمر عند هذه النقطة يكون في وضع تنتهي لديه الآمال لتحقيق مكاسب رأس مالية مستقبلية؛

ثالثاً: قرار البيع: بعد حالة التوازن التي تمر في السوق عندما يتساوى السعر مع قيمته تعمل ديناميكية السوق فتخلق رغبات إضافية فيه لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد، أي المستثمر يرى بأن السعر في تلك اللحظة مازال أقل من قيمته مما يتطلب منه أن يفرض سعرا جديدا لتلك الأداة يزيد عن قيمته، أي أن الورقة مقيمة أكثر مما يجب، هذا الأمر يتطلب حافزا لدى المستثمر للتخلي عن هذه الورقة تحسبا لمخاطر انخفاض سعرها في السوق. وهذا يخلق ظرفا جديدا ينعكس على آلية السوق ليصل إلى نقطة يصبح فيه المعروض من الأداة أكثر من الطلب عليها فيتجه السعر السوقي للأداة الاستثمارية للهبوط مرة أخرى وهكذا تدور الدورة.

¹ - دريد كامل آل شبيب، "مقدمة في الإدارة المالية"، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2007، ص 270.

الفرع الرابع: مزايا و عيوب الاستثمار المالي

أولاً: مزايا الاستثمار

الاستثمار في الأوراق المالية مزايا كثيرة يمكن ذكرها فيما يلي:

- يوجد للأسواق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم؛
- تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة مقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى؛
- تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس، فأسهم شركة معينة أو سندات ما غالباً ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، هذا يسهل من عملية تقييمها ويسهل أيضاً من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة مالية¹؛
- لا يحتاج الاستثمار في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة يتوجب توفرها في المستثمر، كذلك المطلوب توفرها للمستثمر في الأدوات الأخرى.

ثانياً: عيوب الاستثمار

أما فيما يخص عيوب الاستثمار المالي نذكر منها ما يلي²:

- عرضة للتقلبات السعرية أكثر من غيرها وبالتالي ارتفاع درجة المخاطرة عند الاستثمار فيها، لكن هذا بالطبع لا يمنع من وجود أوراق مالية غير الأسهم العادية كالسندات والأسهم الممتازة أو المشتقات يمكن لها أن تمنع أو تقلل من هذه التقلبات؛
- يتعرض المستثمر في الأوراق المالية لمخاطرة التقلبات في القيمة الشرائية لوحدة النقد، خاصة إذا كانت من الأدوات المالية طويلة الأجل.

¹ - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص ص 81-82

² - فيصل محمود الشوارة، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية الأسس النظرية والعلمية"، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص ص. 88-89

المبحث الثاني: الملامح الأساسية للسوق المالي

تعتبر الأسواق المالية مرآة الاقتصاد لكل دولة، كما أنها تعتبر مصدر من مصادر التمويل للاقتصاد، كما تلعب الأسواق المالية دور الوسيط الذي يجمع بين أصحاب الفوائض المالية من أجل استخدامها والحصول على عوائد أو فوائد وبين أصحاب العجز المالي الذين يبحثون على مصادر لتمويل مشاريعهم.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية

يعتبر السوق المالية حلقة وصل بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز، حيث يقوم بتوجيه هذه الموارد إلى مختلف القطاعات.

الفرع الأول: تعريف السوق المالية

أولاً - تعريف السوق

1-التعريف اللغوي: يمكن تعريف كلمة السوق لغتاً: بالموضع الذي يجلب إليه المتاع للبيع أو الابتاع ويمكن أن تذكر وتؤنث وجمعها كلمة سوق هي أسواق.

2-التعريف الاصطلاحي: أما فيما يخص التعريف الاصطلاحي فقد كانت هناك عدة تعاريف للسوق المالية وهي:

التعريف الأول: هي "الأسواق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية والنقدية، سواء كانت قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل"¹؛

التعريف الثاني: "هي عبارة عن أسلوب أو أداة يتبادل من خلالها أو بواسطتها بائع الأوراق المالية مع المشتري لهذه الأوراق مقابل النقد، وتساهم هذه الأداة في تحويل الأموال بكفاءة بين القطاعات الاقتصادية من وحدات الفائض إلى تلك التي تعاني من العجز"².

التعريف الثالث: "هي التي يلتقى عنده الباحثون عن الأموال من رجال الأعمال مع ذوي الفائض من المدخرات وهي لا تتعامل في السلع والخدمات والممتلكات وإنما في النقود والأدوات المالية"³

وعليه يمكن تعريف السوق المالية على أنها أداة تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي بواسطة الأدوات المالية (قصيرة، متوسطة أو طويلة)

¹-Jeremy Morvon, "Marché et instrument Financiers", Donger Dunod, Paris, 2009, P01.

²دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان، الأردن، 2012، ص 37.

³يوسف كامل محمد، "المصرفية الإسلامية الأزمة والمخرج"، الوفاء للطباعة والنشر، ط2، القاهرة، مصر، 1996، ص 16

الفرع الثاني: هيكل السوق المالي

هناك اختلاف وخط بين استخدام المصطلحات بين السوق المالي وسوق رأس المال. حيث إذا تم ذكر مصطلح السوق المالية بدون تحديد فيقصد بها سوق الأوراق المالية هذا مفهوم ضيق للسوق المالي، غير أن هناك مفهوم آخر يشمل جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد وهذا هو المفهوم الواسع للسوق المالية.

أولاً: مفهوم سوق النقد

1- تعريف سوق النقد

التعريف الأول: هو ذلك العقد الذي يتم فيه تداول الأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل والتي تتميز بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة مخاطرها، أي أنها تحقق الأمان للمستثمرين وتوفر لهم حاجاتهم من الحصول على تمويل يحقق السيولة اللازمة لتشغيل المشاريع، وتسمى الأدوات التي يتم تداولها في السوق النقدي بأدوات مرتفعة السيولة أو أدوات شبه النقد¹.

التعريف الثاني: الأسواق التي تنتقل منها الأموال من خلال أدوات مالية قصيرة الأجل ذات سيولة عالية².

التعريف الثالث: سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل والقابلة للتداول (أقل من سنة)، وهذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات³. وعليه يمكن تعريف سوق النقد على أنه سوق لتداول الأدوات المالية قصيرة الأجل ذات سيولة عالية ودرجة مخاطرة منخفضة.

2- خصائص السوق النقدية

تتسم السوق النقدية بمجموعة من الخصائص وهي⁴:

- تتداول في الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترات الاستحقاق ما بين يوم واحد وسنة؛
- تتميز الأسواق النقدية بسيولتها العالية نسبياً، وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقد؛

¹ - دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان، الأردن، 2012، ص49.

² أنظر - محمد الصيرفي، "البورصات"، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر، 2006، ص12.

³ -Dov ogein, "pratique du marché financier", edition dunod, paris, 2007, p37.

⁴ حسين بن هاني، "الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة"، دار الكندي، ط1، الأردن، 2002، ص15.

⁴ أنظر: محمد عوض عبد الجواد، علي ابراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة"، دار الحامد للنشر و التوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2006، ص ص

- وليد صافي، أنس البكري، "الأسواق المالية والدولية"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2009، ص31.

- عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، "النقد والبنوك والمؤسسات المالية"، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2006، ص363.

- استنادا إلى الخاصيتين السابقتين فإن الأسواق النقدية تشوبها مخاطر أقل مقارنة بأسواق رؤوس الأموال التي تتعامل بالأدوات المالية طويلة الأجل؛
- تتعامل غالبية الأسواق النقدية بأدوات ذات قيم كبيرة؛
- إن غالبية الأدوات النقدية قابلة للخصم وذلك أنها تباع عادة بأقل من قيمتها المحددة باستثناء الودائع المعرفية؛
- ليس السوق هيكل مؤسستي وتنظيمي محدد، إذ أن مجموعة المؤسسات المالية والمصرفية المنتشرة جغرافيا تشكل هيكل السوق، وتمثل البنوك التجارية اللاعب الرئيسي في السوق.

3- مزايا سوق النقد:

يتميز سوق النقد بعدة مزايا أهمها¹:

- يلعب هذا السوق دورا رئيسيا في تخطيط السياسات النقدية للدولة، إذ بواسطته يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، ويمكنه التحكم بصورة غير مباشرة بمعدلات الفائدة طويلة الأجل أيضا.
- بوجود سوق نقدي فعال تتوفر سيولة مرتفعة للأصول المالية قصيرة الأجل وهذا بدوره يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل قصيرة الأجل؛
- يساهم هذا السوق في معالجة الكثير من المشاكل المالية الوقتية التي قد تواجه البنك المركزي والحكومة، لقدرته على استيعاب إصدارات أذون الخزانة الأوراق قصيرة الأجل دون أن تلجأ الحكومة إلى الإصدار النقدي؛
- المساهمة في دعم القطاع الصناعي والتجاري من خلال توفير رأس المال، وذلك من خلال عمليات الخصم التي ينفذها السوق للعديد من الأوراق التجارية من حوالات وكمبيالات... إلخ، مما يسهل للبائع والمشتري إتاحة المزيد من الوقت لتوفير المال اللازم.

¹ - أنظر:

- محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 63.

- محمد علي سويلم، مرجع سبق ذكره، ص ص. 28-29.

- محمد البنا، "أسواق النقد والمال"، دار زهراء الشرق للطبع، القاهرة، مصر، 1996، ص ص 102-103.

4- تصنيفات السوق النقدية

تختلف تصنيفات السوق النقدية من دولة إلى أخرى تبعا لدرجة تطور هذا السوق النقدية، و عليه يمكن أن نقسم السوق النقدية إلى قسمين هما¹:

1- سوق القروض قصيرة الأجل: تبرم في هذه السوق القروض قصيرة الأجل بين الأفراد أو المؤسسات من ناحية والبنوك التجارية من ناحية أخرى. ويتولى الجهاز المصرفي القيام بهذه العمليات وتعد هذه السوق سوقا نشطا تقبل عليها المؤسسات نظرا لقلة المخاطر فيها وسرعة السداد.

2- سوق الخصم: يتم فيها خصم الأوراق التجارية ذات الاستحقاقات قصيرة الأجل كالكمبيالات، وأذون الخزانة وذلك بأن يقدم فيها الأفراد والمؤسسات أوراقهم التجارية لخصم لدى البنوك التجارية وبيوت الخصم، مقابل معدل خصم معروف، كما تقوم البنوك وبيوت الخصم بدورها بإعادة الخصم لكل الأوراق لدى البنك المركزي.

هناك تقسيمات أخرى للسوق النقدية نذكر منها²:

1- السوق ما بين البنوك: هي التي يتم التقاء عرض وطلب السيولة البنكية فيها حيث تتم العمليات عن طريق حساب لدى البنك المركزي الذي يعمل على تنظيم ومراقبة هذه السوق.

2- السوق المفتوحة: هي عبارة عن سوق نقدية فرعية مفتوحة لكل الأعوان الاقتصاديين الذين لديهم سيولة (رؤوس أموال قصيرة الأجل) لتقديمها لأعوان هم بحاجة إليها، وعادة ما يتم التفاوض في هذه السوق على أذون الخزانة، وسندات الخزينة العمومية المتداولة إضافة إلى شهادات الإيداع.

5- المتدخلون في السوق النقدي

هناك مجموعة من المتدخلون في السوق النقدي نذكر منها ما يلي³:

- **البنك المركزي:** يقع البنك المصرفي على قمة السوق المصرفي يعمل في إطار النظم السياسية والاقتصادية والإدارية السائدة في البلاد، ويقوم على إدارة سوق النقد من خلال السياسة النقدية، ويؤثر البنك المركزي عن طريق شراء وبيع الأوراق المالية على سعر الفائدة السائد في السوق من خلال عملية السوق المفتوحة، ويعتبر البنك المركزي رمزا للسيادة والاستقرار المالي للدولة فهو مؤسسة مسؤول

¹ - أنظر:

- غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، دار وائل للنشر، ط1، عمان، الأردن، 2002، ص ص 43-44.

- محمد يونس، عبد المنعم مبارك، مقدمة في النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2003، ص 127.

² - خالد أمين عبد الله، اسماعيل ابراهيم الطرد، "إدارة العمليات المصرفية والمحلية والدولية"، دار وائل للنشر، ط1، عمان، الأردن، 2006، ص 39.

³ - أنظر:

- محمد علي سويلم، مرجع سبق ذكره، ص ص 29-30.

- وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص ص 42-43.

عن حماية الاستقرار المالي للدولة لأنه يحتفظ بالاحتياطيات النهائية للدولة، ويراقب تدفق القوة الشرائية سواء كانت عملة أو إئتمان ويعمل كبنك للدولة.

- **البنوك التجارية:** يتمثل دورها في التوسط المالي على جميع المدخرات ووضعها في متناول الراغبين في الاقتراض وتوظيف بعض مواردها في أوجه معينة من الاستثمار.
- **الخزينة العامة:** تهتم بإصدار أذون الخزانة العامة عندما تقتض من البنك المركزي.

ثانياً: مفهوم سوق رأس المال

1- تعريف سوق رأس المال

التعريف الأول: بأنه "سوق الصفقات المالية متوسطة وطويلة الأجل والتي تنفذ إما (في صورة قروض طويلة الأجل) أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل"¹.

التعريف الثاني: هو "سوق التمويل للاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل بواسطة قطاعات الأعمال، القطاع الحكومي والعائلي، أو هي سوق ادخار شبه سائل والائتمان طويل الأجل الذي يخصص للتمويل الاستثماري"².

التعريف الثالث: بأنه "السوق الذي يتم فيه تداول الأصول المالية المتوسطة والطويلة الأجل، فهو الإطار الذي تلتقي من خلاله وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل بصورة مباشرة. من خلال الاكتتاب بالأسهم والسندات التي تعد من أهم الأدوات المتداولة في هذه السوق"³.

يمكن تعريف سوق رأس المال على أنه السوق الذي يتم تداول فيه الأدوات المالية المتوسطة وطويلة الأجل، أي أنه عبارة عن أداة تربط بين أصحاب المدخرات المالية وأصحاب العجز المالي سواء بطريقة مباشرة وغير مباشرة.

2- خصائص سوق رأس المال

- هناك عدة خصائص لسوق رأس المال نذكر منها ما يلي:⁴
- يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل؛
- دور فعال في تمويل المشروعات الإنتاجية طويلة الأجل؛
- يعد أكثر تنظيماً من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين به من الوكلاء المختصين؛

¹ - أنظر

- حسين بن هاني، مرجع سبق ذكره، ص 15.

- محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 73.

² - حمزة محمود الزبيدي، "إدارة الاستثمار والتمويل"، دار عمان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000، ص 25.

³ - عباس كاظم الدعوى، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2010، ص 144.

⁴ - وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 32.

- الاستثمار فيه أكثر مخاطرة من الاستثمار في السوق النقدي وأقل سيولة أيضا؛
- العوائد مرتفعة فيه نسبيا مقارنة مع الاستثمار في الأسواق الأخرى؛
- يشترط توفر سوق ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه، وذلك لتنشيط الاستثمار في السوق.

3- تصنيفات سوق رأس المال

ينقسم سوق رأس المال إلى قسمين هما¹:

- **سوق الإقراض طويلة الأجل:** تسمى بالأسواق الآجلة، وهي تلك المؤسسات التي تتعامل بكافة القروض الطويلة والمتوسطة الأجل سواء المؤسسات المصرفية، أو المؤسسات غير المصرفية (هيئات التأمين، صناديق الادخار والتأمين، شركات التأمين)، وفي هذه السوق تكون العلاقة مباشرة بين وحدات العجز ووحدات الفائض.
- **سوق الأوراق المالية:** تهتم هذه السوق بالتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات التي تعتبر استثمارات رأسمالية تعقد لمدة طويلة.

المطلب الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية

تلعب سوق الأوراق المالية دورا كبيرا في الاقتصاد، بالإضافة إلى أنها تعتبر مجال من مجالات التمويل للنشاط الاقتصادي، كما تعد آلية من الآليات المهمة في تعبئة المدخرات من قطاعات الفائض وتوفير الفرص للملائمة للاستثمار لتمويل قطاعات العجز مما يعود بالفائدة على الطرفين

الفرع الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية

أولا: نشأته

إن تاريخ إنشاء الأسواق المالية يبين أن الأسباب التي أدت إلى تكوين هذه الأسواق ارتبط بتعدد جهات وقيم وأشكال إصدار النقد من قبل دول العالم المختلفة مما أدى إلى إنشاء مهنة الصيرفة، ففي زمن الامبراطورية الرومانية التي كانت تستقبل الزائرين من الدول الأخرى ظهرت الحاجة إلى تبديل العملات نتيجة إلى التبادل التجاري الواسع مع الشرق، حيث تأكدت الحاجة إلى مكاتب الصيرفة والصرافيين في إيطاليا.² وفي القرن الخامس عشر الميلادي، حيث كان التجار القادمون إلى فلورنسيا يجتمعون في فندق يمتلكه عائلة تسمى Vonder Bourse يقع في مدينة بروج والذي كان يؤمه التجار من كافة المناطق حيث احتفظ بمركز

¹ انظر:- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوزيع، مصر، 2007، ص ص. 81-82.

- عاطف وليم أندوراس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحويل الاقتصادي ومتطلبات تطورها، مرجع سبق ذكره، ص 17.

- رسمية زكريا قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 35.

² - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص 34.

الصدارة في المال والتجارة إلى سنة 1485م إلا أن التجار لم يكونوا يصطحبوا معهم البضائع إلى الفندق، بل كانت تتم الارتباطات في شكل عقود وتعهدات، ومن ثم استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على ثقة متبادلة بين طرفي عملية المبادلة، وأتى لفظ بورصة Bourse ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملين معهم، والذي كان يتم بشكل منتظم ودوري، وذلك لإبرام الصفقات والعقود والاتفاق الحاضر أو الآجل¹.

تعتبر بورصة أمستردام من أقدم أسواق الأوراق المالية في العالم ظهرت عام 1608. ويعتبر أول من بدأ في تداول الأسهم هي مؤسسة Verenig deOost-mdische compagnie، وهي شركة النقل البحري قامت بإصدار الأوراق المالية في القرن السابع عشر من أجل تمويل عملية تبادل السلع مع الشرق الأقصى². فكان أول ظهور بورصة باريس عام 1724، ثم جاءت بورصة لندن 1773 حيث اتخذت المقاهي مكانا للتداول وعقد الصفقات وبعد تطور سوق الأوراق المالية في إنجلترا واستقرت أعمالها في لندن في عام 1806 في مبنى البورصة الملكية RoyelExchange، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول بورصة عام 1821 هي بورصة وول ستريت WallStreet.

ثانيا: تعريف سوق الأوراق المالية

التعريف الأول: هو "السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية بيعا وشراء، على نحو تشكل إحدى القنوات التي يتناسب المال فيما بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد على تعبئة المدخرات وتنميتها وتجهيتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد"³.

التعريف الثاني: "السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، وقد تكون منظمة، أو غير منظمة، ففي الأول تتم صفقات بيع و شراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد ومعين يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنتظم فيتكون من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه"⁴.

يمكن تعريف سوق الأوراق المالية على أنها آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء وعليه يترتب نقل ملكية الأوراق المالية من المشتري إلى البائع في إطار سوق منظمة أو غير منظمة عن طريق وسطاء لتنفيذ هذه العمليات.

¹ صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، مصر، 2000، ص10.

² Philippe spieser, "la bourse", vuibert, 3^{eme} édition, France, 2007, p02.

³ عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008، ص 18.

⁴ ضياء مجيد الموسوي، "البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 6.

ثالثاً: خصائص سوق الأوراق المالية

تتميز سوق الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص نذكر منها:

- شفافية وعلانية البيانات والمعلومات عن كافة الشركات والوحدات المصدرة للأوراق المالية من حيث حجم تداولها والبيانات والمعلومات الأولية والمنشورة عنها ودقة حقيقة هذه المعلومات؛
 - إيجاد مؤسسات لتنمية المدخرات من خلال تحسين مستوى الخدمات المصرفية وإدارة أسعار الفائدة بكفاءة وإنشاء شركات وساطة مالية عريقة قادرة على أن تكون حلقة وصل حيادية بين البائع و المشتري وأن تلتزم بأخلاقيات المهنة و تأمين مصلحة المتعاملين؛
 - تنوع الأوراق المالية من حيث النوع والكم داخل السوق وتنشيط التداول؛
 - سهولة تنفيذ الصفقات (نقل الملكية من مستثمر إلى آخر) والمرونة في الإجراءات التي تتعلق بانجاز وتنفيذ الصفقات؛¹
 - الحرية الاقتصادية والمنافسة الحرة الكاملة لعمليات التداول وفسح المجال لقوى العرض والطلب في تحديد أسعار الأوراق المالية وعدم السماح بتداول الأسعار غير العادلة.
- بالإضافة إلى هذه الخصائص هناك خصائص أخرى يمكن ذكرها فيما يلي:²
- إمكانية الاستفادة عن تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية الأوراق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت؛
 - تتسم سوق الأوراق المالية بأنها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى؛
 - نظراً لأن المتعاملين فيها من الوكلاء المتخصصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية.

¹ - انظر: دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 40-41.

- محمد علي سويلم، مرجع سبق ذكره، ص 36.

² انظر: جمال جويدان الجمل، "الأسواق المالية والنقدية"، دار الصفاء للنشر والتوزيع، ط 1، عمان الأردن، 2002، ص 56.

- وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 34.

رابعاً: وظائف سوق الأوراق المالية

يمكن إبراز وظائف سوق الأوراق المالية فيما يلي:¹

- المساهمة في تعظيم الثروة المتمثلة في القيمة الرأسمالية للأوراق المالية؛
- توفير المعلومات الخاصة بالاستثمارات وتخصيص الموارد للمشاريع ذات الجدوى الاقتصادية العالية والمساهمة في زيادة معدل نمو الناتج من خلال الدور الفاعل في مجال الادخار والاستثمار؛
- المسؤولية عن نقل رؤوس الأموال من القطاعات الفائضة إلى قطاع العجز والمواءمة بين وحدات الفائض ووحدات العجز؛
- المساهمة في تحقيق السياسة النقدية للدولة من خلال دخول البنك المركزي إلى السوق والتأثير على أسعار الفائدة وبيع السندات الحكومية؛
- جذب المستثمرين من خارج البلد للمساهمة في المشاريع الكبرى؛
- سد الفجوة التمويلية للمشاريع والناجمة عن عزوف البنوك عن تمويلها وتوفير السيولة وتخفيض التمويل قصير الأجل؛
- توفر الحماية للمستثمرين من أخطار الاستثمارات الوهمية أو غير المجدية اقتصادياً؛
- تعتبر سوق الأوراق المالية مرآة حقيقية عن مدى قوة أو ضعف الاقتصاد؛
- تحديد أسعار مناسبة للأوراق المالية، حيث تقوم سوق الأوراق المالية بتسجيل حركة أسعار التداول لجميع الصفقات وبين عروض البيع وطلبات الشراء في سوق منافسة تامة تتحدد فيها الأسعار طبقاً لظروف العرض والطلب.

الفرع الثاني: بنية (مكونات) سوق الأوراق المالية

تصنف سوق الأوراق المالية إلى عدة تصنيفات مختلفة، إلا أن تعدد هذه التصنيفات يجعلها متداخلة فيما بينها، وعليه يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية إلى أسواق حاضرة وأسواق مستقبلية.

أولاً: الأسواق الحاضرة الفورية

هي الأسواق التي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات، ويتم من خلالها انتقال ملكية الورقة المالية عند إتمام الصفقة ودفع قيمة العقد، أي يتم تنفيذ الصفقات بصورة آنية مباشرة بعد عقد هذه

¹ انظر:

- دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 41-42.

- حمدي عبد العظيم، "اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، سنة 2012، ص 35-40 (بتصرف).

الصفقات،¹ بمعنى آخر هي سوق يتم التداول فيها بصورة فورية من ناحية تسلم الورقة المالية وقبض الثمن، ولا ينصرف مدلول الفورية إلى معناه الظاهر، فقد تستغرق الإجراءات القانونية اللازمة لتبادل الورقة المالية أياماً معينة، وعلى ذلك تظل العملية فورية طالما انصرفت نية البائع والمشتري إليها.² وعليه يمكن تقسيم السوق الحاضرة إلى قسمين هما:

1- السوق الأولية

أ- **تعريف السوق الأولية:** هي سوق الإصدارات الجديدة، أي هي السوق التي يتم فيها بيع الإصدارات الجديدة من الأسهم أو السندات وللمرة الأولى إلى المستثمرين، وتقوم بذلك مؤسسات متخصصة³، أو بمعنى آخر هو السوق الذي يتم فيه التعامل بالأوراق المالية لأول مرة عند إصدارها وذلك عن طريق الاكتتاب العام سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس مالها.⁴ يتم طرح الإصدارات الجديدة باستخدام ثلاث أساليب وهي⁵:

- **أسلوب البيع المباشر:** تقوم الشركات المصدرة بنفسها ببيع الأوراق المالية التي تعود إليها مباشرة إلى المستثمرين الطبيعيين والمعنويين في السوق دون تدخل وسطاء مقابل الحصول على الثمن النقدي، وذلك لتوفير الجهد وعدم الالتزام بالتسجيل في البورصة إلا أنه قد يترتب على هذا الأسلوب تكاليف عالية بالإضافة إلى عدم كفاية أو توفر الخبرة التسويقية المناسبة؛
- **أسلوب المزاد:** ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد بيعها وسعر البيع حيث يتم قبول العطاءات صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم بيع كامل الإصدارات؛

¹ أنظر

- دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 50.

- خلف فليح حسن، مرجع سبق ذكره، ص 39.

² - محمد علي سويلم، مرجع سبق ذكره، ص 63.

³ أنظر: - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، ط 1، دار المعترف للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 22.

- زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 125.

- Pierre Ramage, "finance de marché", édition d'organisation, Paris, 2002, P26.

⁴ - انظر:

- عصام فهد العرييد، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الرضا للنشر والتوزيع، ط 2، دمشق، سوريا، 2008، ص 21.

- وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 32.

- حسين عطا غنيم، دراسات التمويل، المكتبة الأكاديمية للنشر، القاهرة، مصر، 2005، ص 19-20.

- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره ص 30.

⁵ فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص 55-56.

• أسلوب البيع غير المباشر: ويتم من خلاله قيام طرف ثالث نيابة عن الشركة المصدرة بعملية الاكتتاب والتسويق والبيع إلى المستثمرين، وذلك من أجل تفادي التكاليف العالية وتجنب الوقوع في المشاكل الناجمة عن عدم الخبرة.

ب- أهمية السوق الأولية:

تبرز أهمية السوق الأولية فيما يلي¹:

- تجميع المدخرات الوطنية وجلب المدخرات الأجنبية وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الفائض المالي إلى القطاعات ذات العجز المالي، وتحويل الاستثمارات غير المنتجة إلى استثمارات منتجة خلاقة للقيمة المضافة؛
- توفير المناخ المناسب لتأسيس شركات المساهمة التي تعد إحدى ركائز النشاط الاقتصادي، فالسوق الأولية منتجة تنشأ بها شركات تقوي اقتصاد البلد؛
- تعد بمثابة مصدر مستثمر لدفع الأموال للوحدات الإنتاجية الأمر الذي يشجعها على إعادة تقديم احتياجاتها التمويلية لتصحيح الخلل في هيكلها التمويلية، وتمكينها من تمويل توسعاتها الجديدة أو تحديث الأصول الرأسمالية القائمة دوماً الحاجة إلى الاقتراض، الذي غالباً ما يؤدي إلى تراكم الديون؛
- توفير فرصة للمستثمرين لتوظيف مدخراتهم وتولد لديهم الشعور بالانتماء بمشاركتهم الفعلية في تمويل التنمية الاقتصادية.

2- السوق الثانوية (أسواق التداول)

أ- تعريف السوق الثانوية: يتخصص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي يتم إصدارها أو طرحها في السوق الأولية، أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية (كبنوك الاستثمار)²، أو بمعنى آخر هو المكان الذي يتم فيه التداول على الأوراق المالية التي يتم إصدارها في السوق الأولية لأول مرة، وما يترتب عنها من نقل الملكية بين البائع والمشتري وذلك طبقاً لسعر السوق السائد وقت البيع والشراء وسواء أكان ذلك من خلال أسواق منظمة أو غيرها³.

¹ سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية"، دار النهار، القاهرة، مصر، 1996، ص ص 43-44 (بتصرف).

² انظر: عباس كاظم الدعوى، مرجع سبق ذكره، ص 148.

- حسين بن هاني، مرجع سبق ذكره، ص 16.

- محمد السيد منصور عطا الله، "الإدارة المالية و التمويل"، مكتبة الجامعة الحديثة، مصر، 2008، ص 367.

³ - فيصل محمود الشوارة، مرجع سبق ذكره، ص 56.

- ب - أهمية السوق الثانوية: يمكن إبراز أهمية السوق الثانوي فيما يلي¹:
- توفير السيولة لحاملي الأوراق المالية وقت الحاجة إليها فعجز المستثمرين على تسهيل ما يجوزتهم من أوراق مالية عقبه يحول دون قيام شركات مساهمة جديدة، فإن الأوراق التي تتضاءل فرصة تحويلها بسرعة وسهولة إلى سيولة تنخفض قيمتها وترتفع درجة مخاطرتها وتلحق الضرر بمكانة وسمعة الشركة، غير أن تسهيل الورقة المالية لا تحقق بمجرد تداولها في السوق الثانوية، وإنما تتوقف درجة سيولة الورقة المالية على مجموعة من العوامل منها: مستوى أداء الشركة والحالة النفسية لعموم المستثمرين ونشاط السوق في حد ذاته والحالة الاقتصادية بشكل عام؛
 - قيام السوق الثانوية بهذه الوظيفة فإنها تؤدي خدمة كبيرة للسوق الأولية حيث يصبح بمقدور أي من شركات المساهمة التي ترغب في زيادة رؤوس أموالها أن تطرح إصداراتها للاكتتاب، فلو علم كثير من الراغبين في الاستثمار عدم قدرتهم على بيعها لأحجموا عن المشاركة في المشاريع المختلفة في السوق الأولية، فالسوق الثانوية ترتبط بالسوق الأولية وفق علاقة تكاملية تكمل الوحدة الأخرى، فلا وجود للسوق الثانوية بدون وجود السوق الأولية؛
 - تعمل السوق الثانوية على توسيع مجال الاختيار بين البدائل المتنوعة أمام المستثمرين في تكوين محافظهم المالية؛
 - زيادة حجم الائتمان في المجتمع عن طريق توثيق الديون برهن الأوراق المالية التي يمكن تسيلها بسرعة، وكذا الاقتراض بضمان هذه الأوراق.
- ج - أنواع السوق الثانوية: يمكن التمييز بين نوعين من الأسواق هما:
- **السوق المنظمة (بورصة الأوراق المالية):** هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة وفق الشروط التي يحددها القانون أو نظام السوق المالي². بمعنى آخر أنها تتميز بوجود مكان مادي ملموس ومحدد يلتقي فيه المستثمرين للبيع والشراء³، بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف وتوقيتات محددة بالقانون ومحيطه بشفافية الإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر⁴.
- **السوق غير المنظمة (الموازي):** يطلق عليها بالسوق الموازية وهي السوق التي تتعامل بالأوراق المالية خارج السوق المنظمة من خلال بيوت السمسرة، فلا يوجد مكان محدد لإجراء تلك المعاملات، فهي عبارة

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 57-58. (بتصرف)

² انظر: - دريد كامل آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، مرجع سبق ذكره، ص 192.

- دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 54.

³ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 148.

⁴ محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2005، ص 241.

عن شركة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين ولا يتم مقابلة العرض بالطلب على الأوراق المالية كما هو الحال في البورصات المنظمة بل تتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات¹. وتنقسم السوق غير المنظمة إلى قسمين:

• **السوق الثالثة:** هي جزء من السوق غير المنظمة وتتكون في الغالب من الوسطاء والسماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، رغم أن هؤلاء يحق لهم التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة²، ومن أهم أسباب إيجاد مثل هذا السوق هو إنجاز عمليات التداول بسرعة كبيرة ومنح المتعامل إمكانية التفاوض على مقدار العمولة التي يحصل عليها بيوت السماسرة³، المتعاملون في هذه السوق منهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة من حيث رؤوس الأموال إضافة إلى بيوت السماسرة الصغيرة تتبنى لها ممثلون في السوق المنظمة⁴.

• **السوق الرابعة:** يقصد بها المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الذين يتعاملون فيما بينهم مباشرة ومن دون وساطة بينهما في شراء وبيع الأوراق المالية وبيعها في طلبات كبيرة، وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العملات التي يدفعونها للسماسرة، خصوصاً في الصفقات الكبيرة. يمكن إبرام الصفقات في السوق الرابعة وفق صيغتين هما⁵:

- صيغة **electroniccommunicationNetwork**: وتمثل شبكة اتصالات الكترونية ويرمز لها بالرمز (E.C.N) يتم عبر هذه الشبكة إرسال أوامر البيع والشراء بين المستثمرين بسرعة وشفافية، وبدون إعلان للهوية الشخصية للمتعاملين، وبذلك يتجنب المتعاملين هامش البيع والشراء الذي يطلبه السماسرة والوسطاء في السوق المنظمة والسوق الثالثة، لأن قيام الشبكة بعدم إظهار هوية المتعاملين. تناسب المستثمرين الكبار الذين لا يرغبون بالانكشاف على الجمهور خوفاً من رفع الأسعار على صفقاتهم الكبيرة، وتشكل تعاملات الشبكة بنسبة 40% من حجم التداول في سوق نازداك للأسهم.

- صيغة **شبكات التقاطع Crossing Network**: وهي نظام لتنفيذ صفقات متفاعلة للمتعاملين في حالة الشراء و البيع عبر الحاسوب، وتقوم الشركة بمعالجة دفعات الأوامر بشكل إجمالي وفي آن واحد وعلى أساس السرعة وبتكلفة منخفضة، بالإضافة إلى أن هناك أربعة شبكات تعمل في الأسواق المالية

¹ انظر:

-عبد الغفار حنفي، "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية، مصر، 2007، ص47.

- عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحويل الاقتصادي ومتطلبات تطورها"، مرجع سبق ذكره، ص55.

- دريد كامل آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، مرجع سبق ذكره، ص194.

² خلف فليح حسن، مرجع سبق ذكره، ص47.

³ دريد كامل آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري" مرجع سبق ذكره، ص195.

⁴ منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2007، ص109.

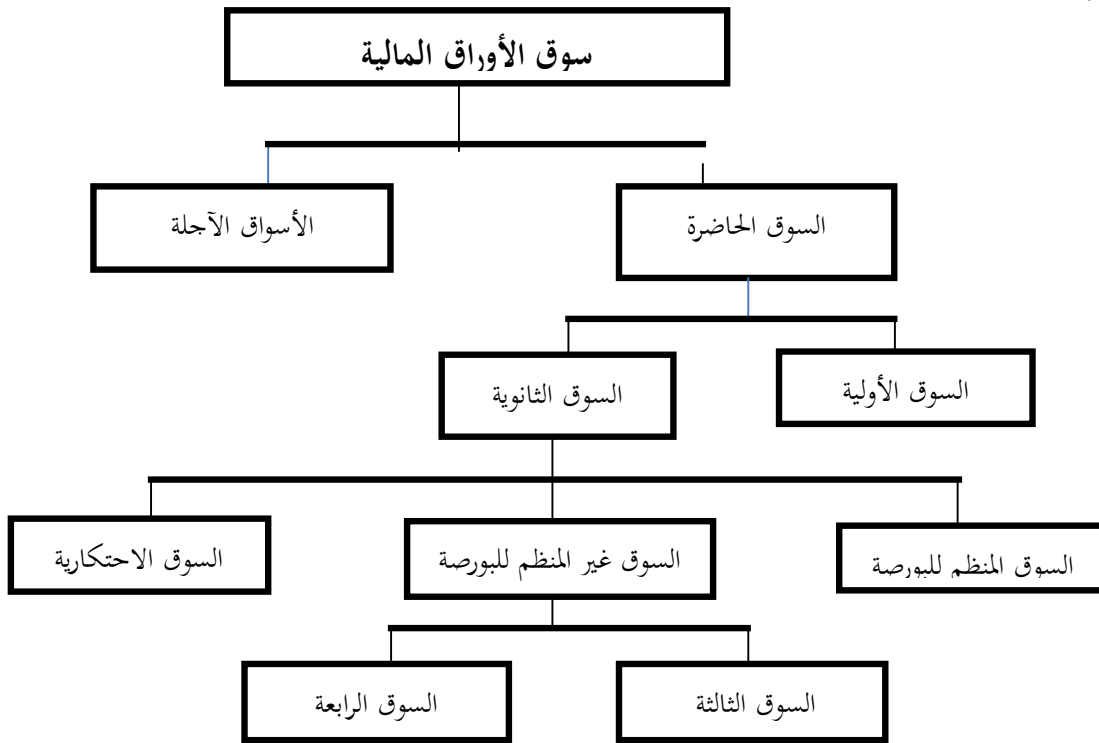
⁵ - أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية - إطار في التنظيم و تقييم الأدوات" دار البازوري، العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010،

الأمريكية لتنفيذ الصفقات المتفاعلة منها شبكة Ipgposit وبورصة اريزونا الأمريكية الأسهم Azx وشبكة Optimark وشبكة Instinet التي تعمل على أساس مبدأ "أضرب و فر"-hit-and-takesystem أي أن الشبكة تسمح للمتعاملين بالبحث عن المشتري أو البائع إلكترونيا والتفاوض المباشر بدون تدخل السمسار.

بالإضافة إلى التقسيم المذكور نجد أن هناك من يضيف نوع آخر من الأسواق.

3- **السوق الاحتكاري:** هو تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تحدد الجهة المصدرة سعر تداولها إذ تحتكر تلك الجهات عملية الإصدار وتسعيرة الأداة المصدرة كالإصدارات الحكومية من السندات¹.
ثانيا: **الأسواق الآجلة:** تسمى أيضا بأسواق المشتقات المالية لكونها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (أسهم، سندات، عملات)، وتتعامل هذه الأسواق بنفس الأدوات التي تتداول في الأسواق الحاضرة ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق².

الشكل رقم: (1-1): بنية سوق الأوراق المالية



المصدر: دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص50

¹ - دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص58.

² - عبد النافع الزرري، غزي فرح، مرجع سبق ذكره، ص ص49-50.

الفرع الثالث: متطلبات إنشاء سوق الأوراق المالية

لإنشاء سوق الأوراق المالية يجب توفر مجموعة من المتطلبات أو الشروط لنجاحها نذكر منها ما يلي¹:

- اعتماد آليات السوق الحر كأساس لعمل النظام الاقتصادي سواء في توزيع الموارد أو في الأنظمة التشريعية وتكون السياسة المالية والنقدية للدولة في هذا الاتجاه أيضا؛
- متانة النظام المحاسبي مع إيلاء تطبيق معايير الإفصاح المحاسبي والمالي أهمية كبيرة، وتلتزم به كافة الشركات التي يتم تبادل أوراقها المالية في السوق؛
- وجود هيئة مشرفة على تطبيق التعليمات الخاصة بالتداول والتعامل بالسوق والرقابة عليه، ولها القدرة التنظيمية والصلاحيات في انجاز أعمالها بسهولة وسرعة؛
- اعتماد معايير المحاسبة الدولية عند تنفيذ الأنظمة المحاسبية ووجود شركات ومكاتب محاسبة وتدقيق كفؤة وملتزمة بأخلاقيات المهنة؛
- توفير بيوت الخبرة والشركات المالية والوسطاء الماليون القادرون على عمليات التحليل المالي والاقتصادي وتزويد المتعاملين بالنشرات والأخبار أولا؛
- إيجاد تشريعات وتعليمات لتوجيه الشركات تحدد العلاقة بين المالكين والإداريين بهدف حماية المستثمرين في السوق المالي.

بالإضافة إلى أن هناك شروط أخرى يمكن ذكرها فيما يلي:

- الانفتاح الكبير على الجمهور والتنوع في الأدوات المالية المصدرة، وذلك عن طريق السماح لكل الأشخاص بالتعامل في السوق من أجل تلبية رغباتهم؛
- وجود أوراق مالية سليمة قابلة للتداول ويجب أن يتم عقد العمليات بالسوق بطريقة شفافة لا يشوبها غش أو نصب أو احتيال، أو مضاربة وهمية²؛
- السرعة، الدقة والمرونة من حيث إتمام الصفقات بسرعة وعرض أوامر العملاء وتنفيذها خلال المدة والشروط المحددة بأوامرهم بالإضافة إلى المرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق المالية من مشروع لآخر؛
- ضمان سلامة الادخار وحمايته، عن طريق توفير جو من الثقة بين المتعاملين ومراقبة ميزانيات المؤسسات؛
- توافر هيكل متكامل من المؤسسات المالية والبنوك التي تستخدم أساليب فنية متقدمة، إذ تلعب البنوك والمؤسسات المالية دورا هاما في جلب مدخرات الأفراد بتوجيهها نحو البورصة.
- توافر التقنية المناسبة (شبكة اتصالات متقدمة) لربط أسواق الأوراق المالية ببعضها لضمان توافر المعلومات بدقة.

¹ - دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 39-40.

² - صلاح الدين حسن السيسي، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، القاهرة، مصر، 2003، ص 22-23.

المبحث الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية

توجد العديد من الهيئات التي تقوم بتسيير والسهر على حسن سير عمل سوق الأوراق المالية في أي دولة في العالم ، فهي تنظم المعاملات بين مختلف الأطراف المتواجدة داخل السوق.

المطلب الأول: الهيكل التنظيمي لسوق الأوراق المالية

توجد هناك هيئات تسهر على السير الحسن لسوق الأوراق المالية والتعاملات بين الأطراف المتداخلة بينهم.

الفرع الأول: إدارة سوق الأوراق المالية

توجد العديد من اللجان لإدارة سوق الأوراق المالية سواء كانت لجان عليا أو فرعية

أولاً: اللجنة العليا لسوق الأوراق المالية

تعتبر اللجنة أحد التنظيمات الرئيسية لسوق الأوراق المالية، فتتكون من مكتب لجنة البورصة، ولجان فرعية ومجموعة أعضاء يختلف عددهم وطريقة تعيينهم من بورصة لأخرى، وتقوم هذه اللجنة بمجموعة من المهام نذكر منها ما يلي¹:

- الإشراف على سير العمل في البورصات والعمليات الجارية فيها؛
- تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة، ومراقبة ومتابعة مدى التزام الأعضاء بها؛
- يجوز للجنة البورصة أن تقرر وبأغلبية أعضائها، إذا حدثت ظروف خطيرة، وضع وتعيين حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية المتداولة؛
- القيام بدور السلطة التأديبية على جميع أعضاء البورصات وعلى المندوبين الرئيسيين والوسطاء، وذلك وفقاً للقواعد التي ينص عليها القانون واللوائح.
- قبول السماسرة وشركات السمسرة للعمل لصالح العملاء

ثانياً: اللجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية

هناك اختلاف على أسماء اللجان من سوق إلى آخر إلا أن المهام الموكلة لها متشابهة، ومن أهم هذه اللجان نجد²:

- 1- مكتب لجنة البورصة: يساعد لجنة البورصة للقيام بعملها وتنفيذ مهام العمل الإداري وتنظيم أعمال اللجنة وتحديد جدول الأعمال وطرح الموضوعات؛

¹ - انظر: - شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأدوات المالية من منظور إسلامي"، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2001، ص51.

- عصام فهد العرييد، مرجع سبق ذكره، ص28.

- فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص59.

² - عصام فهد العرييد، مرجع سبق ذكره، ص28.

2- **لجنة التأديب:** تحال إليها المخالفات التي ترتكب أثناء العمل، بالإضافة إلى النظر في الشكاوي التي ترفع إليها¹. وتعيين لجنة التأديب من قبل لجنة البورصة سنوياً، ويتم اختيار ثلاثة أعضاء من لجنة البورصة ويرأس مجلس التأديب رئيس لجنة البورصة²؛

3- **لجنة التحكيم:** تحال إليها المنازعات التي تحدث بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين للبت فيها، وقد يكون النزاع بين أعضاء البورصة أو بين أحدهم وبعض العملاء، بشرط اتفاق الأطراف على اللجوء إلى التحكيم، ويقوم التحكيم بدور الحفاظ على العلاقات بين أطراف النزاع، وتعتبر قرارات هيئة التحكيم نهائية وغير قابلة للاستئناف³.

4- **الجمعية العامة:** يرأس الجمعية العامة رئيس لجنة البورصة أو نائبه، يتم التصديق على الميزانية المقدمة إليها وعلى حسابات الإيرادات والنفقات وإبداء الآراء في جميع المسائل المتعلقة بالبورصة، وتصدر قرارات الجمعية العامة بأغلبية الأصوات⁴؛

5- **مندوب الحكومة:** تعينه الوزارة المختصة لدى البورصة، تكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح، ويحضر هذا المندوب كافة اجتماعات الجمعية العامة ولجنة البورصة ولجنة التأديب وهيئة التحكيم واللجان الفرعية، ويحق لهذا المندوب الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة ولجنة البورصة واللجان الفرعية، إذا كانت هذه القرارات مخالفة لقوانين البورصة أو الصالح العام⁵.

6- **لجنة المقاصة:** تختص بتسوية كافة المعاملات التي أبرمت في البورصة بين السماسرة الدائنين والمدنيين⁶؛

7- **لجنة التسعير:** تقوم بتحديد جدول الأسعار ونشره في وسائل الإعلام المختلفة⁷.

8- **لجنة قيد الأوراق المالية:** تختص بقبول أو رفض طلب الشركات التي ترغب في إدراج أوراقها المالية في جدول التسعير، وفقاً للمعايير والشروط الموجودة في اللائحة العامة⁸.

¹ - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 52.

² أنظر - محمد علي سويلم، مرجع سبق ذكره، ص 81.

- عصام فهد العرييد، مرجع سبق ذكره، ص 28.

³ - محمد علي سويلم، مرجع سبق ذكره، ص 81.

⁴ - ضياء مجيد الموساوي، مرجع سبق ذكره، ص 19.

⁵ - انظر:

- عصام فهد العرييد، مرجع سبق ذكره، ص 29.

- ضياء مجيد الموساوي، مرجع سبق ذكره، ص 19-20.

- فيصل محمود الشناورة، مرجع سبق ذكره، ص 60.

⁶ - ضياء مجيد الموساوي، مرجع سبق ذكره، ص 18.

⁷ - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 52.

⁸ - نفس المرجع السابق، ص 52.

9- لجنة السماسرة: تختص هذه اللجنة بقبول السماسرة وفقا للشروط التي وردت في قوانين ولوائح البورصة¹.

ثالثا: عضوية سوق الأوراق المالية

تتكون الجمعية العمومية لسوق الأوراق المالية من ثلاث مجموعات من الأعضاء وهما:

1- الأعضاء المنضمون: هم المصارف والشركات وصناديق الادخار التي تعمل في مجال الأوراق المالية، ويتم تعيينهم من قبل لجنة البورصة²؛

2- الأعضاء المراسلون: وهم السماسرة المقيدون في البورصات الأجنبية، على أن يعمل هذا السماسر المراسل من خلال سمسار محلي، ويشترط المعاملة بالمثل، وبعد أداء رسوم القيود والاشتراك³؛

3- الأعضاء العاملون: هم السماسرة الذين يقومون بعقد عمليات بيع وشراء للأوراق المالية بين المتعاملين في البورصة، ويحصل مقابل خدمته على عمولة.

رابعا- الأركان الرئيسية لسوق الأوراق المالية

يتضمن سوق الأوراق المالية على ثلاثة أركان رئيسية وهم⁴:

1- الركن الأول: المستثمرون (المقرضون): المقصود بهم الأفراد والمؤسسات المالية مثل البنوك التجارية ومكاتب الوساطة وشركات الاستثمار... إلخ، والذين يوجد لديهم مدخرات نقدية تزيد عن احتياجاتهم يرغبون في استثمارها لغرض الحصول على عوائد مع وجود مقدرة على مواجهة المخاطر لتلك الغرض.

2- الركن الثاني: المقرضون (المصدرون): يقصد بهم مجموعة الأفراد والمؤسسات المالية لشركات الاستثمار وشركات الوساطة المالية والهيئات الحكومية كالبنك المركزي والخزينة من ذوي الحاجة إلى الائتمان.

3- الركن الثالث: الوسطاء (الوكلاء): الذين ينحصر دورهم بالتوفيق بين البائع (مصدر الورقة المالية) والمشتري (مستثمر الورقة المالية) وعادة ما يكون هؤلاء الوسطاء أشخاصا أو شركات.

¹ - نفس المرجع السابق، ص 53.

² - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 53.

³ - ضياء مجيد الموساوي، مرجع سبق ذكره، ص 17.

⁴ - أنظر: - عباس كاظم الدعوى، مرجع سبق ذكره، ص 129.

- وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 40-41.

- محمود سحنون، "الاقتصاد النقدي والمصرفي"، دار بهاء الدين للنشر و التوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2003، ص 136-138

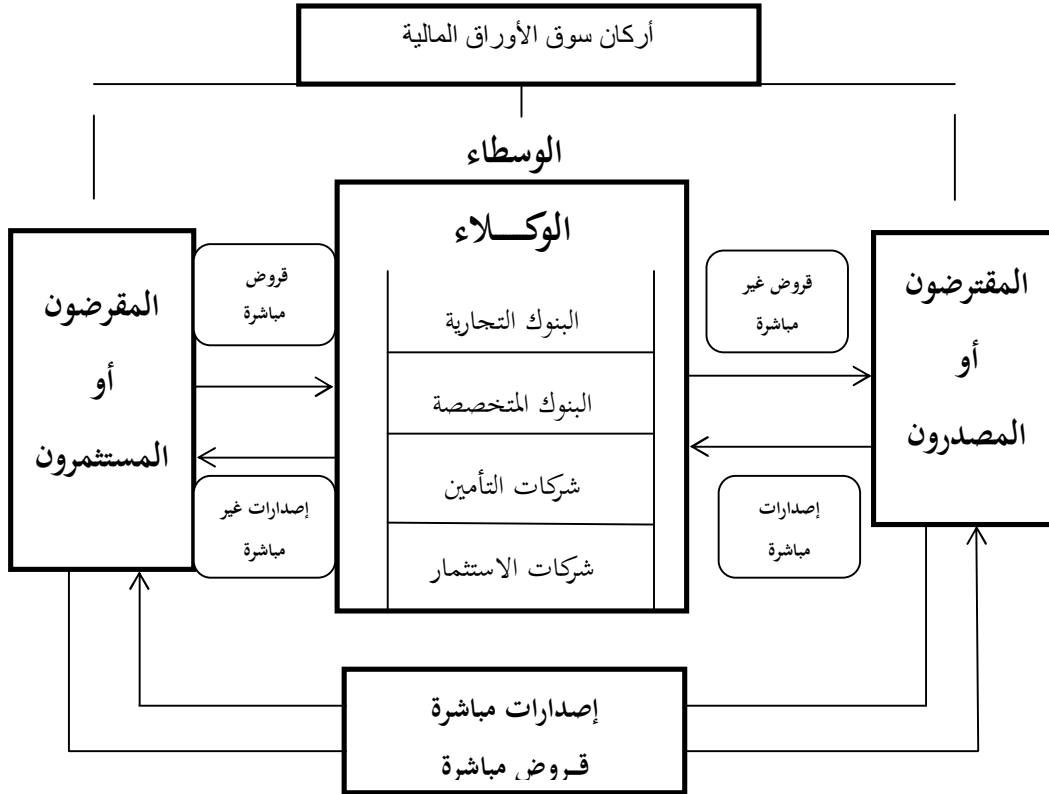
(بتصرف).

- جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص 24.

- محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 180-185 (بتصرف).

- فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص 61.

يمكن من الشكل التالي توضيح الأركان الرئيسية لسوق الأوراق المالية
الشكل رقم (1-2): الأركان الرئيسية لسوق الأوراق المالية



المصدر: محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مرجع سبق ذكره، ص 180.

الفرع الثاني: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

أولاً: الوحدات الاستهلاكية (القطاع الاستهلاكي): يتمثل دور الوحدات الاستهلاكية في السوق في اتجاهين، الاتجاه الأول تعد هذه الوحدات مصدراً مهماً من مصادر الادخار، والاتجاه الثاني تعد مستخدماً أو مقترضاً للأموال لأغراض الاستهلاك، فهي تنفق على شراء سلع وخدمات للاستهلاك الجاري من دخلها، ولكنها قد تقترض لتمويل مشترياتها من سلع الاستهلاك الدائم¹، أما الجزء المدخر هنا يمثل مصدراً من مصادر الادخار التي قد تشارك فيه هذه الوحدات في السوق.

ثانياً: الوحدات الإنتاجية: هي تلك الوحدات التي تقوم بإنتاج السلع والخدمات لأغراض الاستهلاك وإنتاج السلع الرأسمالية التي تستخدم لإنتاج خدمات أو سلع أخرى. تحتاج هذه الوحدات الكبيرة لمصادر مالية

¹ - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، "النقود والمصارف، والأسواق المالية"، دار الحامد للنشر و التوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2004، ص71.

لتمويل استثماراتها، كذلك فهي تعد مصدر من مصادر الادخار، وهكذا فإن الوحدات الإنتاجية تحتاج الدخول إلى سوق الأوراق المالية لغرض التمويل أكثر من دخولها مصدرا للادخار¹.

ثالثا: الوسطاء الماليون (القطاع المالي) المؤسسات المالية: تمارس المؤسسات المالية دور الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية، إذ تقوم بتحويل الأموال من مقدمي الأموال وهم أصحاب الفائض المالي إلى مستخدمي الأموال وهم الذين لديهم حاجة إلى الأموال، وتحويل الأموال من المقرضين إلى المقترضين وهي الوظيفة الأساسية لها، فضلا عن هذا فهي تعد مصدرا في إنشاء التعاملات وانتقال الأرصدة بين الأطراف المتعاملة في السوق²، ويمكن تصنيف المؤسسات المالية إلى عدة تصنيفات هي:

1- مؤسسات الإيداع: وهي مؤسسات (خاصة وعامة) وسيطة تقبل الودائع بأشكالها المختلفة

من الوحدات الاقتصادية (أفراد وشركات) وتقدم تسهيلات ائتمانية إلى تلك الوحدات وتشمل:

أ- البنوك التجارية: تعتبر من أهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال الخدمات العديدة التي تقدمها في هذا المجال، كتقديم الاستشارات الفنية للمستثمرين، تشجيع الأفراد والشركات على شراء الأدوات المالية، فضلا عن تحليل مخاطر الاستثمار في الأدوات المالية وتسويق وتصريف الأدوات المالية المصدرة خاصة في الدول التي لا تتوفر على بنوك ونوادي الاستثمار كالدول النامية³.

ب- مؤسسات الادخار والإقراض: هي مؤسسات تعبئ مواردها عن طريق الودائع المختلفة وبخاصة الادخارية منها وتستخدم مواردها في سوق الرهن العقاري⁴.

ج- مصارف الادخار ووحدات الائتمان: وهي مؤسسات إيداعية صغيرة تستقبل الإيداعات من الأفراد والمجموعات وتقدم القروض إلى مجموعات معينة، فهي تقترب في نشاطها من مؤسسات الادخار والإقراض⁵.

2- المؤسسات التعاقدية أو المؤسسات غير الوداعية: أهم هذه المؤسسات هي:

أ- شركات التأمين: تشكيل المحافظ المالية والاستثمار في الأصول طويلة الأجل⁶، بالإضافة إلى المحافظة على السيولة لديها، وذلك عن طريق تنويع الاستثمارات وتنويع تواريخ الاستحقاق للأوراق المالية، ويمكن لشركات التأمين القيام بدور الوسيط في البورصة والتعامل بالأوراق المالية لحساب الغير مقابل عمولة⁷؛

¹ - عباس كاظم الدعوى، مرجع سبق ذكره، ص 130.

² - نihal فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، "الأسواق والمؤسسات المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 11.

³ - مروان عطوان، "الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد و المال"، ديوان المطبوعات الجامعية، ط2، الجزائر، 2003، ص 245-246.

⁴ - عباس كاظم الدعوى، مرجع سبق ذكره، ص 132.

⁵ - نفس المرجع السابق، ص 132.

⁶ - علي كنعان، "الأسواق المالية"، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2009، ص 79.

⁷ - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "البورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 117.

ب- **صناديق التقاعد:** تقوم هذه الصناديق باستغلال هذه الأموال (إقتطاعات جزء من أجور ورواتب العمال)، وذلك بتوظيفها في البورصة قصد تحقيق فوائد¹؛

ج- **صناديق الضمان الاجتماعي:** تقوم هذه الصناديق بجمع الأموال المحصل عليها من المنخرطين، ويتم بعد ذلك توجيهها لشراء الأسهم والسندات والتعامل بهما في البورصة قصد تحقيق عوائد (أرباح وفوائد) يمكنها من مراجعة وتغطية مصاريفها المتزايدة²؛

د- **صناديق البطالة:** تقوم هذه الصناديق باقتطاع جزء من أجور ورواتب المنخرطين فيها بشكل منتظم، على أن يقابل ذلك ضمان تقديم علاوات البطالة في أوقات الأزمة، أين يجد المنخرط نفسه بدون عمل. ونظرا للفارق الزمني بين عملية تسديد هذه العلاوات، فإن هذه الصناديق تقوم بتوجيه هذه السيولة الهامة لتوظيفها في سوق الأوراق المالية قصد تحقيق عوائد إضافية³.

3- **مؤسسات الاستثمار:** هي مؤسسات مالية وسيطة تعتمد بيع الأصول المالية المختلفة إلى الأفراد والاستثمار في الأسهم والسندات أهمها⁴:

أ- **هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية:** هي هيئات تنشئها البنوك والمؤسسات المالية مهمتها الأساسية تسيير محافظ الأوراق المالية لحساب عملائها، وذلك بتجميع المدخرات من الأفراد والهيئات المالية وتوظيفها بسوق الأوراق المالية*؛

ب- **شركات الرهن وتجمع الاستثمار العقاري:** هي مؤسسات تدخل في عداد مؤسسات الاستثمار إذ تتعامل الأولى (شركات الرهن) على تقديم تسهيلات ائتمانية لإنشاء مجتمعات الأعمال والسكن، بينما تتعامل الثانية بالاستثمار في العقارات التجارية والإسكان⁵.

4- **مؤسسات سوق الأوراق المالية:** لا تمارس هذه المؤسسات دور الوساطة في تعبئة الموارد، بل تمارس دورها في التوسع المالي بين وحدات العجز و الفائض، يمكن ذكر أهم هذه المؤسسات في ما يلي:

أ- **بنوك الاستثمار:** عبارة عن مؤسسات لا تقبل الودائع أو تمنح الإقراض، وإنما عملها في سوق الأوراق المالية من خلال تقديم المساعدات للوحدات الاقتصادية (منشآت، الأفراد) لآجل تسويقها أو بيع أوراقها المالية مستعينة بخبرتها في البورصة.

¹ - محمد براق، "بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر"، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، غير منشورة،

معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، ص 135.

² - نفس المرجع السابق، ص 135.

³ نفس المرجع السابق، ص 135.

⁴ نفس المرجع السابق، ص 135.

* سوف يتم التفصيل في هيئات التوظيف الجماعي في الفصل الثالث.

⁵ - عباس كاظم الدعوى، مرجع سبق ذكره، ص 134.

ب- **السماسرة:** تتمثل مهام السماسرة أو الوسطاء في سوق الأوراق المالية في تنفيذ أوامر العملاء سواء شراء أو بيعاً مقابل عمولة يتحصلون عليها من جراء تنفيذ هذه الصفقة، بالإضافة إلى تقديم خدمات إضافية للعملاء. يجب أن تكون هناك مجموعة من الشروط للسماسر¹:

- أن يكون متمتعاً بالأهلية القانونية؛
 - النزاهة التجارية كعدم إشهار إفلاسه داخلياً وخارجياً، وعدم إدانته لجناية أو تزوير أو مخالفة لقوانين النقد؛
 - الكفاءة المالية وذلك بأن يكون لديه رأس مال نقدي لا يقل عن المبلغ الذي تحدده لجنة البورصة، وذلك لضمان المبالغ التي تكون مطلوبة منه للعملاء أو لجنة البورصة؛
 - الكفاءة الفنية أي حصوله على حد أدنى من التعليم، وإثبات خبرته في مجال سوق الأوراق المالية.
- ومن بين وظائف السماسر في سوق الأوراق المالية²:

- تقديم المشورة والنصيحة لعميله عن السوق، وعن التعامل على أوراق مالية بعينها، وعن موقف أي منها في الحاضر واتجاهها في المستقبل لتطور الأسعار وتقلباتها؛
 - إرسال الأوراق المالية إلى مختلف الشركات لتسجيل اسم المشتري الجديد؛
 - الاكتتاب نيابة عن العملاء في الأوراق المالية، والتفويض في عمليات الشراء والبيع للعملاء الذين يملكون محافظ الأوراق المالية لدى المصارف؛
 - حفظ أسرار العملاء بعدم إعطاء أية معلومات عنهم لأية جهة كانت؛
 - ترويج الإصدارات الجديدة دون الالتزام بتغطية أو شراء جزء من الإصدارات وبيعها للمستثمرين.
- يمكن أن نجد هناك عدة أنواع من السماسرة وهي³:

- **وكلاء بيوت السمسرة:** وهم سماسرة أعضاء بالبورصة يعملون لحساب بيوت السمسرة الكبيرة لتنفيذ طلباتهم الكبيرة الخاصة بشراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في السوق ويعاون الأعضاء العاملين بالسوق فئتان

¹ انظر: شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 56-57.

- عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاتة، "مراجعة الحسابات في بيئة الخصخصة وأسواق المال والتجارة الإلكترونية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 247-248.

² انظر: - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 57.

- عبد المطلب عبد الحميد، "اقتصاديات الاستثمار في البورصة"، الشركة العربية المعتمدة للتسويق والتوريدات، ط2، القاهرة، مصر، 2010،

ص 331

- الخضير محسن أحمد، "كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة"، اشترك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 1996، ص 56.

- فيصل محمود الشنودة، مرجع سبق ذكره، ص 62.

³ انظر: - عبد المطلب عبد الحميد، "اقتصاديات الاستثمار في البورصة"، مرجع سبق ذكره، ص 56-58.

- على سعد محمد داود، "البنوك ومحافظ الاستثمار - مدخل دعم اتخاذ القرار"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012، ص

هما المندوب الرئيسي ويعمل موظفا لدى السمسار، أما الفئة الثانية هم الوسطاء كحلقة اتصال بين السمسار والعملاء يتلقون منهم أوامر الشراء والبيع ويبلغونها للسمسار وتنفيذ الصفقات نيابة عن سمسار الصالة وتحت مسؤوليته.

- السماسرة بالعمولة: يقتصر تعاملهم مع الجمهور الراغب في شراء أو بيع ورقة مالية تملكها مقابل عمولة أو سمسة تحددها لائحة البورصة.

- سمسرة الصالة أو المقصورة: يختص بتنفيذ طلبات البيع والشراء للأوراق المالية التي يعهد بها إلى زملائه السماسرة مقابل عمولة.

- تجار الصالة أو المقصورة: يقومون بتنفيذ عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية لحسابهم الخاص لتحقيق أرباح من وراء ذلك دون الاحتفاظ بالأوراق المالية لمدة طويلة.

- المتخصصون: الذين يتخصصون في التعامل في نوع واحد أو عدة أنواع من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات مثل الاسهم العادية أو الاسهم الممتازة والسندات أو تقصر تعاملهم في الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة، ولذلك يجمع هؤلاء المتخصصون بين عمل سمسرة المقصورة وتجار الصالة ولكن ليس لهم الحق في التعامل مع الجمهور.

- السماسرة والمتعاملون في الصفقات الصغيرة أو تجار الطلبات الصغيرة: تتخص هذه الفئة في التعامل في الطلبات أو الصفقات الصغيرة مقابل عمولة في الفرق بين سعر البيع والشراء، ولا تتعامل هذه الفئة مع الجمهور ولكن تعمل لحساب بيوت السمسرة بالعمولة.

- سمسرة الخصم: هو السمسار الذي يقدم حد أدنى من الخدمة لعملائه والتي عادة ما تتمثل في الأعمال الكتابية الخاصة بإجراءات البيع والشراء، ويتناسب مقدار العمولة التي يخص عليها السمسار مع حجم الخدمة التي يقدمها. ويعد هذا النوع من السماسرة ملائم للمستثمرين الذين يتخذون قراراتهم بأنفسهم دون حاجة لسمسرة يساعده على اختيار أو في توقيت القرار.

4- القطاع الحكومي: تعتبر الحكومات من المتعاملين الأساسيين في سوق الأوراق المالية وخاصة في سوق السندات، حيث تعتبر إصدارات الحكومات هي من أفضل الإصدارات وتحمل مخاطرة منخفضة أو خالية من المخاطرة، وتلجأ الحكومة إلى السوق من أجل تغطية العجز في الميزانية العامة أو لتمويل المشاريع التنموية المختلفة؛

5- البنك المركزي: يشارك البنك في السوق من خلال عمليات السوق المفتوحة ببيع وشراء الأوراق المالية، وبخاصة السندات الحكومية وبالتالي التأثير على عرض النقود¹.

¹ - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، مرجع سبق ذكره، ص79.

- 6-المستثمرون:** يمثلون الأفراد الذين يشترون الأوراق المالية بهدف الحصول على دخل مستمر منها، والتي تشمل الفوائد والتدفقات والعوائد بمختلف أشكالها، وهناك نوعين من المستثمرين، المستثمر الداخلي والمستثمر العادي، ويهدف المستثمر الداخلي إلى السيطرة على الشركة وإدارتها من خلال تملك عدد كاف من الاسهم بهدف الربح، أما المستثمر العادي فيهدف إلى تحقيق الربح في الأجل الطويل بالإضافة إلى العائد الجاري¹.
- 7-الأعضاء المراسلون:** وهم الأعضاء عاملين في سوق الأوراق المالية الأجنبية ويمارسون نشاطهم في سوق دولة أخرى عن طريق سمسار وطني مقيد في سوق الأوراق المالية لهذه الدولة².

المطلب الثاني: آليات التعامل في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوامر الأساس الذي يحدد كيفية التعامل في سوق الأوراق المالية، وبالتالي يجب أن تكون الأوامر الصادرة من عند المستثمر إلى الوسيط محددة بدقة، أي نوعية العملية سواء شراء أو بيع وعليه فإن دقة صياغتها وضرورة فهمها يمثلان عنصراً أساسياً لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية، وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة.

الفرع الأول: أوامر السوق

أولاً: مفهوم أوامر السوق

- 1- تعريف أوامر السوق** " يقصد به التوكيل الذي يعطى عميل ما إلى أحد السماسرة أو الوسطاء لكي يبيع أو يشتري من البورصة بعض أو الأوراق المالية التي يعينها له"³. وتأخذ هذه الأوامر عدة أشكال، وتبقى صالحة طيلة الجلسة التي أعطيت خلالها ما لم يكن هناك اتفاق أو تعليمات تخالف ذلك"⁴.
- 2- خصائص أوامر السوق:** من بين خصائص أوامر السوق مايلي:⁵
- تبيان نوعية العملية أو الصفقة، هل هي بيع أو شراء؛
 - تحديد عدد الأوراق المالية محل العملية ؛

¹ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 141.

² عبد المطلب عبد الحميد، "اقتصاديات الاستثمار في البورصة"، مرجع سبق ذكره، ص 58.

³ أنظر: - شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 47.

- محمد يوسف ياسين، "البورصة، تنازع القوانين - اختصاص المحاكم"، منشورات الحلبي الحقوقية، ط1، بيروت، لبنان، 2004، ص 99.

- أرشد فؤاد التميمي، اسامة عزمي، مرجع سبق ذكره، ص 172-173.

⁴ صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص 17.

⁵ أنظر:

- نظير علي أحمد طاحون، "شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر"، دار النهضة العربية، مصر، 2003، ص 106

- Jean François Susbielle, "**Comprendre La bourse sur Internet**", édition d'organisation, Paris, 2001, P P 356-358.

- نوعية الورقة المالية المطلوب التعامل بشأنها؛

- وقت تنفيذ الأمر (مدة صلاحية الأمر) يوم، أسبوع، شهر أو مفتوح، أو يكون مرتبطاً بشروط أخرى؛

- سعر التنفيذ محدد أو تقريبي كأن يكون التعامل بأفضل سعر ممكن؛

- نوع السوق (فورية أو آجلة)

ثانياً: تصنيفات أوامر السوق: تختلف تصنيفات أوامر السوق في سوق الأوراق المالية من المتعاملين فقد نجد أوامر الشراء أو أوامر البيع أو كليهما معاً، وعليه يمكن تصنيف أوامر السوق إلى:

1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في التنفيذ من عدمه¹، وهناك نوعين هما:

- **أوامر السوق:** تعتبر أكثر الأوامر شيوعاً واستخداماً، حيث يطلب المستثمر أمراً للسهم لشراء أو بيع عدد محدد من الأوراق فوراً²، وهنا يكون السهم ملزماً ببذل أقصى جهد للتوصل إلى أقل الأسعار في حالة الشراء وأعلى الأسعار في حالة البيع؛

- **أوامر المحددة:** هي التي يضع العميل سعراً لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس أمام السهم إلا الانتظار لاغتنام الفرصة، وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو إلى أقل منه في حالة أمر الشراء، أو إلى أعلى منه في حالة البيع³.

2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها وقد تكون مدة الأمر يوم أو أسبوع أو شهر، أو قد يكون الأمر مفتوحاً أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه⁴.

- **أوامر محددة بيوم:** وهو الأمر الذي يظل سارياً لما تبقى من ساعات اليوم، أي إلى أن تغلق البورصة أبوابها في ذلك اليوم، ويعد الأمر المحدد باليوم من أكثر الأوامر شيوعاً؛

- **أوامر محددة بأسبوع أو شهر:** فيما يخص الأمر الذي مدته أسبوع فإنه ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه، وكذلك الأمر الذي مدته شهر ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي صدر فيه، وقد تتحدد مدة الأمر بفترة أكبر من ذلك شهرين أو ثلاثة أشهر أو أكثر، بل قد تمتد لتتحول إلى أمر مفتوح؛

- **الأمر المفتوح:** ويقصد به الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغائه.

¹ أنظر: - منير إبراهيم هندي، "إدارة المنشآت المالية أسواق المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 484.

- منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 521.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 43.

³ محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، 103 (بتصرف)

⁴ منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 525.

3- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: تنقسم هذه الأوامر إلى:

- **الأمر المحدد السعر خلال فترة معينة:** ويقصد بالأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة الأوامر التي تحدد بلعماً معيناً للتنفيذ، غير أنها يشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوماً أو شهراً أو أكثر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر ومزايا الأوامر المحددة للزمن.

- **الأمر المفتوح في حدود سعر معين:** يقصد بالأمر المفتوح في حدود سعر معين الأمر الذي لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة، حينما يصل سعر السوق الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل.

4- الأوامر الخاصة: نجد ثلاثة أنواع للأوامر الخاصة وهي:

- **أوامر الإيقاف:** "تعرف أيضاً باسم أوامر إيقاف الخسارة (Stop Loss)، وهنا يقع على عاتق المستثمر أن يحدد سعر الإيقاف (Stop Price). فإن كان الأمر يتعلق بالبيع فإن سعر الإيقاف يجب أن يكون أقل من السعر السوقي في وقت لإصدار أمر البيع. وإذا كان الأمر يتعلق بالشراء، فإن سعر الإيقاف يكون أكبر من السعر السوقي في وقت إصدار الأمر"¹؛

- **أمر الإيقاف المحدد:** يعالج أمر الإيقاف المحدد عدم التأكد بشأن السعر الذي ينفذ به الصفقة، وهو ما يتسم به أمر الإيقاف، حيث يضع المستثمر حد أدنى لسعر البيع وحد أقصى لسعر الشراء، ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو سعر أفضل منه². وبالتالي يمكن النظر إلى أمر الإيقاف المحدد على أنه أمر محدد مشروط³؛

- **أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:** ويقصد به "أن يترك لسمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه، وقد تكون حرية السمسار في هذا النوع من الأوامر مطلقة، فهو يختار الورقة محل التعامل والسعر، وما إذا كانت الصفقة شراءاً أم بيعاً، وتوقيت تنفيذها. أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية السمسار على توقيت تنفيذ والسعر الذي تبرم على أساسه الصفقة⁴. ويقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوافر لديهم ثقة كاملة في كفاءة وأمانة السمسار"⁵.

¹ أنظر - محمد صالح الحناوي وآخرون، "تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 42.

- محمد صالح الحناوي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 1997، ص 24.

- محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص 44.

² منير إبراهيم هندي، "إدارة المنشآت المالية أسواق المال"، مرجع سبق ذكره، ص 487.

³ محمد صالح الحناوي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 26.

⁴ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 249 (بتصرف)

⁵ منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 530-531.

5- أشكال أخرى من الأوامر

- الأوامر المرتبطة: هي الأوراق التي يطلب فيها المستثمر من الوسيط شراء أو بيع أوراق مالية معينة بشرط بيع أو شراء عدد مماثل من أوراق مالية أخرى؛¹
- الأوامر المتسلسلة: تتعلق بترتيب العمليات المالية، حيث يطلب المتعامل من الوسيط تنفيذ عملية الشراء قبل البيع أو العكس؛
- أوامر محددة للمبلغ الكلي للصفقة: هي أوامر يحدد فيها المتعامل الأموال المستثمرة في منتج مالي معين، وهذه الأوامر لا تحدد عدد الأوراق المراد شراؤها، وإنما تحدد المبلغ المتاح الذي لا يجب تجاوزه²

الفرع الثاني: تكاليف تنفيذ المعاملات: تتضمن عملية تنفيذ الأوامر نوعين من التكاليف:

أولاً- التكاليف المباشرة

1. عمولة السمسرة: هي العمولة التي تدفع للسمسار وغالباً ما يجري ذلك بالتفاوض علماً أنها مرتبطة بالعملية المنفذة وتناسب عكسياً مع عدد مرات التعامل، وطردياً مع نوع الخدمات التي يقدمها السمسار، لذا غالباً ما يفضل صغار المستثمرين التعامل مع بيوت الخصم التي تقتصر مهامها على تقديم خدمات لإتمام العملية دون تجاوزها لخدمات إضافية كتلك المقدمة من طرف بيوت السمسرة.³
2. ربح صافي السوق: يشار إليه للفرق بين سعر شراء الورقة المالية وسعر بيعها بربح صانع السوق أو الهامش أو المدى ويتحدد هذا الهامش نتيجة إلى⁴:

- أتعاب صانع السوق: من جراء الوساطة بين بائعي ومشتري الأوراق المالية؛
- تكلفة الاحتفاظ: حيث يقوم صانع السوق بالاحتفاظ بمخزون كاف من الأسهم انتظاراً للمشتري الذي يرغب في شرائها.

3. الخصم على السعر: هو عبارة عن الخصم الذي يمنحه المشتري للبائع، والذي يمثل جزءاً من تكلفة المعاملات حيث يتوقف على متغيرات كثيرة منها ما يتعلق بظروف السوق، والمستثمر⁵.
4. الرسوم المستحقة على الأطراف المتعاملة: هي تلك الرسوم المستحقة لإدارة سوق الأوراق المالية وبعض رسوم نقل الملكية والتسجيل⁶.

¹ نظير علي أحمد طاحون، مرجع سبق ذكره، ص 114.

² محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص 90

³ عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق استثمارية خيارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 28.

⁴ سعيد توفيق عبيد، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 1999، ص 83.

⁵ منير إبراهيم هندي: "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 488

⁶ منير إبراهيم هندي: "إدارة المنشآت المالية وأسواق المال"، مرجع سبق ذكره، ص 489

5. **عمولات البنوك:** هي العمولة التي يدفعها المتعاملون إلى البنوك من أجل إيداع أموالهم لديهم ويكون ذلك مقابل عمولة تضاف لعمولة السمسرة، لذا فإن أغلبية المتعاملين يفضلون التعامل عن طريق السمسار أو الوكيل مباشرة لتجنب ازدواجية العمولة¹.

ثانيا - التكاليف غير المباشرة: تشمل التكاليف في الحياة التي يتحملها المتعاملون فيما يلي:

1. **تكلفة الفرصة البديلة:** أي العائد الذي كان يمكن أن يتحقق لو تم توجيه الأموال المتاحة إلى مجالات استثمارية أخرى.

2. **تكاليف الوقت والجهد:** وتتمثل في تكلفة الجهد والوقت المبذول في تقييم الأوراق المالية المحتمل الاستثمار فيها

المطلب الثالث: نظام التسعير في سوق الأوراق المالية

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى مفهوم تسعير الأوراق المالية والعوامل المحددة لتسعير الأوراق المالية، بالإضافة إلى تقنيات تحديد أسعار الأوراق المالية

الفرع الأول: مفهوم التسعير

أولاً: تعريفها: يقصد بتسعير الورقة المالية في البورصة تحديد السعر الذي تلتقي عنده عروض البيع وطلبات الشراء على الورقة، ويتم تدوين هذا السعر في لوحة الأسعار بالبورصة يمثل السعر الرسمي ويسمى أيضا سعر البورصة، والذي يعرف على أنه القيمة التي يبلغها سند أو سهم ما أثناء إحدى جلسات البورصة، والذي يسجل بعد انتهاء الجلسة في لوحة التسعيرة². بمعنى آخر القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء إحدى جلسات البورصة وتسجل بعدها في لوحة التسعيرة داخل البورصة ويعكس هذا السعر تلاقي كل من العرض والطلب على الأوراق المالية³.

ثانيا: العوامل المؤثرة في تحديد أسعار الأوراق المالية

يرتبط تحديد سعر ورقة مالية ما في سوق الأوراق المالية عدة عوامل وهي⁴:

1. **ظروف السوق المالية وأسعار السندات:** يقصد بها تقلبات العرض والطلب على النقود التي تجعل معدلات الفائدة الجارية تتغير، والتي تؤثر على القيم المتداولة (السندات) حيث يكون هذا التأثير كما يلي:

¹ ضياء مجيد الموساوي، مرجع سبق ذكره، ص28.

² أنظر:- السيد متولى عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص173

- محمد صبري هارون، مرجع سبق ذكره، ص73.

³ - محمود سحنون، مرجع سبق ذكره، ص139.

⁴ - محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر"، مرجع سبق ذكره، ص ص 163-165. بتصرف.

- عندما يكون معدل الفائدة الجاري أكبر من معدل فائدة السندات المصدرة، فإن قيمة السند تتجه نحو الانخفاض حتى تصل إلى نقطة المردود المساوي لمعدل الفائدة الجاري؛
- عندما يكون معدل الفائدة الجاري أقل من معدل فائدة السندات المصدرة فإن سعر هذه الأخيرة سيرتفع بطريقة تناسبية حتى يصبح مردودها متساويان.

2. العوامل الداخلية: من بين العوامل الداخلية المؤثرة على أسعار البورصة ما يلي:

- النتائج المحققة أو المتوقع تحقيقها من طرف المؤسسة؛
 - شهرة المؤسسة والطاخم المسير لها من طرف المؤسسة؛
 - الدراسات الاقتصادية والمعلومات المقدمة والمتعلقة بالمؤسسة خاصة منها النمو المنتظر؛
 - الدراسات الاقتصادية حول القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة؛
 - أهمية ونوعية المعلومات المقدمة للجمهور حول المؤسسة.
- ## 3. العوامل الخارجية: من العوامل التي قد تساهم بشكل هام في تكوين الأسعار وتغيير سلوكيات المتدخلين في البورصة نذكر ما يلي:

- السياسة المتبعة من قبل السلطات المالية والنقدية بخصوص معدل الفائدة السائد في السوق المالية طويلة المدى والسوق النقدية، كذا معدل التضخم إذا كان أكبر من معدل عوائد القيم المتداولة، ومنه فإن تطور هذا العامل يؤثر بصورة غير مباشرة على أسعار الأسهم وكذا على تطور المؤسسة، وعليه فإن وجود معدل تضخم مرتفع يؤثر سلبا على الحالة الاقتصادية؛
- السياسة الضريبية والتي تتعلق بالمؤسسات المقيدة في البورصة وكذا المتعاملين بها التي قد تساهم بشكل هام في تغيير تكوين الأسعار، لذلك فإنه كلما ارتفعت الضرائب على المؤسسات أدى ذلك إلى انخفاض الأرباح الصافية للأسهم المقيدة؛
- الاستثمار الأجنبي المتمثل في أموال المستثمرين الأجانب المعروضة في البورصة، حيث يزداد بشكل مستمر وعليه إمكانية التأثير على تكوين الأسعار.
- المناخ السياسي والاجتماعي والأمني للبلاد الذي يمكنها أن تساهم في تغيير سلوكيات المتدخلين خاصة في تقدير الأسهم.

4. العوامل التقنية: من بين العوامل التقنية التي قد تؤثر على أسعار الأوراق المالية يمكن ذكر منها ما يلي:

- التنظيم الجيد للبورصة المتعلقة بالعمليات الآجلة بشرط التعويض؛
- كيفية فهم المعلومات التي تتضمنها جداول التسعيرة الرسمية حول الأسعار الخاصة بالأسهم والبيانات الأخرى المنشورة؛

- وجود صناع السوق في الأسواق المحدودة أو الضيقة يساهم في استقرار الأسعار، وفي القضاء على التغيرات المفاجئة.

الفرع الثاني: تقنيات تحديد أسعار الأوراق المالية

هناك العديد من التقنيات التي تساعد على تحديد أسعار الأوراق المالية نذكر منها ما يلي:

أولاً: التسعير الدوري

وفق هذه التقنية للتسعير فإن تنفيذ أوامر المتعاملين لا يتم مباشرة بل يتم تجميع أوامر البيع والشراء الموجودة في دفتر الأوامر وتتم هذه التقنية بأربع أنواع للتسعيرة وهي:

1- **التسعير بالمنادة:** يتم التسعير عن طريق المناادة باجتماع الوسطاء الماليين أو وكلائهم في مقصورة البورصة فينادي الباعة بأعلى صوتهم عن الأوراق المالية التي بحوزتهم أو التي يريدونها مستعملين هذا التعبير "لدي J'ai" أو آخذ "Je prends" للدلالة على رغبة الوسيط في البيع أو الشراء نظرا للضجيج في الصالة يلجأ الوسيط إلى إشارة باليد أفقيا في حالة الشراء وعموديا في حالة البيع¹؛

2- **التسعير بالدرج "الرف":** تتم بطريقة كتابية وليست شفوية، إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بالورقة على بطاقة وتوضع في درج، حيث يخصص درج لكل ورقة في البورصة وتركز كل المعاملات من عروض ومطالب هناك، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي (شركة بورصة مثلا). يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها، في بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعينة الموجودة في الدرج الخاص بها، ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة، ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك². وتعرض هذه الطريقة إلى عدة عراقيل عند تطبيقها وهذا راجع إلى عدة أسباب وهي³:

- غياب المعلومات وصعوبة الحصول عليها؛
 - صعوبة إيجاد سعر مرجعي يستند عليه الوسطاء؛
 - عدم إمكانية تغيير الأوامر قبل آجال الاستحقاق.
- 3- **تسعيرة الصندوق:** هذه التقنية شبيهة بتسعيرة الدرج لكن يتم اللجوء إليها بصفة خاصة عندما لا يستطيع السوق الوصول إلى التوازن، وذلك في حالات استثنائية مثل: تعدد وكثرة عروض البيع وطلبات الشراء

¹ محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص 105

² أنظر: - محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص 114

- نظير علي أحمد طاحون، مرجع سبق ذكره، ص 117.

- محمد براق، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 167.

- محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص 107.

³ - محمد براق، "بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر"، مرجع سبق ذكره، ص 167.

أو في حالة تسعير أوراق مالية تتميز ببعض المشاكل التي يتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي، في إطار هذه التسعيرة يعتمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص، وتعتمد البورصة إلى تحديد الأسعار حسب ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات¹.

4- **التسعير بالمقابلة "المعارضة"**: هي تقنية تقع بين الطريقة الشفوية والكتابية، حيث يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه السجلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأسهم وحدود الأسعار المعروضة². وفقا لهذه الطريقة يتم تحديد سعر الافتتاح بإتباع الخطوات الآتية³:

- تحديد الكميات التراكمية للطلبات، وذلك بترتيبها من السعر الأعلى إلى السعر الأدنى؛
- تحديد الكميات التراكمية للعروض وذلك بترتيبها من السعر الأدنى إلى السعر الأعلى؛
- يتم اختيار السعر الذي سيتم به تداول أكبر كمية ممكنة من الأسهم؛
- في حالة تساوي الكميات التراكمية عند سعرين مختلفين، يتم الترجيح بالسعر الأقرب إلى آخر سعر إقفال؛ أو في حالة وقوع آخر سعر إقفال بين السعرين المختلفين فإن سعر الافتتاح يكون سعر الإقفال.

ثانيا: **التسعيرة المستمرة**: يقصد بها عملية التبادل التي تتم في أي وقت، وذلك عندما يتحقق التقاء أمرين مختلفين (الأمر بالبيع والأمر بالشراء) عند سعر معين، ومنه فإن التسعيرة المستمرة هي تقنية تسمح بتنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق بشكل سريع، وهي تمكن من تجنب فترة الانتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة⁴. تحقق هذه الطريقة شفافية كلية إذ تسمح بإجراء مختلف العمليات، غير أن تغيرات الأسعار وتوجهاتها في الجلسة الواحدة عادة ما تؤدي إلى عدم التأقلم بالنسبة لحاملي الأوراق الصغيرة ولتفادي هذا الإشكال فإن تسعيرة الافتتاح يمكن أن يحتفظ بها بالنسبة للعمليات الصغيرة التي ليس لها تأثير كبير على السوق⁵.

¹ أنظر:

- Josette Pilverdier latreyte, " **le marché financier français** ", édition economic, Paris, 1991, P140 .

- مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، دار كنوز إشبيلى للنشر والتوزيع، ط1، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005، ص572.

- محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص 106.

² أنظر: -محمد صبري هارون، مرجع سبق ذكره، ص76.

- محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص117.

³ - مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص571.

⁴ - مروان عطوان، "الأسواق النقدية والمالية"، ديوان المطبوعات الجامعية، ج1، ط1، الجزائر، 2008، ص230.

⁵ - محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص109.

ثالثا: التسعيرة الرسمية: هي الوثيقة التي تنشرها لجنة التسعير في البورصة في كل جلسة من جلسات التداول بغرض الإعلان عن السعر الذي يتم على أساسه التداول الفعلي للأوراق المالية. وتتضمن التسعيرة الرسمية على البيانات التالية¹:

- اسم الورقة المالية؛
- الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مع ذكر الفائدة وموعد الاستحقاق؛
- أسعار الأوراق المالية في جلسة اليوم والسعر السابق لها.

الفرع الثالث: مزاي وسلبيات تسعير الأوراق المالية

هناك بعض المزايا والعيوب الخاصة بتسعير الأوراق المالية المقيدة في سوق الأوراق المالية **أولا: المزايا:** نذكر منها ما يلي²:

1. شهرة المؤسسة: بمجرد تسعيرة المؤسسة ستكون لها علاقات أكثر مع المحيط الخارجي وبمنتجاتها الجديدة التي تشكل موضوع اهتمام من طرف صحافة الأعمال، الأوساط المالية والصناعية... إلخ، وستنشر نتائج المؤسسة الفصلية والسنوية في الصحف المالية، فهذا الإشهار سيحلب مشتريين جدد وتوفر رؤوس الأموال؛

2. تنوع إمكانيات التمويل: في أغلب الأحيان فإن طرق التمويل الداخلي (الذاتي) غير كافية مما يدفع بالمؤسسة للبحث عن موارد خارجية من البنوك، ونظرا للشروط التي تفرضها هذه الأخيرة (كمحدودية حجم القرض) فإن المؤسسة تتجه نحو البورصة لتحصل على أنواع جديدة للتمويل مع توفير المرونة والاستقلالية؛

3. زيادة الثقة بين المؤسسة ومتعاملاتها: تسمح عملية دخول المؤسسة إلى البورصة خاصة في حالة تحقيق نتائج إيجابية من زيادة الثقة الممنوحة بينها وبين متعاملاتها؛

4. عملية الاندماج والشراء: عملية اندماج واتحاد المؤسسة مع مؤسسة أخرى مسجلة في البورصة تكون أسهل لأن تقييم المؤسسات والصفقة ككل تكون سهلة لأن قيمة كل شركة معروفة من طرف السوق، وذلك لتداول أسهم كل المؤسسات في البورصة، أما إذا أرادت المؤسسة المسعرة شراء مؤسسة أخرى يمكنها ذلك باغتنام فرصة عرض أسهم لإتمام الصفقة.

¹ - شمعون شمعون، "البورصة، بورصة الجزائر"، أطلس للنشر، الجزائر، 2005، ص 46.

² - بوغنونز أمينة، "أثر المعلومة المالية في السوق المالي" مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص النقود المالية، جامعة الجزائر يوسف بن خدة، الجزائر، 2007 - 2008، ص 32-34.

ثانياً: السلبيات: أن الدخول إلى البورصة ينجم عنه مزايا كثيرة تفيد المؤسسة، لكن هناك جانب آخر يجب أن لا تغفل عليه المؤسسة من التسعيرة في البورصة وهو السلبيات التي يمكن أن تكون في مرحلة ما، تقيد حركة نمو المؤسسة مما يجعلها تلتزم ببعض القيود منها:

1. قيود متعلقة بقوانين لجنة مراقبة عملية البورصة: حيث تكون المؤسسة المسعرة مجبرة على التقيد بالقواعد العديدة لهذه الهيئة المكلفة بالسهر على حماية المساهمين من صحة المعلومات المقدمة من طرف المصدرين؛

2. غياب السرية: يجب على المؤسسة المسعرة كشف كل شيء (معلومات خاصة بالمبيعات، الأجور، المشاريع المستقبلية... إلخ) وهذا يعني كل منافسيها وكل متعاملين معها يكونون على علم بالمعلومات الخاصة بسير العمل الداخلي للمؤسسة؛

3. تتحمل تكاليف إضافية إن عملية الدخول إلى البورصة أمراً مكلفاً للمؤسسة، حيث تتحمل تكاليف إضافية، منها ما يتعلق بالالتزامات الجبائية والمحاسبية وأخرى خاصة بالإعلام والوثائق الرسمية الواجب تقديمها للمساهمين؛

4. فقدان التحكم في تسيير المؤسسة: سيشارك المساهمين الجدد خاصة إذا كانوا يملكون حصص معتبرة في مجلس الإدارة، يكون لهم دور في تسيير المؤسسة، ووجود مجلس إدارة موسع يستلزم وجود نظام مراقبة باتخاذ قرارات عملية، وإلا غابت المرونة في التسيير وساد الاختلاف؛

5. توزيع الأرباح على المساهمين: هو العامل الأكثر تعقيداً في عملية الدخول البورصة، حيث ينتظر المساهمون توزيع الأرباح في أقرب الآجال مما يعيق عملية إعادة الاستثمار في المؤسسة؛

6. تخفيض في قيمة المؤسسة: عند الدخول إلى البورصة يجب توقع انخفاض في قيمة المؤسسة، لأن سعر الأوراق المالية المصدرة عند الدخول في البورصة تكون أقل من القيمة الحقيقية للمؤسسة من أجل إغراء الراغبين في الاستثمار ثم إثارة حركة ارتفاع في أسعار الأوراق بعد عرضها.

الفرع الرابع: عمليات سوق الأوراق المالية

تتم عمليات سوق الأوراق المالية إما عن العمليات العاجلة أو العمليات الآجلة

أولاً: مفهوم العمليات العاجلة

تكمن العمليات الآجلة في بيع وشراء فورا في السوق

1- تعريف العمليات العاجلة

التعريف الأول: "هي عمليات سريعة يتم بموجبها البيع والشراء بشكل آني وفقا لسعر السوق الحالي وهو السعر الذي يقبل به المشتري والبائع على حد سواء"¹.

التعريف الثاني: "هي العمليات التي يتم من خلالها تنفيذ الصفقات مباشرة ويستلم البائع الثمن ويستلم الأوراق المالية المتفق على تداولها إلى المشتري، وبموجبها يتم تسديد واستلام الأوراق المالية على الفور"².

يلجأ المتعاملون في السوق لإتمام صفقاتهم في السوق العاجلة إلى أحد السببين أو كليهما وهما³:

- الاحتفاظ بالأوراق المالية والاستفادة من أرباحها عند توزيعها.
- المضاربة على ارتفاع أسعارها، لبيعها عند تحقق ذلك، مع العلم أن أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة أقل ارتفاعا في السوق الآجلة.

2- أنواع العمليات العاجلة: تتعدد أنواع العمليات العاجلة في سوق الأوراق المالية إلى عدة أنواع أهمها:

- **الشراء بكامل الثمن:** هو نوع من التعاملات في سوق الأوراق المالية ويقصد به أن يقوم مشتري الأوراق المالية بدفع ثمنها كاملا دون أن يقترض جزءا منه إلى بائع هذه الأوراق المالية.
- **البيع على المكشوف:** يقصد به بيع الأوراق المالية المقترضة على أمل أن ينخفض السعر، فإذا انخفض هذا الأخير قام المتعاملون بشراء الأوراق المالية التي باعوها وإعادة بيعها إلى مالكيها⁴ بمعنى آخر يقصد به بيع أوراق مالية لا يمتلكها البائع في لحظة البيع، على أن يكون التسليم في تاريخ معين في المستقبل القريب، الذي لا يتعدى الأيام أو الأسابيع وحتى الساعات. قد يشتري البائع الورقة المالية عند حلول الأجل من السوق أو يقترضها من الوسطاء الآخرين لتسلم إلى المشتري، ويبقى ملزما اتجاه الوسيط المقرض للورقة المالية بإعادتها في وقت متفق عليه، على أن يضع البائع ما يقابلها نقدا لدى المقرض كضمان⁵.

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، "التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات"، دار وائل، الأردن، 2006، ص 444.

² - دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية و النقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 197.

³ - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 185.

⁴ - محمد صبري هارون، "أحكام الأسواق المالية"، دار النفائس، ط 1، عمان، الأردن، 1999، ص 266.

⁵ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 182

- **الشراء الهامشي:** هو دفع المشتري جزءا من المال واقتراض جزءا آخر منه من السمسار الذي يتعامل معه مقابل فائدة شهرية عليه لشراء كمية أكبر من الأوراق المالية، ثم رهن هذه الأوراق المالية المشتراة لدى السمسار كضمان للقرض¹. بمعنى آخر هو تمويل جزء من صفقة الشراء نقدا، و الجزء الباقي من الصفقة تمويل بقرض من الوسيط، يدفع عنه المستثمر فوائد، بموجب اتفاق بينهما²، أي يقوم الوسيط بالاقتراض بضمائنا من البنوك مع سعر فائدة أقل³.

ثانيا: مفهوم العمليات الآجلة

العمليات الآجلة هي العمليات التي يتم تنفيذها في وقت لاحق

1- تعريف العمليات الآجلة

التعريف الأول: "هي عملية يتم بموجبها إتمام صفقة دون تسلم أو استلام على أن تتم الإجراءات الأخرى في أجل لا يزيد عن شهر، حيث تسوى كل الصفقات مرة كل شهر، لكن يشترط على المتعامل في هذا السوق تقديم ضمان مالي حتى أجل تسوية الصفقة"⁴.

التعريف الثاني "تعرف على أنها تعقد صفقاتها وتؤجل دفع الثمن والمثلن إلى أجل معلوم يسمى بيوم التسوية (يوم التصفية)، يلزم العاقدان فيه على التسليم والتسلم، وقد يتفقان على تأجيل خاص، وشروطه وكيفية التعويض"⁵. تتم عملية التصفية من خلال إحدى الصور الثلاث الآتية⁶:

- التسليم والتسلم الفعلي للأوراق المالية، والثمن من قبل البائع والمشتري؛
- أن يبيع ما اشتراه أو يشتري ما باعه، ويقبض الفرق بين السعيرين قبل موعد التصفية؛
- تأجيل التصفية إلى موعد التصفية المقبلة بدفع مبلغ يسمى ببديل التأجيل.

2- أنواع عمليات الآجلة: تتنوع العمليات الآجلة إلى عدة أنواع نوجز منها ما يلي:

- **العمليات الآجلة الباتة (القطعية):** العمليات التي يكون التعاقد فيها ملزما للطرفين، فلا يكون لأحدهما حق العدول عن الصفقة، بل يلتزم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد للمشتري، ويلتزم الشاري بدفع الثمن المتفق عليه، وذلك في موعد ثابت لاحق لتاريخ التعاقد متفق عليه هو يوم التصفية أو التسوية⁷.

¹ - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 187.

² - عبد الغفار حنفي، "بورصات الأوراق المالية"، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص 51.

³ - محمد صبري هارون، مرجع سبق ذكره، ص 266.

⁴ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 444.

⁵ - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 252.

⁶ - انظر: - محمد فتح الله الناشر، "التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية"، دار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 176.

- شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 202-203.

⁷ - سمير عبد الحميد رضوان حسين، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها مقارنة بين النظم

والوضعية والشريعة الإسلامية"، دار النشر للجامعات، ط 1، القاهرة، مصر، 2005، ص 198.

تتميز عمليات الآجلة الباتة بعدة مميزات نذكر منها ما يلي¹ :

- العمليات يكون التعامل فيها بالنقد، ولكن تنفيذها يؤخر إلى أجل مضروب متفق عليه؛
 - العمليات تحدد فيها يوم التعاقد الأمور الآتية: سعر الصفقة مقدار ونوعية الصفقة ومكان تأريخ التسليم؛
 - يلزم فيها كل من البائع والمشتري تنفيذ الصفقة في الأجل المضروب؛
 - عقود هذه العمليات تعتمد على التفاوض بين الطرفين على مقدار الصفقة وسعرها يوم التعاقد.
- **العمليات الآجلة الشرطية:** هي أن يلتزم كل من البائع والمشتري بتصفية العمليات في تاريخ معين، إلا أن يشترط لأحد الطرفين الخيار في عدم تنفيذ العملية، وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال يتم الاتفاق عليه مسبقاً، وهذا المبلغ بمثابة تعويض عن عدم تنفيذ العملية²

¹ - شعبان محمد إسلام البرواري ، مرجع سبق ذكره، ص204.

² - نبيل خليل طه سمور، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق - دراسة حالة سوق المال الاسلامي في ماليزيا"، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007، ص90.

المبحث الرابع: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية

تعكس أسعار الأوراق المالية المحدد في ظل السوق الكفاءة جميع المعلومات المناسبة، مما يضمن انسيابية تدفق أوامر البيع والشراء للأوراق المالية المتداولة فيه ، وبالتالي فليس هناك مشتري أو بائع بإمكانه تحقيق عوائد غير عادية من معاملاته المتداولة، مما يعني أن السوق الكفاءة تعكس تماما القيم الحقيقية للأصول المتداولة؛

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

نتطرق إلى مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى مستويات الكفاءة وأنواعها

الفرع الأول: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

أولاً: تعريفها

التعريف الأول: هو مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم وبين البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة لدى جمهور المتعاملين سواء كانت هذه المعلومات تاريخية، أو عامة أو خاصة¹، أي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة عن الأوراق المتداولة على سعر هذه الأوراق².

التعريف الثاني: أنها تمثل مدى سرعة استجابة أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وبشكل غير متحيز للمعلومات المتاحة للمتعاملين فيه، وبذلك تصبح أسعار تلك الأوراق دالة للمعلومات المتاحة في السوق، وعلى هذا الأساس فإن توفر معلومات مختلفة للمتعاملين في السوق تؤدي إلى تقلب هذه الأسعار³.

التعريف الثالث: هو أن تعكس أسعار الأوراق المالية توقعات المستثمرين سواء ما يخص المخاطر أو المكاسب أي أن تكون المعلومات متاحة لجميع المستثمرين في السوق المالي بالقدر الذي يتيح لهم تحقيق عوائد سليمة وغير مبالغ فيها⁴.

ثانياً: فرضية السوق الكفاء

اختلفت وجهات النظر في فرضية السوق الكفاء، حيث تركز الحديث عن فرضية السوق الكفاء على اتجاهين هما:

1- وجهة نظر خبراء المال والمحللين الماليين.

تركزت هذه النظرة على أنه ليس بمقدور كل المستثمرين فهم واستيعاب البيانات والمعلومات التي يوفرها السوق، وإنما توجد فئة بعينها قادرة على دراسة وتحليل هذه المعلومات بكفاءة تفوق غيرهم، ومن هنا تستطيع

¹ - عبد المنعم أحمد التهامي، "دراسات الأسواق المالية والبورصات"، مكتبة عين شمس، القاهرة، 2004، ص 31.

² - دريد كامل آل شيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 203

³ أنظر: - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 173

- وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 21.

⁴ - Pierre Ramage, op-cit, P59

هذه الفئة تحقيق ما يسمى بالأرباح غير العادية، لذا تعتبر هذه الأخيرة بمثابة مكافأة خاصة لهم يستحقونها مقابل خبرتهم المتميزة¹؛

2- وجهة نظر المحاسبين: تعرف بما يسمى بنظرية الوكالة، إذ تنص هذه الأخيرة على أن رقم الربح يظهر في البيانات المالية المنشورة للشركة بالقيمة التي ترغب إدارتها بأن تظهر بها وبالقدر الذي يتلاءم مع مصلحتها، ذلك على أساس أن المكافأة التي تتقاضاها يتم عادة تحديدها كنسبة من ذلك الربح، وعليه تعتمد إلى تبني أساليب وإجراءات ما يعرف بالمحاسبة الخلاقة أو الإبداعية، والتي تقع في سياقها يعرف في عالم الأعمال بمنهج تحسين الصورة أي السعي لإظهار الوضع المالي للشركة بأحسن ما هو عليه حقيقة. وهكذا يترتب على التحسين الصوري للوضع المالي للشركة أن تصبح أسعار أسهمها المتداولة في السوق لا تعكس قيمتها الحقيقية أو العادلة².

ثالثاً: الأبعاد الاقتصادية لكفاءة السوق

تتجلى الأبعاد الاقتصادية للسوق الكفاء فيما يلي³:

- توجيه وإرشاد المستثمرين نحو الخيارات الاستثمارية بشكل صحيح؛
- أن المعلومات عن السوق متاحة للجميع في ذات اللحظة ومن دون تكاليف؛
- التسعير العادل للأوراق المالية المتداولة فإن مشتري الورقة المالية يتوقع أن يدفع السعر العادل مقابل الورقة المالية التي يشتريها، وبالمقابل فإن البائع يتوقع الحصول على السعر العادل مقابل ما قام ببيعه؛
- حالة التوازن مستمرة في ظل السوق الكفؤ، طالما أن الأسعار السوقية فيها تكون مساوية للقيم الحقيقية لها؛
- الحد من حالات المضاربة المالية، إذ أن أسعار السوق الكفؤ تستجيب للمعلومات الجديدة والصحيحة وتستجيب للمعلومات غير الصحيحة التي ربما يستخدمها المضاربون لتحقيق عوائد غير عادية.

رابعاً: شروط كفاءة سوق الأوراق المالية

يمكن إبراز أهم خصائص كفاءة سوق الأوراق المالية فيما يلي⁴:

- أن تسود السوق حالة المنافسة الكاملة، وهذا الشرط مرهون بتوافر عدد كبير من البائعين والمشتريين، يتوفر لهم حرية الدخول إلى السوق والخروج منه في العمليات السوقية؛

¹ وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 19-20.

² محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 169.

³ عباس كاظم الدعوى، مرجع سبق ذكره، ص 202-203.

⁴ أنظر: قاسم نايف علوان، "إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، ط 1، عمان، الأردن، 2009، ص 165-166.

- محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 166-167.

- زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، مرجع سبق ذكره، ص 128.

- وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 18-19.

- أن يوفر السوق خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، وتوفر خاصية السيولة في السوق تتحقق الفرص أمام المستثمرين لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة؛
- أن تتوفر في السوق وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة وحديثة حول السعر وحجم عمليات التداول التي تتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات العرض والطلب والتي تقدم للمستثمر فيها ما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن السوق؛
- توفر عنصر الشفافية وبقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق، وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين وبشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات؛
- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات؛
- كما يشترط أن يكون السوق والمتعاملون فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف ببيئة إدارة السوق.

خامسا: مستويات (صيغ) كفاءة سوق الأوراق المالية:

أولاً: الصيغة الضعيفة (السوق الكفاء بدرجة ضعيفة): هي الأسواق التي يستجيب أسعارها للمعلومات التاريخية المتاحة بأسعار بيع الأسهم وأرباحها ونتائج أعمال الشركات التي تعود إليها تلك الأوراق ولا يستطيع فيها أي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على حساب مستثمر آخر نتيجة لعدم معرفته وتماثل وجودها معه¹؛

ثانياً: الصيغة شبه القوية (السوق الكفاء لدرجة شبه قوية): بأن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق لا تعكس فقط المعلومات التاريخية لأسعار هذه الأسواق في الماضي، بل تعكس أيضاً البيانات والمعلومات الحالية العامة المنشورة أو المتاحة لجمهور المستثمرين سواء كانت هذه المعلومات تتعلق بالاقتصاد الوطني أو بالقطاع التي تنتمي إليه الشركة أو معلومات تتعلق بالشركة نفسها وخاصة ما يتعلق بالتقارير السنوية والبيانات المنشورة في القوائم المالية (الميزانية، حسابات الأرباح والخسائر، قائمة التدفقات المالية)²؛

وفي ظل هذا الفرض سوف تستجيب الأسعار لورود المعلومات الجديدة إلى السوق، وكلما زادت سرعة استجابة السوق كلما كان ذلك دليلاً على الكفاءة، وبالتالي فإن المستثمر لن يستطيع أن يحقق أية عوائد غير عادية كنتيجة لدراسة وتحليل هذه المعلومات وهو ما يعرف بالتحليل الأساسي³.

¹ - فيصل محمود الشاورة، مرجع سبق ذكره، ص 50.

² - دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 85.

³ أنظر: - محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال إبراهيم العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000 - 2001، ص 128.

- حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية" مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2001، ص 128.

- محمد صالح الحناوي وآخرون، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 129.

ثالثاً: الصيغة القوية (السوق الكفاء بدرجة قوية): يقصد بها بأن الأسعار المتداولة في السوق تعكس تأثير جميع المعلومات المتاحة العامة عن الشركة، إلى جانب المعلومات التاريخية والمعلومات الخاصة المتوفرة عن الشركة كتوسيع الاستثمار في الشركة أو الوصول إلى عقود مبيعات ذات أرباح عالية، أو تلك التي يصل إليها المحللون نتيجة امتلاكهم الإمكانية والكفاءة والخبرة في التحليل والتنبؤ، فهذا يعني أن هذه السوق توفر للمتعاملين جميع البيانات والمعلومات سواء كانت تاريخية أو حالية عامة أو داخلية خاصة¹.
يمكن تلخيص مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية في الشكل التالي:

الجدول رقم (1-1): مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية بنظام معين من المعلومات

شكل السوق / المعلومات	تاريخية	حالة عامة	داخلية خاصة
الضعيف	✓		
شبه القوي	✓	✓	
القوي	✓	✓	✓

المصدر: دريد كامل آل شيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، مرجع سبق ذكره، ص 83.

الفرع الثاني: أنواع ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

أولاً - أنواع كفاءة أسواق الأوراق المالية: يمكن التمييز بين نوعين من كفاءة سوق الأوراق المالية

- 1- الكفاءة الكاملة: هي تلك السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق أو بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغييراً فورياً في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات، ومن ثمة لن تتاح لأي منهم فرصة².
- 2- الكفاءة الاقتصادية: تتميز بوجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، ويعني هذا أن القيم السوقية للأسهم قد تكون أعلى أو أقل من القيم الحقيقية لبعض الوقت³.

¹ أنظر: - دريد كامل آل شيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 211.

- عباس كاظم الدعوى، مرجع سبق ذكره، ص 206.

Valeri nigrow, "marchés financiers et mondialisation des rentabilités boursières", édition economica, paris, 1998, P113.

² أنظر

- إيهاب الدسوقي، "إقتصاديات كفاءة البورصة" دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2002، ص 7.

- حسان خضر، "تحليل الأسواق المالية"، جسر التنمية، سلسلة دورية تعني قضايا التنمية في الأفق العربي، المعهد العربي للتخطيط، العدد 27، السنة الثالثة، مارس 2004، الكويت، ص 9.

- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" مرجع سبق ذكره، ص 494.

³ أنظر: - عبد الغفار حنفي، "البورصات: أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات"، مرجع سبق ذكره، ص 194.

- عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 32.

ثانيا - متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية ينبغي توافر متطلبات أو عناصر أساسية لتحقيقها وهي:

1- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية): يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة (دون فاصل زمني كبير) بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، ليس هذا فقط بل المعلومات تصل إلى الجمهور المتعاملين بتكاليف زهيدة أو بدون تكلفة على الإطلاق؛¹ مما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات وبهذا يصبح التعامل في تلك 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.²

2- كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية): تعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتاح للتجار والمتخصصين (أي صناع السوق) فرصة لتحقيق المدي أو هامش ربح مغالي فيه³، ولكي تكون الأسواق كفاءة تشغيلياً يقتضي⁴:

أ- قيام الوسطاء الماليين بإيصال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين بالحد الأدنى من الكلفة، وبما يحقق لهم العائد العادل مقابل خدماتهم، وبالتالي فإنه يجب أن تكون الأوراق المالية جميعها قابلة للتسويق بشكل مباشر؛

ب- لا بد من التنافس بين صناع السوق والسماسرة، وهذا التنافس يدفع بمعدلات العمولة والهوامش باتجاه الانخفاض المستمر، مما يزيد كفاءة السوق التشغيلية.

وبذلك فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، إذ ينبغي أن تكون تكلفة الحصول على المعلومات منخفضة مقارنة بغرض الحصول على العائد المتحقق، وأن تكون كلفة إتمام الصفقات عند حدها الأدنى، وتقاس كفاءة التشغيل بعدد الأوامر المفقودة، أو التي تفشل لعدم صحتها والوقت المستغرق بين إصدار الأمر وتنفيذه.⁵

¹ أنظر: - أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 239.

- صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص 25.

² أنظر: - منير إبراهيم هندي: "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" مرجع سبق ذكره، ص 501.

- زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص 33

³ أنظر: - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص 214.

- عصام حسين، مرجع سبق ذكره ص 33

⁴ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 210

⁵ دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 75.

3- الكفاءة التنظيمية: تتحدد الكفاءة التنظيمية للسوق من خلال العناصر الآتية¹:

- أ. توافر إطار تنظيمي واضح للسوق، إذ يجب أن تحدد القواعد التنظيمية التي تنظم اختصاصه (السوق)، تحدد من خلالها السلطة المسؤولية للقائمين على إدارة شؤونه لاستخدامها في الأغراض المشروعة لتنظيم الاستثمار وليس للمضاربة وتفاذي عمليات الاكتتاب الوهمية للأسهم المطروحة لأول مرة والارتفاع المفتعل لأسعار الأسهم؛
- ب. تنظيم مهمة الوساطة، إذ تؤدي تنظيم الوساطة والرقابة عليها إلى التحديد الواضح لاختصاصات الوسطاء والسماسة وتحملهم المسؤولية المهنية اللازمة عند عقد الصفقات، وقيامهم بدورهم في خدمة المتعاملين بالسوق والإعلان عن أسعار العرض والطلب الأسهم لتفاذي أية أزمات يمكن أن تحدث فيه؛
- ج. كفاءة التشريعات والالتزام بتطبيقها، إذ يجب أن توضع للسوق التشريعات الكافية والمناسبة التي تلائم التوسع الطبيعي للسوق وحجم التداول فيه، وبالتالي يؤدي خدماته بشكل فعال؛
- د. الرقابة الفعالة من لدن الأجهزة المختصة، إذ يجب أن تباشر الأجهزة الرقابية المختصة رقابتها المستمرة وفي الوقت المناسب أعمال السوق.

4- الكفاءة الفنية للسوق: تتحدد الكفاءة الفنية لسوق الأوراق المالية من خلال الآتي²:

- أ- تعدد أدوات الاستثمار، تظهر أهمية تعدد أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية وعدم اعتمادها على الأسهم أساسا للتعامل في تفاذي كثير من الأزمات والهزات الاقتصادية، بما يوفره ذلك من توزيع مخاطر الاستثمار، على الرغم من أن المستثمر يفضل عادة التعامل مع الأسهم نظرا لسهولة تداولها والمزايا الأخرى التي تحققها لحاملها، إلا أنه لا يجب الاقتصار على التعامل فيها، والاستثمار في أدوات أخرى (كالسندات، شهادات الاستثمار... إلخ)؛
- ب- العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول، إذ يؤدي هذا النظام إلى نظام موحد له أسعاره التي يعكسها العرض والطلب على جميع أسهم الشركات، بالإضافة إلى تفاذي الخضوع لأهواء الوسطاء، وضغوطاتهم في تحديد أسعار خاصة بهم.

5- الأمان: ويقصد به توفير الحماية ضد المخاطر التجارية وغير التجارية التي يتعرض لها المستثمر.

¹ أنظر: - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 211-212

- محمد براق، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 193 (بتصرف)

² - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 212.

المطلب الثاني: مؤشرات سوق الأوراق المالية

تعتبر مؤشرات الأسواق الأوراق المالية مهمة للمستثمر إذ تعطي صورة عن أداء السوق، وبالتالي عن أداء الشركات المدرجة فيه

الفرع الأول: مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية

مؤشر سوق الأوراق المالية يبين التغيرات الحاصلة في أسعار الأوراق المالية المدرجة في السوق

أولاً: تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية

التعريف الأول: هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية، ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة رسمية.¹ وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء إلى الأعلى أو إلى الأسفل، إذ يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاته وليس الورقة المالية، والذي بدوره يعطي مؤشراً واضحاً للاقتصاد ككل.²

التعريف الثاني: هو وسيلة وأداة إحصائية تقيس حالة السوق من المستوى العام للأسعار للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، كما يبين أداء هذه السوق، إذا فهو بمثابة مرشد للمستثمرين فلا بد أن تكون ذا واقعية وموضوعية.³

التعريف الثالث: يعرف على أنه تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية، أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى.⁴

يمكن استنتاج تعريف لمؤشر سوق الأوراق المالية على أنه عبارة عن قيمة رقمية وإحصائية تقيس المستوى العام لأسعار الأوراق المالية، وبالتالي يعطي صورة عن الأسعار للمستثمرين سواء كانوا محليين أو أجانب.

¹ - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 174

² - جلال إبراهيم العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، ط 1، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 215.

³ - Pierre Ramage, op-cit, P38.

⁴ - رشيد بوكساني، "معوقات أسواق الأوراق المالية وسبل تفعيلها" أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 76.

ثانيا: مزايا مؤشر سوق الأوراق المالية

تبرز أهمية المؤشر من خلال المزايا التي يحققها وهي¹:

- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، إذ يتكون من أسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد، لذا فهو يمثل أسلوبا سهلا لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، إذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم؛
- تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، إذ يمكن للمراجحين في السوق تحديد مشكلات والتي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تصويب اتجاه السوق، الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق؛
- أحد الاتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات (بالزيادة أو النقص) فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين؛
- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق السهم بمؤشرات أسواق الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة بالأسواق الأخرى، مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية وبخاصة في حالة التي يكون السوق من الأسواق الواعدة.

ثالثا: أساسيات بناء مؤشر السوق

يجب أن تتوفر جوانب أساسية في بناء المؤشر وهي²:

- **الحجم**: أي عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر فكلما كان المؤشر بأعداد كبيرة كلما كان أكثر تمثيلا وصدقا عن واقع السوق؛
- **الاتساع (السعة)**: ويقصد بذلك أن تكون العينة المختارة تمثل مختلف القطاعات المشاركة في السوق، وكذلك الممثلة بالاقتصاد، هذا في حالة المؤشرات العامة^{*}، أما إذا كان المؤشر يخص قطاعا معينا^{**} فتكون العينة المختارة من عدد من الشركات التي تمثل ذلك القطاع؛

¹أنظر:

- عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 175-176

- محمد إبراهيم الشبلي، طارق إبراهيم الشبلي، "مقدمة في أسواق الأوراق المالية والنقدية"، بدون دار نشر، ط1، عمان الأردن، 2000، ص147.

- جلال إبراهيم العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 215-216.

²- دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 93-94

* **المؤشرات العامة**: وهي التي تقيس حالة السوق بصورة عامة مثل مؤشر داو جونز في أمريكا ومؤشر ستاندر أند بورز الذي يضم 500 شركة أمريكية.
** **المؤشرات الخاصة**: وهي التي تقيس حالة السوق بنسبة لقطاع معين مثل مؤشر ناسداك (Nasdaq) المجمع وهو مؤشر يضم 500 شركة صناعية أمريكية.

- **المصدر:** والمقصود به هو مصدر الحصول على الأسعار الأوراق المالية التي يبنى عليه المؤشر، فينبغي في هذه الحالة أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية.

رابعاً: الاستخدامات المختلفة للمؤشرات

لمؤشرات سوق الأوراق المالية عدة استخدامات تهم المستثمرين وكل الأطراف التي تتعامل في السوق وأهمها:

1- **إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة:** حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار أن يقارن بين التغيير في عائد المحفظة مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدا، وإذا كانت استثماريته في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر¹؛

2- **التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق:** إذا أمكن المحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي)، فإنه يمكنه التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى اتخاذ القرار الاستثماري السليم، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، وإذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق²؛

3- **تقدير مخاطر المحفظة:** يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار في المحفظة، وبين معدل العائد على محفظة السوق، والذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة³؛

4- **الحكم على أداء المديرين:** وفقاً لفكرة التنوع العشوائي (السادج) يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائياً يعادل تقريباً معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مالية، والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يكون لزاماً عليه أن يحقق عائداً جيداً الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق التي تنشط فيه⁴.

¹ دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 108.

² - أنظر: - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 39-40

- منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال" مرجع سبق ذكره، ص 247-248

³ - أحمد سعد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية، مصر، 1998، ص 233-234.

⁴ محمد عبد الحميد عطية، "الاستثمار في البورصة"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 374-375.

الفرع الثاني: مؤشرات قياس أداء سوق الأوراق المالية

هناك عدة معايير (مؤشرات) يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء الأسواق، ولمعرفة درجة تقديم السوق ونضجه، وأهم هذه المؤشرات هي:¹

أولاً: المؤشر العام لأسعار الأسهم: وهو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له، والذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أنها تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية، مما يساعدهم في تحديد قراراتهم الاستثمارية بالنسبة للبيع والشراء، وإلى أبعد من ذلك أصبحت المقارنة بين كفاءة الأسواق المختلفة تتم من خلال هذه المؤشرات، الأمر الذي يعطي صورة واضحة للمستثمرين عن أوضاع استثماراتهم، وبالتالي يساهم في زيادة مقدرتهم في توجيه أموالهم نحو الأسواق الأكثر كفاءة واستقراراً؛

ثانياً: حجم السوق: غالباً ما يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما:

1- مؤشر القيمة السوقية (مصدر رسملة السوق): يقصد برسملة السوق، مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضاً هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في سوق الأوراق المالية، وهناك من يفسر بأنها تمثل قيمة أسهم الشركة المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعاً لسعر السوق، وغالباً ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل السوق يرتبط ارتباطاً وثيقاً مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر؛

2- مؤشر عدد الشركات: يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية، ويستخدم هذا المؤشر للدلالة على حجم السوق بالإضافة إلى المؤشر العام للأسعار، وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق المالي في البلد المعني، لما له من دلالة مهمة على التطور السريع، إلا أن هذا المؤشر قد يفقد دلالاته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير.

ثالثاً: سيولة السوق: تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوية بسهولة، وهناك مؤشرات لقياس السيولة هما:

¹ أنظر:

- عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص ص 176-180.

- ايهاب الدسوقي، مرجع سبق ذكره، ص ص 39-42.

- عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص ص 218-219.

1- **مؤشر حجم التداول:** يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية، إذ يعكس حجم التداول القيمة الإجمالية للأوراق المتداولة خلال مدة زمنية عادة ما تكون سنة، ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة، ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق إذ يعكس هذا الأخير حجم السوق، على الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيراً، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معاً، لا مكانية الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية.

2- **مؤشر معدل الدوران:** يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعات شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة، ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة (القيمة السوقية)، خلال العام أو خلال مدة زمنية.

$$\text{معدل دوران السهم} = \frac{\text{إجمالي الأسهم المتداولة}}{\text{رسملة السوق}}$$

كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه، إذ أنه من الممكن أن تكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشيطة، إذا كانت رسملتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض.

رابعاً: درجة التركيز: يقصد بدرجة تركيز التداول ما إذا كان حجم التداول مركزاً في عدد محدد من الشركات المقيدة أو موزعاً على عدد كبير فيها، ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي وإجمالي قيمة التداول؛

خامساً: درجة التذبذب (مؤشر عدم الاستقرار): يشير هذا المؤشر إلى درجة التذبذب في عوائد السوق، ويقاس عن طريق تقدير الانحراف المعياري لتقلب الشهري للعوائد في السوق من خلال فترة عام، وكلما انخفضت التقلبات في السوق كانت السوق أكثر تطوراً، كما يشار إلى الدول التي تتسم أسواقها باندماج كبير في السوق العالمي بانخفاض درجة التذبذب فيها وارتفاع الكفاءة.

الفرع الثالث: أساليب بناء مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

هناك العديد من الطرق و الأساليب شائعة الاستخدام و حساب المؤشرات أداء سوق الأوراق المالية أهمها:

أولاً: المؤشرات المبنية على أساس السعر (المتوسط الموزون للسعر): من أهم المؤشرات العالمية المبنية على أساس السعر هو مؤشر داو جونز، والذي يتم احتسابه على أساس متوسط أسعار الأسهم (30) شركة من أسهم الشركات الصناعية الأمريكية، ويعود تاريخ احتساب هذا المؤشر إلى سنة 1885 حيث قام تشارلز داو بإصدار مؤشره الذي سمي باسمه "داو جونز" حيث يعتبر هذا الأخير أكبر المؤشرات استخداماً. ويمكن بناء هذا المؤشر بالطريقة التالية¹:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{مجموع أسعار الأسهم المختارة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

تكمن خصائص مؤشر السوق الموزون بالأسعار فيما يلي²:

- يمثل هذا المؤشر شركات مختارة كبيرة وعريقة، وبالتالي فإنه لا يمثل إجمالي شركات السوق؛
- هو مؤشر يمثل قطاعاً واحداً من السوق وبالتالي لا يمكن استخدام كمؤشر للسوق العام، الذي يمثل كافة القطاعات الاقتصادية، حيث يستخدم مؤشر "داو جونز".
- يعد هذا المؤشر المبني على الأسعار متحيزاً للأسهم ذات الأسعار المرتفعة نظراً لارتفاع تأثير الأهمية النسبية لأسعار أسهم بعض الشركات بشكل أكبر عليه، وعندها سوف لا يعكس حركة أسعار جميع أو أكثر أسهم الشركات التي يتم تداولها في السوق؛
- الحاجة إلى تعديل المؤشر مع أي تقسيم للأسهم أو أية تجزئة للسهم نظراً لتأثير ذلك على سعر السهم في السوق بعد التجزئة.

ثانياً: المؤشرات المبنية على أساس القيمة (المتوسط المرجح للقيمة السوقية)

يقوم هذا المدخل على إعطاء وزناً نسبياً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد السهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، مما يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي للشركات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، مما يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر³. ومن أشهر المؤشرات التي تستخدم أساساً القيمة مؤشر ستاندراندبور.

¹ - عباس كاظم الدعي، مرجع سبق ذكره، ص 180.

² - دريد كامل آل شيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 95.

³ - محمد عبد الحميد عطية، مرجع سبق ذكره، ص ص 278-279.

وعليه يمكن احتساب قيمة المؤشر على أساس القيمة.

$$\text{المؤشر} = \frac{\text{أسعارها الأسهم} \times \text{أوزانها (في اليوم المعلن)}}{\text{أسعارها الأسهم} \times \text{أوزانها (في اليوم الأساس)}}$$

ثالثا: المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية

يقوم هذا المدخل على افتراض أنه يجب استثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها المؤشر عند بداية تكوين المؤشر، وبالتالي يعزل هذا المؤشر فكرة التحيز للأسعار، وهو أحد العيوب التي تعاني منها المؤشرات المبنية على أساس السعر، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهها حقيقيا للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق¹.

يمكن تتبع خطوات حساب هذا المؤشر كالآتي²:

- 1- تحديد وزن نسبي يساوي واحدا للسهم (أو الأسهم صاحبة أقل سعر).
- 2- تحديد الوزن النسبي لأي سهم آخر يتكون منه المؤشر باستخدام المعادلة الآتية:

$$\text{الوزن النسبي} = \text{قيمة السهم صاحب أقل سعر} / \text{سعر السهم}$$

- 3- حساب قيمة المؤشر من خلال ضرب الأوزان النسبية لكل سهم في سعر السهم السوقي.

رابعا: المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي

تقوم فكرة هذا المدخل على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر، حيث يمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم اليوم (مثلا) على سعر السهم بالأمس، يلي ذلك حساب الوسط الهندسي للأسعار، ثم تحديد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر (100 أو مضاعفاتها)³. ويمكن تتبع خطوات حساب هذا المؤشر على النحو التالي:

$$\text{1- حساب السعر النسبي} = \frac{\text{سعر السهم في الفترة الأحدث}}{\text{سعر السهم في الفترة الأقدم}}$$

$$\text{2- حساب الوسط الهندسي للأسعار} = [\text{السعر النسبي للسهم الأول} \times \text{السعر النسبي للسهم الثاني} \dots \dots \dots \text{إلخ}]^{1/n} \text{ حيث } n: \text{ تعني عدد الأسهم.}$$

$$\text{3- حساب قيمة المؤشر} = \text{الوسط الهندسي} \times \text{أساس المؤشر}$$

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر، سنة 2005، ص 262.

² عباس كاظم الدعوى، مرجع سبق ذكره، ص 185

³ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص 260.

خلاصة الفصل الأول

يمثل الاستثمار المالي حياة أو تملك المستثمر لأصل مالي يتخذ شكل سهم أو سند أو شهادة إيداع أدوات مالية أخرى، وأن المستثمر له اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد من بين بدلين على الأقل هذا من جهة، بالإضافة إلى عامل المخاطرة. وأن مبادئ اتخاذ القرار الاستثماري يتركز على معايير من أجل اتخاذ قراره.

السوق المالي هو الإطار التنظيمي الذي يتم في تداول (بيعا وشراء) الأدوات المالية كالأسهم والسندات وغيرها، ويتطلب في هذه السوق توفر وسطاء ماليين متخصصين ويتم التعامل فيها عن طريق وسائل اتصال حديثة. تصنف الأسواق المالية إلى عدة أنواع وفقا لمعايير تختلف من تصنيف لآخر، فتقسم حسب معيار الإصدار والتداول إلى أسواق أولية وأخرى ثانوية، وحسب معيار آجال العمليات إلى أسواق نقدية وأسواق رأس المال، أما حسب أجل تنفيذ العمليات فتقسم إلى أسواق حاضرة وأخرى آجلة. وحسب طبيعة المنتجات فتصنف إلى أسواق السلع وأسواق الأوراق المالية وإلى أسواق القروض، وأخيرا تصنف حسب المجال الجغرافي المغطى إلى أسواق مالية دولية وأخرى إقليمية وثالثة محلية.

تتأخذ أوامر السوق عدة أشكال تختلف باختلاف سعر أو وقت تنفيذها، بالإضافة إلى الخصوصيات التي قد يشترطها المستثمر، كما تحمل هذه الأخيرة بعض التكاليف.

أن كفاءة السوق المالي تعبر عن الإفصاح والشفافية للمعلومات ووصولها إلى المتعاملين دون تحمل تكاليف. يتفق الكثيرون على أن حركة الأسعار في سوق الأوراق المالية هي حركة عشوائية، ويقوم التحليل الأساسي على افتراض الكفاءة في شكلها الضعيف، بينما لا يعترف التحليل الفني بكفاءة السوق المالية.

أن للاستثمار المالي أدوات يتم التعامل بها في السوق المالية من بين هذه الأدوات نجد أدوات مالية يتم تداولها في السوق النقدية وأخرى في سوق رأس المال، وهو ما سيكون موضوع البحث في الفصل الثاني.

الفصل الثاني
أدوات الاستثمار
في السوق المالية

الفصل الثاني: أدوات الاستثمار في السوق المالية

تمهيد:

تعتبر الأوراق المالية السلعة المتداولة في السوق المالي. كما تعتبر هذه الأدوات أحد أهم المجالات الاستثمارية لمختلف شرائح المستثمرين، حيث تعطى هذه الأدوات لحاملها حق في الحصول على عائد من جراء توزيع جزء من الأرباح، أو الحصول على مقدار ثابت من المال. ونجد من بين هذه الأدوات ما يتم تداولها على المدى القصير ونخص بالذكر أدوات السوق النقدي، أما الأدوات المالية الاستثمارية متوسطة أو طويلة الأجل فتخص المهتمين بالاستثمار في سوق رأس المال (الأسهم والسندات بكل أنواعهما، والمشتقات المالية).

وعليه ستم معالجة هذا الفصل من خلال المباحث التالية

المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية؛

المبحث الثاني: الأدوات المالية المشتقة؛

المبحث الثالث: تقييم أدوات الاستثمار في السوق المالية.

المبحث الأول: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية

تعتبر الأدوات المالية مصدر من المصادر المالية التي تلجأ إليها المؤسسات من أجل تمويل استثماراتها أو توسيع مشاريعها هذا من جهة، أما من جهة أخرى فقد تقوم الدول ومؤسساتها بتمويل مشاريعها الاستثمارية التي تحتاج إلى أموال ضخمة أو لتغطية العجز الموجود في الميزانية. بالإضافة تعتبر مجالا من مجالات الاستثمار والتمويل بالنسبة إلى مختلف فئات المستثمرين

المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم)

تعتبر أدوات الملكية (الأسهم) من بين أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وتتميز بعدة خصائص ومميزات تفرقها عن باقي الأدوات المالية الأخرى المتداولة في السوق

الفرع الأول: تعريف وخصائص الأسهم

أولا - تعريف الأسهم

1 - التعريف اللغوي للسهم: يطلق السهم في اللغة العربية على عدة معاني¹:

- (أَسْهُمٌ): بينهم: أفرع - له - : أعطاه سهماً أو أكثر - وفي الشيء: اشترك فيه - والشيء - : جعله سهماً سهماً.
- (سَاهَمَهُ) : مساهمةً، وسهماً: قارعه وغالبه وباراه في الفوز بالسهم،
- وفي القرآن الكريم قال تعالى: ﴿فَسَاهِمٌ فَكَانَ مِنَ الْمَدْحُضِينَ﴾ (سورة الصافات أية 141)،
- فَسَاهَمَ (قارع) من القُرعة
- ساهم ساهم: قارع أي خرج السهم عليه لا له.
- (السُّهُمُ): القدح يقارع به أو يلعب به في الميسر والحظ والنصيب وما يفوز به الظافر في الميسر.

2 - التعريف الاصطلاحي للسهم:

التعريف الأول: "هو حصة في شركة يعطى لحامله ملكية جزءا منها ويكون له حق التصويت في الجمعيات العمومية، والحق في الأرباح الموزعة والحق في القيمة المتبقية عند التصفية"².

التعريف الثاني: السهم جزء من رأس مال شركة المساهمة، حيث يقسم رأس مال الشركة إلى أجزاء متساوية، يمثل كل جزء منها سهماً³، ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له.

التعريف الثالث: "تمثل الأسهم صكوك ملكية تقوم الشركات بطرحها ويبيعها في السوق للمساهمين عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي"⁴

¹ مجمع اللغة العربية ، " المعجم الوسيط" ، مكتبة الشروق الدولية، ط4، مصر، 2004، ص 459.

² محمد عبد الحميد عطية، مرجع سبق ذكره، ص 35.

³ J. stone , "gestion privée des fonds", traduction de michel renerd, lucie presse, paris, 2001, p76.

⁴ محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 57.

التعريف الرابع: "يعرف بأنه صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تتناسب مع ما يملكه من أسهم، وتكون مسؤولية المساهم محدودة بمقدار ما يملكه من أسهم"¹

وعليه يمكن أن نعرف السهم على أنه عبارة عن حصة في رأسمال الشركة، ويتم تقسيم رأسمالها إلى أجزاء متساوية القيمة، يمكن لحامله الحصول على جزء من أرباح الشركة تتناسب مع ما يملكه من أسهم.

ثانيا - خصائص الأسهم: تتميز الأسهم بمجموعة من الخصائص نذكر منها:

● **متساوية القيمة:** يتم تقسيم رأس مال الشركة إلى أسهم متساوية القيمة ونتيجة لهذه القيمة المتساوية للأسهم تتساوي حقوق والتزامات المساهمين في الشركات²؛

● **عدم القابلية للتجزئة:** يمكن لأكثر من مساهم أن يشترك في ملكية السهم، ولكن يجب أن ينوب عنهم شخص واحد فقط ليمثلهم أمام الشركة، فالسهم من الأوراق المالية غير القابلة للتجزئة؛

● **القابلية للتداول بالطرق التجارية:** توفر للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون حاجة لإتباع طرق الحوالة التي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها، فهي صفة مطلقة بالنسبة لأسهم الشركات المساهمة العامة³؛

● **المسؤولية المحدودة:** مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، وبهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموماً حيث تكون مسؤوليته غير محدودة⁴؛

● **تقادم حق المساهم:** لا يتقادم حق المساهم المشتري للسهم بسبب عدم الاستخدام وذلك طالما أن الشركة المصدرة قائمة، ويبدأ التقادم في اليوم التالي الذي يبدأ وينتقل فيه حق المساهم من حق ملكية إلى حق دين، أي عند تصفية الشركة أو إذا استحق السهم ودفع رأس المال⁵؛

● **مخزون للقيمة:** تتزايد قيمة الورقة المالية بزيادة نجاح الشركة المصدرة لهذا السهم فضلاً عما تدار لحاملها من دخل سنوي مع إمكانية استرداد أمواله بأقل خسارة ممكنة⁶.

¹ طارق عبد العال حماد، " دليل التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 11

² شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، 89

³ أنظر: -محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 78.

- أحمد رسمية أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 129.

⁴ محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 211.

⁵ وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 123.

⁶ محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 154.

ثالثاً: قيم الأسهم: نجد أن هناك عدة قيم للأسهم نذكر منها ما يلي:

1- القيمة الاسمية: "هي القيمة التي يصدر بها السهم في بداية تكوين الشركة¹، ويمكن أن يطلق عليها بالقيمة القانونية، وهي متساوية القيمة لجميع الأسهم المصدرة والتي من خلالها تتحدد نسبة مساهمة المستثمر برأسمال الشركة"²؛

2- قيمة الإصدار: "غالبا ما تكون مساوية للقيمة الاسمية أو أكثر منها وتحدد عند طرحها للاكتتاب العام. ولا يجوز أن تكون قيمة إصدار السهم أقل من قيمة السهم الاسمية³، وإذا كان تداول السهم لهذه الشركة بأسعار مرتفعة مقارنة بالقيمة الاسمية يسمى الفرق بين القيمة الاسمية وقيمة الإصدار علاوة الإصدار وتدفع مباشرة إلى الشركة المصدرة وتضاف محاسبيا إلى حقوق الملكية"⁴؛

3- القيمة الدفترية (القيمة المحاسبية): وهي "تمثل قيمة السهم حسب سجلت الشركة، كما أنها تعادل قيمة السهم عند التصفية، فهي تحسب بقسمة إجمالي حقوق المساهمين (مجموع رأس المال المساهم والاحتياطات والأرباح المحتجزة) على عدد الأسهم المصدرة"⁵.

تعتبر القيمة الدفترية للسهم مؤشراً غير حقيقي لقيمة السهم وذلك بسبب:⁶

- أن القيمة الدفترية للسهم هي قيمة تاريخية وليس قيمة مستقبلية، يتم تسجيل الأصول بقيمتها التاريخية، إذا لا تعكس السعر الحالي لنفس هذه الأصول في ظل معدلات التضخم السائدة؛
- تعكس القيمة الدفترية فقط قيمة الاستثمارات، فإذا ما حققت هذه الاستثمارات عائد أعلى أو أقل مما يطلبه المستثمر حالياً، فإن القيمة ثروة المستثمرين ستكون أعلى أو أقل من قيمة الأصول عند التصفية؛

$\frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس المال المدفوع} + \text{الاحتياطات} + \text{الأرباح المحتجزة}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الدفترية}$
--

¹ محمد عبد الحميد عطية، مرجع سبق ذكره، ص 41.

² أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية-تنظيم وأدوات-" دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 159.

³ أحمد زكريا صيام، "مبادئ الاستثمار"، دار المناهج للنشر والتوزيع، ط 1، عمان، الأردن، 1997، ص 28.

⁴ دريد كامل آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، مرجع سبق ذكره، ص 251.

⁵ أنظر: - محمد أمين زويل، "بورصة الأوراق المالية" دار الوفاء للطباعة والنشر. الاسكندرية، مصر، 2000، ص 48.

- محفوظ أحمد جودة وآخرون، "الأسهم المالية (بورصة الأسهم والسندات المالية)"، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 56.

- ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، "أساسيات الاستثمار العيني والمالي"، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1999، ص 212-213.

- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 37.

⁶ رسمية زكريا قرياقص، "أسواق المال"، الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع، مصر، 1999، ص 19.

4- القيمة الحقيقية: "تمثل نصيب السهم من صافي أصول الشركة (إجمالي الأصول - إجمالي الالتزامات)"¹، ويمكن حساب القيمة الحقيقية للسهم من خلال المعادلة التالية²:

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \frac{\text{القيمة الجارية العادلة لصافي أصول الشركة}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

5- القيمة السوقية: هي التي يباع بها السهم في السوق، وهي تتغير بحسب العرض والطلب عليها، والتي تتأثر بعوامل متعددة، سواء ترتبط بوضع الشركة الخاص، أو بالوضع الاقتصادي العام³، ولذا فقد تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الاسمية، أو القيمة الدفترية، وقد تكون أقل أو أكثر⁴.

6- قيمة التصفية: هي "القيمة التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها في حالة تصفية الشركة وسداد الالتزامات التي عليها وكذلك حقوق الأسهم الممتازة"⁵.

7- قيمة السهم بحسب العائد: تمثل القيمة التي يبدي المستثمر استعدادده لدفعها مقابل حيازته للسهم التي يعطيه العائد الذي يطمح في الحصول عليه، مقابل استثمار أمواله وتستخرج قيمته بالمعادلة الآتية⁶:

$$\text{قيمة السهم حسب العائد} = \frac{\text{القيمة الاسمية للسهم} \times \text{نسبة التوزيع}}{\text{معدل العائد الذي يطلبه المستثمر}}$$

الفرع الثاني: تقسيمات الأسهم: يمكن تقسيم الأسهم إلى عدة تقسيمات أهمها:

أولاً - حسب الشكل القانوني: يمكن تقسيم الأسهم على حسب هذا المعيار إلى:

1- أسهم اسمية: هي "الأسهم يحمل اسم صاحبه وتدون فيه البيانات المقيدة في سجلات الشركة، يتداول بطريقة التسجيل أي تقييد اسم مشتري السهم في سجلات المساهمين"⁷، كما تحمل بيان المدفوع من قيمة الأسهم وعملية التنازل وتاريخ حدوثها⁸؛

2- أسهم لحاملها: "تصدر هذه الأسهم بدون اسم يحمل اسم مالك هذا السهم يتم تداولها عن طريق القيد في السجل المخصص لذلك (سجل المساهمين)"⁹، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ويعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة¹⁰، لكن من أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي

¹ طارق عبد العال حماد، "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، كليوباترا للطباعة والكمبيوتر، مصر، 1998، ص 257.

² محمد عبد الحميد عطية، مرجع سبق ذكره، ص 42.

³ منير إبراهيم هندی، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص 7.

⁴ محمود أمين زويل، "بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق، أحوالها ومستقبلها"، دار الوفاء للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 48.

⁵ أنظر: -عباس كاظم الدعوي، مرجع سبق ذكره، ص 161

- حسني على حريوش، عبد المعطى رضا أرشد، محفوظ أحمد جودة، "الأسواق المالية: المفاهيم وتطبيقات"، دار زهران، بلون دولة النشر، 1998، ص 53.

⁶ عباس كاظم الدعوي، مرجع سبق ذكره، ص 162.

⁷ شمعون شمعون، "بورصة الجزائر"، دار هومة، الجزائر، الطبعة الثانية، 1999، ص 22

⁸ Paul jacques lehmann, "bourse et marchés financiers", Dunod, 2^{ème} édition, paris, 2005, p11.

⁹ حدي عبد العظيم، مرجع سبق ذكره، ص 47.

¹⁰ فيصل محمود الشواورة، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس والنظرية العلمية"، دار وائل للنشر، ط1، عمان، الأردن، 2008، ص 81.

تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياع، لذا تحرم معظم قوانين الشركات إصدار هذا النوع من الأسهم¹؛

3- أسهم لأمر أو للإذن: يذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر أو الإذن ويتم انتقال ملكيته عن طريق التطهير وبدون حاجة للرجوع إلى الشركة².

ثانيا - حسب الحقوق: وتنقسم الأسهم حسب الحقوق التي تمنحها لأصحابها إلى قسيمين:

1- الأسهم العادية:

أ- تعريف الأسهم العادية: هي عبارة عن "وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوق وواجبات متساوية للملكية. وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها لتغيرات مستمرة³، ويمنح لحاملها مجموعة من الحقوق محددة في القانون الأساسي للشركة،

ب - حقوق حملة الأسهم العادية: تتمثل حقوق الأسهم العادية فيما يلي:

- حق البقاء في الشركة، فلا يجوز فصله، ولا نزع ملكيته لأسهمه دون ارتكاب ما يستوجب ذلك قانونا، لأنه حق معلق على إرادته وحده⁴؛

- الحق في التصويت في الجمعية العمومية للشركة بالحضور الفعلي أو بالتوكيل⁵؛

- الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح التي تحققها والتي توزع من طرف الشركة⁶؛

- الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو التنازل⁷؛

- حق الحضور في الجمعية العامة⁸؛

- للمساهم العادي الحق في الاطلاع على وثائق وسجلات الشركة المساهم فيها، ومنها الدفاتر المحاسبية وقائمة المساهمين الآخرين⁹؛

¹ محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 79.

² نفس المرجع السابق ص 79.

³ هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 92.

⁴ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 89.

⁵ أنظر:

- محمد محمود حبش، "الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة"، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1998، ص 164.

- Paul-jacques lehmann, op-cit, P11.

- محمد عبد الحميد عطية، مرجع سبق ذكره، ص 38.

⁶ عبد المنعم أحمد التهامي، "التمويل مقدمة في المنشآت والأسواق المالية"، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 1990، ص 48.

⁷ هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 94.

⁸ محفوظ جبار، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، دار هومة، الجزء الثاني، ط 1، الجزائر، 2002، ص ص 19-20.

⁹ نفس المرجع السابق، ص 21.

- للمساهمين العاديين القدامى أولوية في الاكتتاب في الإصدار الجديد بنسبة ما يمتلكونه من أسهم قديمة¹، ولذلك للمحافظة على حقوق المساهمين في الرقابة على إدارة الشركة دون إنقاص لهذا الحق في حالة البيع لغير حملة الأسهم العادية الحالية، بالإضافة إلى عدم الإضرار بحملة السهم العادية الحالية بالتلاعب في أسعار بيع الأسهم العادية الجديدة²؛
- الحق في موجودات الشركة بعد التصفية³؛
- الحق في رفع دعوى على أعضاء مجلس الإدارة بسبب أخطائهم⁴.

ج- الاتجاهات الحديثة بخصوص الأسهم العادية

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** هي الأسهم التي ترتبط بتوزيعات الأرباح التي يحصل عليها حامل هذا السهم بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة⁵. حيث اتجهت بعض الشركات مثل جنرال موتورز في الثمانينات من القرن العشرين إلى إصدار أسهم مرتبطة بتوزيعات أرباح أقسام إنتاجية معينة مثل الأسهم التي توزع الأرباح عليها والناجمة عن قسم إنتاج نظم المعلومات الالكترونية التي أطلق على هذه الفئة "E class"⁶، ومجموعة أخرى من الأسهم ربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجهزة الطائرات، وبذلك أصبح للشركة الواحدة عدة أسهم عادية وليس سهم واحد ترتبط فيه التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل⁷؛
- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الاسهم العادية لا يعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة، وفي الثمانينات من القرن العشرين صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي يسمح للشركات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية الشركة بخضم التوزيعات على تلك الاسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة⁸، أي أن التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي⁹؛

¹ طارق عبد العال حماد، "دليل التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 12.

² نظير رياض محمد الشحات، "إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات"، بدون دار النشر، بدون بلد النشر، 2007، ص 74.

³ صلاح السيد جودة، "بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً"، مكتبة ومطبعة الأسعار الفنية، الإسكندرية، مصر، ط 1، 2000، ص 161.

⁴ محمد علي سويلم، "أدوات الاستثمار في البورصة"، مرجع سبق ذكره، ص 129.

⁵ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "البورصات والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر 2002 ص 277.

⁶ حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص 148.

⁷ عبد العظيم حمدي، مرجع سبق ذكره، ص 45.

⁸ عبد المطلب عبد الحميد، "اقتصاديات الاستثمار في البورصة"، مرجع سبق ذكره، ص 91.

⁹ أنظر

- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 35.

- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "الأسواق والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 18.

- **الأسهم العادية المضمونة:** يعطى هذا النوع من الأسهم الحق لمالكه في طلب التعويض في حالة انخفاض قيمة السهم في السوق إلى حد معين خلال فترة محدود عقب الإصدار، وهو ما يتم تطبيقه في الولايات المتحدة الأمريكية منذ عام 1984، وذلك خلافا للطبيعة الأصلية للأسهم العادية الذي لا يكون مالكه الحق في الرجوع على الشركة المصدرة لطلب تعويض في حالة انخفاض السعر للسهم في السوق¹.

د- مزايا ومخاطر الاستثمار في الأسهم العادية

تبرز مزايا الاستثمار في الأسهم العادية بالنسبة للشركة فيما يلي:

- تعد مصدرا دائما للتمويل حتى لو تم بيعها في السوق لكونها تنتقل من ممول إلى ممول آخر دون أدنى تأثير على الأصول المادية التي تقابلها لدى المستثمر أو الشركة المصدرة²؛
- الشركة غير ملزمة بدفع أرباح لحملة الأسهم، إلا إذا تحققت فعلا أو اتخذ قرار بشأن توزيعها كليا أو جزئيا، ولذلك فإنها لا تمثل عبئا على الشركة³؛
- تتمتع الأسهم العادية بارتفاع العائد عليها مقارنة بالأدوات الاستثمارية الأخرى⁴؛
- إن إصدار المزيد من الأسهم العادية من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال ويزيد من حجم الطاقة الإقتراضية للشركة، أي يزيد من قدرتها على الحصول على المزيد من الأموال المقترضة عندما تقتضى الحاجة⁵؛
- سهولة بيع الأسهم مقارنة ببيع السندات حيث إن حامل السهم مالك في حين أن حامل السند دائن، بالإضافة إلى أن عائد السهم في العادة يكون أعلى من فائدة السند؛
- لا يوجد للأسهم العادية تاريخ استحقاق محدد، ولذلك تعتبر مصدر تمويلي دائم الأجل مما يخلق لدى الشركة الاستقرار والاستثمار في آن واحد.

¹ أحمدى عبد العظيم، مرجع سبق ذكره، ص 45-46

² فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص 81.

³ رسمية أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 133.

⁴ دريد كامل آل شبيب، " الأسواق المالية والنقدية "، مرجع سبق ذكره، ص 196.

⁵ محمد رياض شحات، مرجع سبق ذكره، ص 72.

يتعرض الاستثمار في الأسهم العادية إلى أخطار متعددة أهمها:

- زيادة قاعدة المالكين مما يعني تشتتاً أكبر للأصوات في الجمعية العامة، بالإضافة إلى اتساع قاعدة توزيع الأرباح على الملاك القدامى والجدد، وبالتالي انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة¹؛
- الأخطار غير المنتظمة التي ترتبط بالشركات من حيث كفاءة الإدارات (الرافعة المالية والتشغيلية) والتطور التكنولوجي والمنافسة²؛
- ارتفاع معدل العائد المتوقع على الأسهم العادية وبالتالي ارتفاع كلفة الحصول على الأموال الجديدة³؛

2- الأسهم الممتازة:

أ- تعريفها: تجمع بين خصائص الملكية والمديونية، فهي تعد ملكية كالسهم العادي له قيمة اسمية ودفترية وسوقية وهو بذلك يمثل حصة في ملكية يحق لحاملها المشاركة في الأرباح المتحققة للشركة، ثم أنه يتمتع بالدخل الثابت مثلها مثل السندات، ويتمثل هذا النصيب الثابت من الأرباح السنوية يحصل عليها حملة الأسهم الممتازة في حالة تحقيق الشركة الأرباح وعليه فهي أداة مالية تجمع بين صفات الملكية (الأسهم العادية) وصفقات أوراق الدين (السندات)⁴.

ب- خصائص الأسهم الممتازة:

الأسهم الممتازة تتميز بالخصائص التالية⁵:

- حملة الأسهم الممتازة حق ثابت في الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها، والغالب أن تحدد هذه الأرباح بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية لتلك الأسهم، ولهم الأولوية في الحصول على تلك الأرباح قبل حملة الأسهم العادية؛
- حملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على نصيب من صافي أصول الشركة عند تصفيتها، بما يعادل قيمة أسهمهم قبل حملة الأسهم العادية؛
- يمثل السهم جزءاً من ملكية الشركة، بما يعادل قيمته الاسمية فقط، فليس له نصيب في الاحتياطات أو الأرباح المحتجزة؛
- ليس للأسهم الممتازة تاريخ استحقاق محدد إلا أن الشركة لها الحق في استدعائها خلال فترة محددة من تاريخ إصدارها إذ نص على ذلك في عقد الإصدار؛

¹ رسمية أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 133.

² دريد كامل آل شبيب، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، مرجع سبق ذكره، ص 108.

³ فيصل محمود الشواروة، مرجع سبق ذكره، ص 81.

⁴ عباس كاظم الدعوى، مرجع سبق ذكره، ص 162.

⁵ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 122-124.

- ليس لحملة الأسهم الممتازة حق الترشح أو المشاركة في إدارة الشركة، وليس لهم الحق في التصويت على قرارات الجمعية العامة للشركة، إلا أنهم قد يعطون هذا الحق في حالات استثنائية معينة ينص عليها في عقد الإصدار.

- حق تراكم الأرباح وذلك بتجميعها لفترات متتالية ثم استلامها، وهذا الحق كثيرا ما يحرم منه أصحاب الأسهم العادية¹.

ج- الاتجاهات الحديثة للأسهم الممتازة: ظهرت أنواع حديثة للأسهم الممتازة نذكر منها مايلي:

- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: ظهرت في عام 1982 في أمريكا، وهي الأسهم التي ترتبط فيها التوزيعات بمعدل عائد على نوع من سندات الخزينة²، ويتم تعديل نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناءً على التغيرات الحادثة في عائد تلك السندات³، وللمحافظة على مستوى ملائم من الطلب على تلك الأسهم عادة ما ينص على ألا تقل نسبة التوزيعات عن 7.5% من القيمة الاسمية للسهم⁴؛

- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: ظهرت هذه الأسهم لتعويض حملة الأسهم العادية المضمونة⁵، حيث عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي تلجأ المؤسسة إلى تعويض الملاك الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتازة لها صفات خاصة من ضمنها الحق في التصويت كبقية الأسهم العادية⁶.

- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح: هي الأسهم التي يحق لحاملتها الحصول على الأرباح المقررة لها عن السنوات التي لم يتم فيها توزيع الأرباح⁷؛

- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائه أيضا الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئيا⁸؛

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: هي الأسهم التي يحق لحاملتها تحويلها إلى أسهم عادية خلال فترة محددة من تاريخ الإصدار، وعادة ما تحدد شروط ذلك في نشرة الإصدار⁹.

¹ هوشيار معروف كاكّا مولا، مرجع سبق ذكره، ص 102.

² محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص 102.

³ رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 60.

⁴ عبد المطلب عبد الحميد، "اقتصاديات الاستثمار في البورصة"، مرجع سبق ذكره، ص 95.

⁵ وسام ملاك، "البورصات والأسواق المالية العالمية"، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، سنة 2003، ص 92.

⁶ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "البورصات والمؤسسات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 284.

⁷ طارق عبد العال حماد، "دليل الاستثمار إلى بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2005، ص 22.

⁸ محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 214.

⁹ محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 157.

- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: هي إلزامية الشركة لصاحب السهم برده للشركة بسعر محدد وفترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار¹.

د- مزايا ومخاطر التمويل بالأسهم الممتازة

يمتاز التمويل بالأسهم الممتازة بعدة مزايا أهمها:

- الشركة غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات كل سنة تتحقق فيها الأرباح؛
- التوزيعات محدودة بمقدار معين؛
- إصدار الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، الأمر الذي يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للشركة؛
- إصدار الأسهم الممتازة يتضمن إعطاء الشركة الحق في استدعاء الأسهم التي أصدرتها (أي إعادة شرائها) وذلك مقابل أن يحصل حامل السهم على مبلغ يفوق قيمته الاسمية، ويمثل هذا الحق ميزة للشركة، إذ يمكنها من الاستفادة من انخفاض أسعار الفائدة في السوق بالتخلص من الأسهم الممتازة التي سبق وأن أصدرتها².

يمكن حصر مخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم الممتازة إلى ما يلي:

- ارتفاع تكلفتها نسبياً، فتكلفة التمويل بالأسهم يفوق التمويل بالاقتراض³، لأن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد لا تخصم من وعاء الضريبة، وبالتالي لا يتحقق عنها وفر ضريبي⁴؛
- حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من التي يتعرض لها المقرضين وبالتالي يطلبون عائد أعلى⁵؛
- تذبذب أسعار الأسهم الممتازة كبير عكس الحال في أسعار السندات⁶؛

¹ أحمد زكريا صيام، مرجع سبق ذكره، ص 29.

² أنظر:

- مني قاسم، " دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية"، الدار المصرية اللبنانية، ط 1، القاهرة، مصر، سنة 2007، ص 130.

- حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص 150.

- عبد المطلب عبد الحميد، " اقتصاديات الاستثمار في البورصة"، مرجع سبق ذكره، ص 94.

³ حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص 151.

⁴ عبد المطلب عبد الحميد، " اقتصاديات الاستثمار في البورصة"، مرجع سبق ذكره، ص 94-95.

⁵ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، " الأسواق والمؤسسات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 20.

⁶ نظير رياض محمد الشحات، مرجع سبق ذكره، ص 85.

- الحق أحيانا في التصويت على بعض القرارات الصادرة عن الهيئة العامة¹، ومن بينها تلك التي تتعلق بفرض قيود على إجراء توزيعات الأرباح، كما يمكن أن يكون لهم الحق في التصويت أيضا عند مواجهة الشركة لبعض المشكلات مثل عدم كفاية الأموال التي ينبغي احتجازها لاستدعاء الأسهم الممتازة².

ثالثا - حسب سداد المساهم لقيمتها: يتم تقسيم هذا النوع حسب سداد المساهم لقيمة مساهمته على النحو التالي:

2- أسهم نقدية: هي الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة³؛

3- أسهم عينية: هي التي تمثل حصة عينية في رأس مال الشركة كالمساهمة على شكل استثماري مادي أو مخزونات أو براءات اختراع، ولا يتم تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين⁴.

4- أسهم مختلطة: هي أسهم يتم الوفاء ببعض قيمتها عند الاكتتاب نقدا والآخر عينا.

رابعا - حسب التصويت: يمكن تقسيمها على حسب هذا المعيار إلى:⁵

1- الأسهم المصوتة: تجمع بين حقوق الملكية وحق الإدارة والتصويت والانتخاب؛

2- الأسهم غير المصوتة: تمثل حقوق المشاركة في أرباح المشروع، دون أن يكون لمالكها حق الإدارة أو التصويت أو الانتخاب أو الترشيح لعضوية مجلس إدارة الشركة.

خامسا - حسب المنح وعدمه: تقسم الأسهم حسب هذا التصنيف إلى أسهم غير مجانية وهي الأسهم التي يدفع صاحبها قيمتها عند الاكتتاب، أما فيما يخص أسهم المجانية فهي التي تمنحها الشركة للمساهمين مجانا في حالة زيادة رأس مال الشركة على شكل ترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي في رأس المال الأصلي، ويتم توزيعها حسب قدر الأسهم.

سادسا حسب الاستهلاك واسترداد القيمة: يمكن تقسيمها بحسب هذا النوع إلى:

1- أسهم رأس المال: هي الأسهم التي يقدمها المساهم للشركة، ولا تعود إليه إلا عند التصفية النهائية للشركة، أي لا تستهلك قيمتها، أي لا يتسلم أصحابها قيمتها الاسمية إلا عند تصفية الشركة⁶؛

¹ فيصل محمود الشاورة، مرجع سبق ذكره، 84.

² حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص 151.

³ عبد الغفار حنفي، "البورصات: الأسهم - السندات - صناديق الاستثمار"، الكتب العربي الحديثة، الإسكندرية، مصر، ط 1، 1998، ص 25.

⁴ سيد طه بدوي محمد، عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، سنة 2001، ص 98.

⁵ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 96.

⁶ سيد طه بدوي محمد، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001، ص 104.

- 2- **أسهم التمتع (الاستهلاك):** هي الأسهم التي استهلكت قيمتها بأن ردت قيمتها الاسمية للمساهم تدريجياً، أو دفعة واحدة أثناء حياة الشركة وهو ما يسمى بإطفاء الأسهم¹.
- سابعاً حسب أدائها وربحياتها: يمكن تصنيف الأسهم حسب أدائها وربحياتها إلى:
- 1- **الأسهم المتميزة:** هي أسهم الشركات العريقة ذات التاريخ العريق في توزيع ودفع قيمة الأرباح وبدون توقف والعائد مضمون لديها ولفترات زمنية طويلة، وتتداول أسهمها في السوق بشكل مستمر بالإضافة إلى تمتعها بمركز ائتماني متين²؛
- 2- **أسهم النمو:** هي الشركات التي تقوم بإعادة استثمار أرباحها المحتجزة في فرص استثمارية بدلا من توزيعها على حملة الأسهم، إذ تتميز أسعار هذه الأسهم بالتذبذب صعودا ونزولا بشكل كبير والتي يفضلها المستثمر المضارب³؛
- 3- **أسهم الدخل:** هي تلك الأسهم التي تتميز بتوزيع الأرباح بصورة مستمرة وبمعدل أكثر من المتوسط مقارنة بالشركات الأخرى، يفضلها المستثمرين الراغبين في الحصول على دخل نقدي جاري، إذ أن هذه الشرائح من المستثمرين تحتاج إلى سيولة نقدية مستمرة لتحقيق أهدافها⁴؛
- 4- **الأسهم الدورية:** تتميز هذه الأسهم بارتفاع درجة العلاقة بين أرباحها وإيرادات والدورات الاقتصادية من رواج وكساد التي يمر بها الاقتصاد وتقلبات الظروف فيه، فعندما يكون رواج اقتصادي ويرافقه نمو اقتصادي فإن هذه الأسهم تحقق ربح وعند الركود تحقق خسارة، ومن الأمثلة على ذلك شركات صناعة مواد البناء والسيارات؛
- 5- **الأسهم الدفاعية:** تتميز الأسهم الدفاعية باستمرارية حصول حاملها على العوائد الجارية حتى ولو دخل الاقتصاد في مرحلة ركود فإن طبيعة منتجاتها لا تتأثر بالركود لأن الطلب عليها غير مرن مثل صناعة الأغذية، الأدوية... الخ، وعادة ما تكون مثل هذه الأسهم قادرة على تحقيق عائد أفضل من المتوسط؛
- 6- **أسهم المضاربة:** تلك الأسهم التي يتميز بارتفاع درجة المخاطرة على الاستثمار بها، والناجمة عن احتمالات عدم تحقيق ربح عادي أو تحقيق خسارة أو أنها تحقق ربح غير عادي مثل أسهم الشركات حديثة التأسيس وذات التكنولوجيا المتطورة، والتي تقوم باستمرار بابتكار الاختراعات والمنتجات الجديدة وتطويرها لإثبات قدرتها التنافسية في السوق مما يؤدي إلى الحصول على أرباح عالية.

¹ شعبان محمد إسلام البرواري ، مرجع سبق ذكره، ص 97.

² دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 182.

³ دريد كامل آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، مرجع سبق ذكره، ص 248.

⁴ دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 183.

المطلب الثاني: أدوات الدين (السندات)

تمثل السندات أدوات دين على عاتق الشركة المصدرة لها، ويندرج تحت هذه الأداة المالية العديد من الأنواع.

الفرع الأول: مفهوم السندات

أولاً: تعريف السندات: يمكن تعريف السندات على النحو التالي :

التعريف الأول: "هي بمثابة عقد أو اتفاق بين الشركة والمستثمر، وبمقتضى هذا الاتفاق يقوم الطرف الثاني بإقراض الطرف الأول (الشركة)، والتي تتعهد بدورها برد المبالغ والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة"¹

التعريف الثاني: "السند هو عبارة عن صك قابل للتداول يمثل قرضاً وتقوم بإصداره الحكومة أو الشركات، ويعتبر حامل السند دائن للشركة"².

التعريف الثالث: "جزء من قرض تصدره الدولة أو الجماعات المحلية أو الشركات العمومية والخاصة، وهو قيمة منقولة تتداول في السوق المالية، لا يعطى لحامله أي حق في أصول الشركة أو أرباحها، أو في تسيير الشركة، إذ يعتبر حامل السند مجرد دائن يقوم بعملية الاقتراض من أجل تحصيل الفوائد"³

وعليه يمكن تعريف السندات على أنها صك قابل للتداول يصدر من المؤسسات أو الدولة وهيكلها، لا يعطى لحامله حق الحصول على الأرباح ولكن لديه فائدة دورية متفق عليها في تواريخ محددة بين الطرفين.

ثانياً: خصائص السندات: تتميز السندات بمجموعة من الخصائص وهي⁴:

— هي عبارة عن أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المقرض والمستثمر؛
— تتعرض السندات لمخاطر عديدة أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض أسعارها؛

— تحمل السندات مخاطر أكبر عند طول فترة السداد وأسعار الفائدة الأدنى.

إضافة إلى وجود خصائص أخرى هي:

— قابلية الاستدعاء: بموجب هذه الخاصية يعطي الحق للجهة المصدرة للسند بإطفاء قيمة هذا السند قبل تاريخ استحقاقه بسعر يسمى سعر الاستدعاء ويكون في الغالب أكبر من القيمة الاسمية تعويضاً لحملة السند عن الخسارة في أسعار الفائدة ويلجأ إليه في حالة انخفاض سعر الإقراض في السوق.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، "اقتصاديات الاستثمار في البورصة"، مرجع سبق ذكره، ص 95.

² أحمد محمد لطفي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 95.

³ Didier vitrac, "Tout Savoir Sur La Bourse", Gualino éditeur, Paris, 2001, P247

⁴ هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص ص 110-111.

__ قابلية التحويل إلى أسهم عادية: والتي تسمح لحاملي السندات بالاستفادة من فروقات العوائد والامتيازات التي يمكن أن يحصلوا عليها من عملية التحويل، كما أن عملية التحويل ستقلل من مدفوعات الفوائد المستحقة لحاملي السندات.

__ قابلية التسديد الجزئي: تتعهد الجهات المصدرة للسندات باستعادتها لتسديد جزء من قيم السندات المعنية سنويا وقبل الموعد النهائي لإطفاء القيم الكلية.

ثالثا: شروط الإصدار والاكتتاب في السندات

1- شروط إصدار السندات: يمكن للشركة إصدار السندات إذا توفرت مجموعة من الشروط أهمها¹:

- لا يجوز أن تصدر الشركة سندات إلا بعد أن تكون قد استوفت رأسمالها كله، أي بعد أن يدفع المساهمون القيمة الكاملة للأسهم التي اكتتبوا فيها؛
- لا يجوز للشركة أن تصدر سندات قبل أن تكون قد نشرت ميزانيتها عن سنة مالية على الأقل، وذلك حتى يمكن للجمهور أن يعلم حقيقة مركز الشركة؛
- يجب أن لا تزيد قيمة القرض المطلوب على صافي أصول الشركة بحسب آخر ميزانية وافقت عليها الجمعية العمومية وهو الضمان العام لدائني الشركة؛
- لا يتقرر إصدار السندات إلا بقرار من الجمعية العمومية للشركة.

2- شروط الاكتتاب في السندات

يجب توفر شروط للاكتتاب في السندات وهي²:

- تصدر السندات بقيمة اسمية تحددها الشركة المصدرة؛
- تطرح الشركة هذه السندات للاكتتاب العام ، وتحدد مدة التي يتم فيها الاكتتاب، ويجب أن يتم الاكتتاب عن طريق أحد البنوك المرخص لها بذلك؛
- تكون دعوة للجمهور للاكتتاب العام في السندات تشمل العديد من البيانات؛

¹ نظير رياض محمد الشحات، مرجع سبق ذكره، ص ص 86-87.

² نفس المرجع السابق، ص ص 87-88.

الفرع الثاني: تصنيفات السندات :يمكن تقسيم السندات إلى عدة أقسام نذكر منها ما يلي:

أولاً- أنواع السندات حسب جهة الإصدار: حسب هذا النوع يمكن تصنيف السندات إلى:

1- السندات الحكومية: وهي وثائق الدين العام طويلة الأجل، تصدر عادة من البنوك المركزية ولفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد، وحالة العجز السائد في الميزانية العامة، وتلجأ إليها الحكومات لتمويل المشاريع ذات المنافع الاجتماعية¹، وهي صكوك متساوية القيمة تمثل ديناً مضموناً في ذمة الحكومة، وهي ذات فوائد ثابتة غالباً، ويتم طرحها للاكتتاب العام وتداول بالطرق التجارية²، وتكون "دائمة" أو مستهلكة³؛

2- سندات الشركات الخاصة: وهي التي تصدر عن شركات المساهمة والمؤسسات المالية العاملة في القطاع الخاص من أجل تمويل مشاريعها، وغالباً ما تصدر هذه السندات بمعدلات فائدة أعلى من معدلات الفائدة على السندات الحكومية، بالإضافة إلى أنها تتحمل مخاطر الائتمان أكثر من السندات الحكومية وذلك بسبب لوجود احتمال عدم تمكن الجهة المصدرة من الوفاء بالدين وفوائده الدورية³.

3 - سندات المؤسسات العالمية: وهي التي تصدر عن مؤسسات عالمية كالبنك الدولي، ويجري إصدارها وعرضها وتداولها في مختلف أسواق الأوراق المالية عبر المؤسسات المصرفية المختلفة⁴.

ثانياً- أنواع السندات حسب المدة: تنقسم حسب هذا المعيار إلى:

1-سندات قصيرة الأجل: وهي سندات لا يتجاوز أجلها عاماً واحداً، وهي أداة تمويل قصيرة الأجل، وتداول في سوق النقد (سندات الخزينة)، وتتمتع بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة وتصدر بمعدلات فائدة منخفضة⁵؛

2-سندات متوسطة الأجل: يزيد أجلها عن عام ولا يتجاوز سبعة أعوام، معدلات الفائدة أعلى من السندات قصيرة الأجل⁶؛

¹ هوشير معروف، مرجع سبق ذكره، ص 114.

² سمير عبد الحفيظ رضوان، مرجع سبق ذكره، 293.

* السندات الدائمة وهي التي لا تحدد الحكومة تاريخاً لسدادها، ولكن أصحابها يحصلون على فوائد ثابتة ومحدودة كل ستة أشهر؛

** السندات المستهلكة: فهي التي تحدد الحكومة أجلاً محدداً لتسديد قيمتها

³ محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 100-101.

⁴ هوشير معروف، مرجع سبق ذكره، ص 115.

⁵ فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص 255.

⁶ وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 111.

3- **سندات طويلة الأجل:** يزيد أجلها عن سبعة أعوام، وتتداول في سوق رأس المال، يتجاوز تاريخ استحقاقها سبعة سنوات، ويتم إصدارها بمعدلات فائدة أعلى مقارنة بالسندات قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل مثل السندات العقارية¹.

ثالثا- أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة: تنقسم هذه السندات حسب هذا المعيار إلى:

1- **سندات المضمونة بالأصول:** هي سندات عادية تصدر بضمان عيني يتمثل في أصول الشركة المصدرة كالعقارات، الآلات... الخ، أو ضمان شخصي ككفالة الحكومة أو إحدى البنوك²، هذا ما يعطى لأصحابها حق التصرف في هذه الأصول لاستفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالتزاماتها اتجاههم.

2- **سندات غير مضمونة:** وهي "السندات التي تصدر عن الشركات بدون ضمانات، مما قد يسبب لحاملها مخاطرة كبيرة، لذلك فإنها عادة ما تصدر بمعدلات فائدة أعلى من غيرها. والضمان الوحيد لحامل هذا النوع هو سمعة الشركة ومركزها المالي وثقة المتعاملين بها"³.

رابعا- أنواع السندات على حسب شكل الإصدار: تنقسم هذه السندات بدورها حسب هذا المعيار إلى⁴:

1- **السندات الاسمية:** "هي التي تصدر باسم صاحبها وغير قابلة للتداول وتنتقل ملكيتها بطريقة التسجيل ويمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل كلا من الدين الأصلي والفائدة، كما يمكن أن يكون التسجيل جزئيا ويقصد بالتسجيل هنا على أصل الدين فقط أما الفائدة فتأخذ كما في السندات لحاملها".

2- **السندات لحاملها:** هي "سندات لا تحمل اسم صاحبها وتنتقل ملكيتها بطريقة الاستلام ويتم تداولها بيعا وشراء، وفي هذا النوع يحصل المستثمر على الفائدة بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند ويتقدم المستثمر إلى البنك الذي يتوسط بين الجهة المصدرة للتسديد على الفائدة نقدا".

خامسا- أنواع السندات حسب موعد سداد قيمتها: تنقسم حسب هذا المعيار إلى:

1- **السندات ذات التاريخ المحدد:** هي السندات التي ينص عند إصدارها على لزوم الوفاء بها عند تاريخ محدد، بأن يدفع مصدر الدين القيمة الاسمية للسندات جميعها عند تاريخ الاستحقاق المنصوص عليه في العقد، ولا يحق له إلزام حامل السند بقبول الوفاء به قبل التاريخ المتفق عليه⁵.

¹ نفس المرجع السابق، ص 111.

² شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 135.

³ محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات الأعمال"، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص 139.

⁴ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 226_227.

⁵ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 204.

2- السندات التي تسدد على أقساط: هي تلك السندات التي يتم إصدارها في لإصدار واحد، وتسحق في تواريخ مختلفة، ويسمح هذا النوع من السندات للشركة المصدرة بأن تسدد إلتزاماتها على شكل دفعات¹.

3- سندات قابلة للاستدعاء: وهي السندات التي تصدرها الشركات ، ويعطى هذا الشرط للشركة المصدرة للسندات من إعادة شرائها أو استدعاء جزء أو كل السندات المصدرة منها في أي وقت²، والتي تصدر عادة بعلاوة استدعاء لتشجيع المستثمرين على شرائها³.

وهناك سندات قابليتها للاستدعاء مطلقة، وفي هذه الحالة يكون للجهة المصدرة حرية مطلقة في استدعاء السند في أية لحظة تريد بعد إصداره، أما فيما يخص السندات ذات الاستدعاء المؤجل والتي يمنح حاملها مهلة حماية من الاستدعاء تتراوح بين 5-10 سنوات من تاريخ إصدارها، وبذلك لا يجوز للشركة المصدرة استدعاء السند قبل مضي هذه المهلة⁴.

سادسا- أنواع السندات حسب معيار للتحويل: تقسم بدورها إلى ما يلي:

1- السندات غير قابلة للتحويل: "هذه السندات لا تعطى للمكتب فيها حق التحويل، وعادة ما تصدر بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل"⁵؛

2- سندات قابلة للتحويل: هي "السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم ممتازة أو عادية إذا رغب في ذلك المستثمر، حيث يتحول من دائن إلى شريك وفقا للقواعد والشروط الموجودة في العقد"⁶ ، وقد تصدرها الحكومات أيضا⁷.

سابعا- أنواع السندات حسب معدل الفائدة: حسب هذا المعيار يندرج تحته نوعين من السندات هما⁸:

1- سندات ذات المعدل الثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائداً ممثلاً لكل السنوات إلى غاية نهاية القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكونه يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق؛

- سندات ذات المعدل المتغير: في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائد في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.

¹ ضياء مجيد الموساوي، مرجع سبق ذكره، ص 58.

² حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 232.

³ وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 112

⁴ محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 105

⁵ هارون محمد صبري، " أحكام السوق المالية: الأسهم والسندات"، دار النفائس، الأردن، الطبعة الأولى، 1999، ص 247.

⁶ أنظر: سعيد عبيد توفيق، " الاستثمار في الأوراق المالية"، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 1998، ص 52.

سمير عبد الحفيظ رضوان، " الأسواق المالية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1996، ص 294.

⁷ شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 136.

⁸ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 63.

ثامنا - أنواع السندات حسب الدخل المحقق للشركة: تتفرع حسب هذا المعيار إلى:¹

- 1- سندات عادية: "هي لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها؛"
- 2- سندات الدخل: "يشترط في هذا النوع من السندات أن تدفع الفوائد عندما تحقق الشركة المصدرة أرباحا أي أنه لا يوجد التزام بدفع الفوائد إذا لم تحقق الشركة أرباحا".

تاسعا: الاتجاهات الحديثة للسندات

1- السندات التي لا تحمل معدلاً للفائدة (السندات ذات الكوبون الصفري): هي السندات التي تباع بخخص من قيمتها الاسمية، فلا تحمل معدلاً للفائدة كغيرها من السندات، وإنما تمثل الفرق بين القيمة الاسمية التي يقبضها المشتري عند تاريخ الاستحقاق وبين سعر الذي اشتراها به²، أي أنها تباع عند الإصدار بسعر يقل عن القيمة الاسمية المدونة عليها³. كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها التخلص منها قبل تاريخ استحقاقها.⁴

تحقق الشركة المصدرة لهذا النوع من السندات المزايا الآتية⁵:

- عدم دفع أية فوائد دورية؛
 - تتمتع الشركة بمزايا المعالجة الضريبية (طالما أنه يباع بخخص فإن الدولة تتحمل جزء من الخصم سنويا عن طريق المعالجة الضريبية)؛
 - انخفاض سعر الفائدة الفعلية على هذه السندات.
- وفي مقابل هذه المزايا توجد عدد من العيوب تتحملها الشركة المصدرة وهي:
- في حالة استدعاء السندات يترتب على الشركة دفع القيمة الاسمية كاملة؛
 - ضرورة تسديد مبلغ ضخمة في تاريخ السداد، حيث لا يجيز القانون إطفاء هذا النوع من السندات.
- 2- السندات الرديئة (منخفضة الجودة): تصدرها الشركات الصغيرة والشركات التي لا تستطيع أن تستوفي متطلبات الإصدار ودرجة الجدارة الائتمانية المطلوبة للإصدارات العادية، ويتم إصدار هذه السندات بعائد أعلى من عائد السندات السائدة بهدف جذب المستثمرين والتعويض لهم عن المخاطر المصاحبة للاستثمار في هذه السندات، وتنتشر هذه الأخيرة في السوق الأمريكية.⁶

¹ محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 15.

² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 207.

³ Pascal alphonse et autres, "Gestion de portefeuille et marchés financiers", pearson education, paris, 2010, p40.

⁴ عبد المطلب عبد الحميد، "اقتصاديات الاستثمار في البورصة"، مرجع سبق ذكره، ص 96.

⁵ أسعد حميد العلي، "الإدارة المالية - الأسس العلمية والتطبيقية"، دار وائل للنشر والتوزيع، ط 1، عمان، الأردن، 2010، ص 260.

⁶ عاطف وليم أندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحويل الاقتصادي و متطلبات تطوورها"، مرجع سبق ذكره، ص 74

- سندات المشاركة: تعطى للمستثمر الحق ليس فقط في الفوائد الدورية بل في جزء من أرباح الشركة.¹

الفرع الثالث: مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات

أولاً: مزايا الاستثمار في السندات: توفر السندات لحاملها مزايا متعددة أهمها:

- ثبات واستمرارية العوائد إذ يحصل حامل السند على عائد محدد؛
- انخفاض درجة المخاطرة عند حلول موعد إطفاء السند خاصة بالنسبة للسندات المضمونة بأصول الشركة، كما أن السند يتمتع بحق الأولوية في الحصول على قيمته عند التصفية إذا أشهر إفلاس الشركة المصدرة؛
- تتمتع السندات بميزة الضريبة من خلال احتساب فوائدها كلفة في الاحتساب الضريبي أو إعفائه في السندات الحكومية من ضريبة الدخل مثلاً، حيث أن أكثر المستثمرين المحافظين يميلون إلى الاستثمار في السندات وذلك لانخفاض درجة المخاطرة؛

ثانياً: مخاطر الاستثمار في السندات

هناك العديد من المخاطر التي يتعرض لها المستثمرين من جراء الاستثمار في السندات وهي:

- **مخاطر السيولة:** يتعرض حامل السند لما يعرف بمخاطر القوى الشرائية لوحدة النقد في الفترات التي يسودها التضخم، حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن القيمة الاسمية التي يصدر بها؛
- **مخاطر تقلب أسعار الفائدة:** تتحرك أسعار السندات صعوداً أو هبوطاً باتجاه معاكس لتحرك أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال؛
- **مخاطر استدعاء السند:** تصدر بعض الشركات سنداتاً مقرونة بشرط الاستدعاء ويعطى هذا للشركة المصدرة حق إطفاء سنداتاً خلال فترة محددة بقيمة محددة تسمى القيمة الاستدائية؛
- **مخاطر الإطفاء السنوي للسندات:** يوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات للشركة المصدرة الحق في أن تطفئ سنوياً نسبة محددة من الإصدار؛
- **مخاطر الرفع المالي:** يجب أن تكون نسبة الرفع المالي للشركة المصدرة في حدود معقولة تحقق توازن هيكل رأسمالها بين مصادر التمويل الخارجي (الديون) ومصادر التمويل الداخلي (حقوق المساهمين)؛
- **مخاطر الإفلاس:** إن إفلاس الشركة يؤدي في معظم الأحيان إلى حدوث انخفاض حاد في الأسعار السوقية لهذه الموجودات حيث تنعكس آثاره على حقوق المساهمين وحملة السندات معاً.

¹ نظير رياض محمد الشحات، مرجع سبق ذكره، ص 95

الفرع الرابع: المنتجات الهجينة

توجد هناك أدوات مالية أخرى غير أدوات الملكية وأدوات الدين يتم تداولها في السوق المالية

أولاً - مفهوم حصص التأسيس

1- تعريف: مفهوم حصص التأسيس: صكوك من دون قيمة اسمية قابلة للتداول، تصدرها شركات المساهمة، تمنح الحق في حصة من أرباح الشركة لبعض الأشخاص أو الهيئات مقابل ما قدموه من براءة اختراع أو التزام حصل عليه شخص اعتباري عام¹.

تصدر هذه الحصص عند تأسيس الشركة تسمى عندئذ حصص التأسيس، كما قد تصدر عند زيادة رأس المال فتسمى حصص الأرباح، وتمنح هذه الحصص عادة للمؤسسين كمكافأة لهم على جهودهم والخدمات المقدمة للشركة، كما تمنح أيضاً لأصحاب براءات الاختراع وغيرها من الأصول المعنوية التي يصعب تحديد قيمتها نقداً².

2- خصائص حصص التأسيس: تتميز حصص التأسيس بخصائص يمكن تمييزها عن الأدوات الأخرى وهي³:

- حصص التأسيس لا تدخل في تكوين رأس المال للشركة، لن صاحبها لم يقدم حصة في رأس المال بل أدى خدمات للشركة؛

- لصاحبها حق التأسيس حق الحصول على نصيب من أرباح الشركة، وهذا الحق معلق بوجود أرباح صافية؛
- حصص التأسيس صكوك اسمية أو لحاملها وليس لها قيمة اسمية؛
- حصص التأسيس قابلة للتداول وفقاً لتداول أسهم الشركة العادية، فيحق لصاحبها البيع والتنازل عنها؛
- لا يحق لصاحب حصص التأسيس التدخل في إدارة الشركة والتصويت في الجمعيات العامة؛
- لا يكون لحملة حصص التأسيس أي نصيب عند تصفية الشركة؛
- لا تصح تجزئة حصص التأسيس، فلا يملك الحصة الواحدة أكثر من مالك؛
- يجوز للشركة إلغاء حصص التأسيس وذلك لعدم مشاركة حاملها في رأس مال الشركة، ويكون مقابل تعويض عادل تحدده لجنة التقدير في الشركة بعد مضي ثلث مدة الشركة.

¹ أنظر : - وليد محمد على كرسون، "أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية دراسة مقارنة"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012، ص 115.
- أحمد محمد لطفي أحمد، "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006، ص 113.
² Olivier Picon, "la bourse: ses mécanismes- Gérer son portefeuille- réussir ses placements", Encyclopédie, Delmas, 14^{ème} édition, France, 2000, p 39.

³ أنظر:

- وليد محمد على كرسون، مرجع سبق ذكره، ص 116-117
- قيصر عبد الكريم الهيبي، "أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)"، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، الطبعة الأولى، 2006، ص 226.
- سمير عبد الحفيظ رضوان، "الأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 306.
- شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 120
- قيصر عبد الكريم الهيبي، مرجع سبق ذكره، ص 228

يتبين من خصائص حصص التأسيس أنها تختلف عن الأسهم والسندات، فوجه اختلافها عن الأسهم ان حصص التأسيس لا تدخل في تكوين رأس مال الشركة، لذلك فإن حاملها ليس مساهما في الشركة على عكس الأسهم، كما أن الأسهم تخول لحاملها حق إدارة الشركة، لأن حاملها شريك، أما حصص التأسيس فلا تخول لحاملها حق في إدارة الشركة، وكذلك تختلف حصص التأسيس عن الأسهم في أن حصص التأسيس يمكن إلغاؤها من قبل الشركة بخلاف الأسهم حيث لا يمكن إخراج أحد المساهمين من الشركة جبرا عنه. أما وجه اختلاف حصص السندات عن السندات أن حامل حصة التأسيس لا يعتبر دائنا للشركة، على خلاف مالك السند فإنه دائن للشركة. كما أن حامل حصص التأسيس له الحق في نسبة من الأرباح ولكن غير ثابتة ومعلقة على وجود أرباح صافية بعد توزيع نصيب المساهمين، أما مالك السند فله الحق في فائدة ثابتة ربحت الشركة أم خسرت¹.

ثانيا: مفهوم شهادات الاستثمار

1-تعريف شهادات الاستثمار: هي عبارة عن شهادات تمثل جزء من رأس مال الشركة المصدرة تعطى لحاملها الحق في الحصول على العوائد مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطى لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العامة للشركة²

2-خصائص حملة شهادات الاستثمار: تتميز شهادات الاستثمار بعدة خصائص نذكر منها ما يلي³:

- تشبه شهادات الاستثمار الأسهم العادية فيما يخص القيمة الاسمية.
- لها نفس حقوق حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بتوزيع الأرباح .
- لها الحق في اقتسام الممتلكات في حالة التصفية للشركة والإطلاع على وثائقها.
- لا يمتلك حامل شهادة الاستثمار حق التصويت في الجمعية العامة للشركة.
- يتمتع حملتها بالأولوية إلى جانب المساهمين العاديين في الاكتتاب في أي إصدار جديد لشهادات الاستثمار بغرض رفع رأس مال الشركة
- تتداول هذه الشهادات في سوق الأوراق المالية مثل بقية الأدوات المالية.
- حق الاقتراض بضمانها من جهات الاقتراض بوصفها ورقة مالية.

¹ وليد محمد على كرسون، مرجع سبق ذكره، ص 117.

² Y. simon "encyclopédie du marchés financiers", tome I, economica, paris, 1997, P 03 .

³ أنظر:

- محفوظ جبار، "سلسلة التعريف بالبورصة: الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 83-84.
- سيد طه بدوي محمد، مرجع سبق ذكره ، ص ص 180 - 183.
- أحمد صلاح عطية، "مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002 - 2003، ص 10 .

3- مقارنة بين شهادات الاستثمار والأسهم والسندات: "تشابه وثائق الاستثمار مع الأسهم العادية في عدة نقاط، فلكل منهما قيمة اسمية، ولحملتهما الحق في توزيع الأرباح والإطلاع على وثائق الشركة واقتسام الممتلكات في حالة التصفية، وكذا أولوية الاكتتاب في أي إصدار قادم لشهادات الاستثمار بغرض رفع رأس مال الشركة. غير أن شهادات الاستثمار تختلف عن الأسهم في حق التصويت، فلا يحق لحملتها التصويت فهي بذلك تشبه السندات، والتصويت هو حق من حقوق حملة الأسهم العادية"¹.

ثالثا: مفهوم السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم

1- تعريف السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم: أوراق مالية تجمع بين صفات الأسهم والسندات لحملتها الحق في الاكتتاب في الأسهم الشركة المعنية، بحيث أن تسليمه لقسيمة من تلك القسيمات التابعة لسندات يؤهله للاكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم بسعر محدد وفي فترة زمنية محددة مسبقا²، أو بمعنى آخر هي عبارة عن صكوك مالية تصدرها الشركة، تعطي لحاملها الحق في شراء عدد معين من أسهمها مستقبلا بسعر التنفيذ المحدد مسبقا، وقد يكون هذا السعر ثابتا كما قد يكون للشركة حق تغييره في أي وقت تريده³.

2- خصائصها: لهذه النوع مجموعة من الخصائص أهمها:

- يمكن لحاملها أن يكون في الفترة القادمة من المساهمين العاديين؛
- الحق في الاكتتاب في أسهم الشركة المعنية بتسليم قسيمة من القسيمات التابعة للسند؛
- يمكن تداول قسيمات السند في حد ذاتها في السوق المالية، شأنها في ذلك شأن الأوراق المالية المتداولة
- يحتفظ حامل السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم بحقه كحامل للسندات المعنية.

المطلب الثالث: أدوات السوق النقدية (أدوات الاستثمار في السوق النقدي)

تنوع وتعدد الأدوات المالية المستخدمة في سوق النقد وذلك حسب الجهة المصدرة لها.

الفرع الأول : شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول وأذون الخزينة

أولا- شهادات الإيداع المصرفية

1- تعريف شهادات الإيداع المصرفية : هي عبارة عن وثيقة تصدرها المصارف تثبت حق العمل مقابل وديعة ثابتة بمبلغ معين وتاريخ استحقاق محدد تتراوح بين شهر و18 شهرا وسعر فائدة محدد أو حسب معدل أسعار الفائدة السائدة في السوق، تعد إحدى أهم أدوات سوق النقد،⁴ لا يجوز لحامل شهادة الإيداع الرجوع إلى البنك

¹ محفوظ جبار، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، دار هومة، الجزائر، الجزء الثاني، ط1، 2002، ص ص 85 - 86.

² نفس المرجع السابق، ص 71.

³ منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص 77.

⁴ - دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية و النقدية" مرجع سبق ذكره. ص 172 .

المصدر لاسترداد قيمتها قبل تاريخ استحقاقها¹، غير أنه يمكنه بيعها في السوق الثانوية (النقدية) الذي يشتمل على ما يسمى بيوت السمسرة، المصارف التجارية وجميع المؤسسات المالية التي تتعامل في الأدوات المالية قصيرة الأجل.²

2- خصائص شهادات الإيداع المصرفية

تتعدد خصائص شهادات الإيداع المصرفي إلى ما يلي:³

- تمنح حاملها الفرصة للحصول على النقد قبل موعد استحقاقها الوديعة؛
- معدل العائد للمستثمر في شهادة الإيداع أعلى من العائد على حساب التوفير ومن عائد السندات الحكومية قصيرة الأجل؛
- توفير السيولة لحاملها من خلال التصرف بها في أي وقت مضاف إلى قيمتها الفائدة التي تتناسب مع مدة الاحتفاظ بها؛
- قابليتها للتداول بالانتقال من مالك لآخر فهي تصدر لحاملها؛
- تنوع أجالها بما يتناسب ورغبات فئات المستثمرين.

3- أنواع شهادات الإيداع المصرفية

يتم تقسيم هذه الشهادات إلى نوعين:

- نوع خاص: يتداول هذا النوع من شهادات الإيداع في محيط المؤسسات المالية والاستثمارية، ويتم إصدارها بطلب من عملاء محددين وبمبالغ كبيرة ولأجل تراوح بين الشهر وخمس سنوات، أما سعر فائدتها فيتناسب مع أسعار الفائدة في الأسواق النقدية الدولية⁴، ويطلق على هذا النوع (Tap.CDS)⁵، وتعتبر شهادات الإيداع من الأدوات الحديثة نسبياً في الأسواق إذا صدرت لأول مرة عن البنوك التجارية الأمريكية عام 1961⁶

¹ - أحمد زكريا صيام، مرجع سبق ذكره، ص 39 .

² - وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره ص 103 .

³ - أنظر:

- فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره . ص 275 .

- دريد كامل آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، مرجع سبق ذكره . ص 238 .

⁴ - حسين بن هاني، مرجع سبق ذكره، ص 164 .

⁵ - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 200 .

⁶ - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره ص 69 .

- نوع عام: يتم تسويق هذا النوع من شهادات التداول خارج نطاق المؤسسات المالية ، إذ تطرح على الجمهور من أجل الاكتتاب العام¹ فيتم تسجيل هذه الوثائق بأسماء مكتتبها وعند التداول تقوم الجهات المصرفية المصدرة بتظهرها حسب أسماء الأشخاص الذين يتداولونها²، ويطلق على هذا النوع من الإصدار مصطلح (Tranch CDS)³

4- طريقة حساب العائد على شهادات الإيداع القابلة للتداول :

يتم حساب العائد على شهادات الإيداع القابلة حسب الطريقة التالية :⁴

$$R_{CDS} = M \frac{(100)(360) + (r)(t)}{(100)(360) + (r')(t)}$$

حيث : R_{CDS} : العوائد الصافية الناتجة عن شهادات الإيداع المصرفية .

M : القيمة الأصلية (الاسمية) .

r : سعر الفائدة السوقي .

t : فترة الاستحقاق .

r' : سعر الفائدة على المدة المتبقية .

t' : المدة المتبقية من فترة الاستحقاق .

ثانيا- أذون الخزينة

1- تعريفها: عبارة عن صكوك تثبت أن حاملها دائن للحكومة أو لخزينة الدولة بمبلغ معين ولفترة محددة وعادة ما تتراوح هذه الفترة بين ثلاثة شهور وسنة واحدة، ولا يحصل حاملوا هذه الأذن على فائدة دورية ثابتة ولكن تباع لهم الأذون بخصم من قيمتها الاسمية⁵، حيث تقوم الحكومة ببيعها إلى المستثمرين الراغبين فيها مثل البنوك وشركات التأمين بهدف الاقتراض للأجل القصير لسد حاجات مالية قصيرة الأجل⁶، ويعد الأمريكي بيجوت (Bagehot) أول من اقترح فكرة تمويل خزينة الدولة في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك عام 1887.⁷

¹ - محمد عوض عبد الجواد ، إبراهيم الشذيفات ، مرجع سبق ذكره ص 76 .

² - حسين بن هاني ، مرجع سبق ذكره ، ص 165 .

³ - محمد مطر ، فايز تيم ، مرجع سبق ذكره ، ص 69 .

⁴ - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره ، ص 142 .

⁵ - علي سعد محمد داود، "البنوك ومحافظ الاستثمار : مدخل دعم اتخاذ القرار"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012، ص 176 .

⁶ - زياد رمضان، مرجع سبق ذكره ، ص 46 .

⁷ - عباس كاظم الرعمي، مرجع سبق ذكره، ص 156 .

2- خصائص أذون الخزينة

تكمّن خصائص أذون الخزينة فيما يلي¹ :

- الإعفاء من ضريبة الدخل على العائد المتحقق من الاستثمار في أذون الخزينة؛
- أنها ذات سيولة عالمية وعديمة المخاطرة لأنها تصدر من جهات رسمية لها متانة مالية عالية؛
- بالإمكان إعادة بيعها لطرف آخر أو الاحتفاظ بها لحين الاستحقاق؛
- تتسم سوق الأذون بالعمق بسبب كثرة التعامل عليها بيعا وشراء، مما يزيد التنافس السوقي الذي يضمن في النهاية لكافة الأطراف السعر العادل.

3- أنواع أذون الخزينة

يمكن التمييز بين نوعين من أذون الخزينة وهما² :

- سلاسل منظمة من الأذون (Regular Series bills): حيث تصدر أسبوعيا أو شهريا مزادات تنافسية ولفترة ثلاثة أشهر وسنة ، إن كل مجموعة جديدة لثلاثة أو ستة أشهر تباع أسبوعيا بالمزاد ولسنة تباع مرة في كل شهر؛
- سلاسل غير منظمة (Irregular Series bills) : تصدر عن الخزينة عند حاجتها إلى السيولة.

4- طريقة حساب العائد على أذن الخزينة :

سعر العائد الذي يحصل عليه المستثمر من الأذون هو الفرق بين سعر الشراء و القيمة الاسمية . وعليه يمكن حساب معدل الخصم (العائد) على أذون الخزينة كما يلي:³

$$DR = \left(\frac{P_1 - P_0}{P_0} \right) \left(\frac{360}{m} \right)$$

حيث : DR : معدل (العائد) الخصم . P_1 : السعر الاسمي أو المدفوع إلى المستثمر عند التسديد .
 P_0 : سعر الشراء في السوق . m : عدد الأيام المتبقية حتى وقت التسديد .

¹ - أنظر :

- هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 134 .

- عبد النافع الزراري، فرح غازي، مرجع سبق ذكره، ص 43 .

² - محمد عوض عبد الجواد، إبراهيم الشديفات ، مرجع سبق ذكره ، ص 72 .

³ أنظر - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره ، ص 134 .

- محمد مطر، فايز تيم ، مرجع سبق ذكره ، ص 66 .

- زياد رمضان، مرجع سبق ذكره ، ص 294 .

الفرع الثاني: القبولات المصرفية والأوراق التجارية

أولاً-القبولات المصرفية

1- تعريفها: تعتبر أداة دين صادرة عن بنك تجاري، فهي عبارة عن سحبوات بنكية يستخدمها المستوردون المحليون في استيراد بضاعة أجنبية على الحساب، فهو محرر مكتوب يتضمن أمراً صادراً من الساحب (المستورد) إلى المسحوب عليه (البنك) بأن يدفع لأمر شخص ثالث هو المستفيد (المصدر) مبلغاً من المال في المستقبل، وفي موعد محدد سلفاً¹.

2- مزايا الاستثمار في القبولات المصرفية

هناك عدة مزايا تتميز بها القبولات المصرفية وهي:

- أداة استثمارية قصيرة الأجل، مما يوفر لها عنصر السيولة؛
- قابلة للخصم لدى البنك المركزي، وهذا يوفر لها ميزة الأمان؛
- أداة فعالة في تنشيط التجارة الخارجية؛
- يمكن تداولها في السوق النقدية الثانوية.

ثانياً: الأوراق التجارية

1- تعريفها: هي صكوك ثابتة قابلة للتداول بطريقة التظهير، تمثل حقاً نقدياً تستحق الدفع بمجرد الاطلاع عليها أو بعد أجل قصير²، حيث تصدرها الشركات المعروفة بمثابة مركزها المالي وسمعتها الطيبة في السوق وتتراوح فترة استحقاقها بين 3 أيام و9 أشهر، والهدف من إصدار هذه الأوراق هو الحصول على تمويل قصير الأجل لتمويل النشاط الجاري³.

2- خصائص الأوراق التجارية

تتميز الأوراق التجارية بمجموعة من الخصائص نبرز منها ما يلي⁴:

- ليس شرطاً أن تكون مضمونة بأي أصل من أصول المنشأة، والضمان هو سمعة المنشأة ومكانتها؛
- التزام المصارف بالسداد يجعل مخاطر الاستثمار في تلك الأوراق محدداً؛
- تسمح الطبيعة المتميزة لتلك الأوراق في خلق سوق ثانوية لها تتمثل في بعض بيوت السمسرة والمصارف التجارية.

¹ - أنطوان الناشف، خليل الصندى، "العمليات المصرفية والسوق المالية" الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص 39.

² - محمد علي سويلم، مرجع سبق ذكره، ص 33.

³ - علي سعد محمد داود، مرجع سبق ذكره، ص 176.

⁴ - أنظر :

- رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سبق ذكره، ص 105.

- وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 106.

الفرع الثالث: ودائع العملات الأجنبية (سوق اليورو - الدولار)

أولاً - تعريفه: يقصد باليورو - دولار الدولار الأمريكي الذي يتم إيداعه في البنوك الأوروبية (أي الودائع خارج الولايات المتحدة الأمريكية)¹، وتتكون من عدد من المصارف الكبيرة في لندن، وبعض البلدان الأوروبية الأخرى، بمعنى أنها تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار الأمريكي فقط، ولم يقتصر الأمر قاصراً على الدولار إذ أصبح هناك سوق العملات الأوروبية موازياً لسوق الأورو دولار، ويمكن أن تلجأ إليه المصارف وغيرها من المؤسسات المالية بهدف الاقتراض،² يمكن للمصارف أو المؤسسات المالية أن تتعامل بالدولار الأمريكي أو العملات الأخرى في السوق الثانوية التي تتداول فيها صكوك تلك القروض.³

ثانياً - مزايا سوق اليورو دولار : أهم مزايا سوق اليورو دولار فيما يلي :

- توفير الأموال من العملات العالمية الرئيسية للشركات الكبرى والحكومة، وبكلفة أقل مقارنة بالقروض الممنوحة لهما داخلياً⁴؛
- انخفاض الفروقات بين أسعار الفائدة على القروض الدولية في أسواق اليورو دولار⁵؛
- تضائل أو غياب الضرائب المفروضة على مثل هكذا عملات خارج مواطنها⁶؛
- حرية حركة الأموال في هذا السوق بين قطر وآخر ، فقد انعكست آثار ذلك على أسعار العملات المحلية المقومة بالعملات الأجنبية، فصارت أسعار الصرف لهذه العملات تتقلب حسب زيادة أو انخفاض عرض العملات الأجنبية في سوق اليورو دولار⁷؛
- المساعدة في توفير العملات الأجنبية التي تطلبها عمليات تمويل التجارة الدولية ما بين الدول⁸؛
- يفضل الأفراد والمؤسسات الاحتفاظ بالودائع بعملات أجنبية من منطلق الحيطة والحذر، طالما أنها (الودائع الأجنبية) تتسم بدرجة عالية من السيولة إذ أنها توفر فرصة للمستثمرين المحليين من خلال إقراضها وتحويلها.⁹

¹ - مروان شموط ، كنجو عبود كنجو ، "أسس الاستثمار"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2008 ، ص 141 .

² - وليد صاني ، أنس البكري ، مرجع سبق ذكره ، ص 106 .

³ - رسمية أحمد أبو موسى ، مرجع سبق ذكره ، ص 105 .

⁴ - عباس كاظم الدعوى ، مرجع سبق ذكره ، ص 158 .

⁵ - محمد مطر ، فايز تيم ، مرجع سبق ذكره ، ص 73 .

⁶ - عباس كاظم الدعوى ، مرجع سبق ذكره ، ص 158 .

⁷ - محمد مطر ، مرجع سبق ذكره ، ص 205 .

⁸ - عباس كاظم الدعوى ، مرجع سبق ذكره ، ص 158 .

⁹ - نفس المرجع السابق ، ص 158 .

الفرع الرابع: اتفاقيات إعادة الشراء وقرض فائض الاحتياطي الإلزامي

أولاً- اتفاقيات إعادة الشراء

1- تعريفها: هي قرض قصير بضمان الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق، إذ لا يترتب على عقد البيع انتقال حيازة الأوراق المالية المعينة من التاجر إلى المستثمر، بل تبقى في حوزة التاجر ولكن الاتفاق ينهي على رهن الأوراق لصالح المستثمر، وفي بعض الأحيان يطلب المستثمر أن يتم رهن مخزون التاجر من الأوراق المالية وليس فقط محل الاتفاق، وذلك لضمان سداد الأموال المقرضة، وتعد البنوك التجارية حيزا نشطا لشراء صكوك تلك الاتفاقيات وبيعها، وغالبا ما تكون مدة الإقراض يوما واحدا أو عدة أيام، ولكن هناك بعض الاتفاقيات قد تعطى بمدة أطول تصل إلى الشهر، وتحتسب المكاسب على الأموال المقرضة بالفرق ما بين عقد البيع وعقد الشراء، وبمعنى آخر عبارة عن اتفاق يقوم بموجبه طرف ببيع مجموعة من الأوراق المالية إلى طرف آخر، على أن يتم تعهد البائع بإعادة شراء الأوراق المالية المباعة في تاريخ مستقبلي بسعر يتفق عليه وقت عقد الاتفاقية.

2- خصائص اتفاقيات إعادة الشراء

- ينتهي الاتفاق باسترجاع المستثمر للأوراق المالية التي سبق وأن باعها؛
- يعتبر هذا النوع من الاتفاقيات كقرض بضمان الأوراق المالية، وقد تظل هذه الأوراق المالية محل الاتفاق لدى المستثمر مع وجود اتفاق رهن مبرم لصالح المشتري؛
- تعد المصارف التجارية بمثابة السوق لبيع و شراء تلك الاتفاقيات.

ثانيا: قرض فائض الاحتياطي الإلزامي

في أحيان كثيرة تقوم البنوك التجارية التي يجتمع لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي بإقراض البنوك الأخرى التي تعاني من عجز، وهذه الأموال التي تقرضها الأولى ذات الفوائض إلى الثانية التي تعاني من العجز. لا تعد أوراقا بالمعنى المفهوم، وإنما تمثل تعهدا غير مكتوب يضمنه البنك المركزي (بوصفه الجهة التي تدير الاحتياطي الإلزامي) يلزم بموجبه المقرض برد الأموال المقرضة للبنك المقرض مع الفائدة المستحقة، وغالبا ما يكون تاريخ استحقاق تلك القروض لمدة يوم واحد وقد يمدد لأكثر من يوم، خصوصا إذا ما قام المقرض بتوجيه القروض نحو الاستثمارات المحلية، الأمر الذي يتطلب تمديد مدة القرض يوما بيوم، أما بالنسبة إلى البنك المركزي فهو يلعب دور الوسيط فيما بينهما، وقد يتم الاتفاق فيما بين البنوك المقرضة والمقرضة مباشرة داخل السوق النقدي أو بواسطة السماسرة العاملين في السوق النقدية.¹

¹ - عباس كاظم الدعوى، مرجع سبق ذكره، ص 159.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المشتقة

تعتبر المشتقات المالية من بين الأدوات المالية المستحدثة في مجال المالي، حيث شهدت نمواً وتطور ملحوظ في استخداماتها في السوق.

المطلب الأول: عقود الخيارات

انتشرت عقود الخيار بهدف حماية المستثمر ضد مخاطر تغير الأسعار. قبل التطرق إلى عقود الخيارات نتطرق إلى تعريف المشتقات المالية وخصائصها.

الفرع الأول: مفهوم المشتقات المالية

أولاً: تعريف المشتقات المالية

التعريف الأول: تعرف المشتقات المالية على "أنها عقود تشتق قيمتها من قيمة أصول معينة، وهذه الأصول قد تكون أسهم، سندات، العملات الأجنبية... الخ، بحيث تسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصول موضوع العقد¹، ومن أبرز أشكالها عقود المستقبلات، العقود الآجلة، عقود المقايضة وعقود الخيارات وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة"².

التعريف الثاني: المشتقات المالية عبارة عن "عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أسهم، سندات، العملات الأجنبية...) لينشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة"³

التعريف الثالث: تُعرف "بأنها أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة، ويطلق عليها هذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم والسندات، وتعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات، ويمكن تحديد مفهوم الأدوات المشتقة بأنها عبارة عن عقود مالية تتعلق بعمليات خارج الميزانية خاصة بالنسبة للبنوك، وتتحد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الأصول أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها"⁴.

وعليه يمكن تعريف المشتقات المالية على أنها عقود مالية تشتق قيمتها من العقود الأصلية، حيث أنها تعتمد أسعارها على أسعار الأصول التي اشتقت منها.

¹ طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 05.

² أنظر: عاطف وليم أندراوس، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول إلى اقتصاد السوق"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 22

- سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها"، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005، ص 58.

³ السيد متولى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 238.

⁴ Shelagh heffernan, "Modern banking in theory and practice" new york, 1998, p p 172-173.

ثانيا خصائص المشتقات المالية

تتميز المشتقات المالية بعدة خصائص أهمها:

- لا تحتوي على دفع كامل للقيمة الاستثمارية عند الاتفاق على العقد؛
- تستخدم كأدوات تغطية مخاطر الاستثمار في الأصول محل العقد، وللعمل على موازنة الأسعار وتضيق الفجوة في تذبذباتها بالشراء عند انخفاض الأسعار والبيع عند ارتفاعها وليس الهدف منها الحصول على السلعة¹؛
- تستخدم بهدف المضاربة والاستفادة من تقلبات أسعار السوق لهذه المشتقات؛
- تستخدم بهدف الاستثمار طويل الأجل، المتمثل في الاحتفاظ بها لفترة زمنية طويلة أو حتى تاريخ استحقاق العقد.

الفرع الثاني: مفهوم عقود الخيارات

أولاً: تعريف عقود الخيار: يمكن تعريف عقود الخيار كما يلي:

التعريف الأول: "يقصد بعقد أنها عقود ثانوية مشتقة من عقود أساسية تمنح لحاملها حق شراء أو بيع عدد من الأسهم بسعر محدد وخلال مدة نفاذ معينة مقابل مبلغ محدد. فطبيعة عقود الخيار تتضمن منح حق وليس الالتزام ولحملتها حرية التنفيذ من عدمه اعتماداً على توقعاتهم بشأن الأسعار السوقية للأسهم محل العقد".²

التعريف الثاني: "هي عقود يحق لصاحبها الاختيار (وليس الالتزام) ما بين تنفيذ أو عدم تنفيذ عملية ما (بيعا أو شراء) لقدر معين من أصل في تاريخ لاحق وبسعر يحدد وقت التعاقد"³؛

التعريف الثالث: يعرف عقد الخيار " بأنه عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار والآخر بائع الخيار أو محرر الخيار وبموجبه يكون الطرف الأول أي المشتري الحق في أن يشتري إذا ما رغب الطرف الثاني أي محرر أو أن يبيع إذا ما رغب للطرف الثاني أصلاً معينا وفي تاريخ معين أو خلال فترة معينة حسب الاتفاق وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول المشتري بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني"⁴

وعليه يمكن تعريف عقود الخيار بأنه اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل مالي ولكن غير ملزم بتنفيذ العقد بينهما خلال تاريخ معين أو فترة زمنية معينة مقابل ذلك يقوم مشتري الخيار بدفع علاوة لبائع الخيار.

¹ ضياء مجيد الموساوي، مرجع سبق ذكره، ص 108 - 109.

² أنظر: - أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 350.

- منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر 1999، ص 65.

³ جيهان جمال الجمل، مرجع سبق ذكره، ص 56.

⁴ محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 256.

ثانيا: العناصر المكونة لعقود الخيار: تتمثل عناصر عقود الخيار فيما يلي¹:

- مشتري الحق: هو الذي يقوم بشراء حق الاختيار ويكون له الحق في تنفيذ العقد مقابل مكافأة لحرر الاختيار؛
- محرر الاختيار: هو الشخص الذي يحرر عقد الاختيار أو مشتريه مقابل مكافأة يتحصل عليها مقابل ذلك من المشتري؛
- سعر التنفيذ (سعر التعاقد): يمثل السعر الذي بموجبه ستتم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذه، وهو غالبا ما يعادل القيمة السوقية في تاريخ إبرام الاتفاق وهو بذلك يختلف عن سعر السوق الذي تباع به الورقة المالية (تاريخ تنفيذ الاتفاق).
- السعر السوقي: هو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء الاتفاق؛
- تاريخ التنفيذ (تاريخ الاستحقاق): هو التاريخ الذي يقوم فيه المشتري العقد بتنفيذ الاتفاق؛
- تاريخ الانتهاء: هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة أو تنفيذ الحق؛
- قيمة العلاوة (المكافأة): هي المقدار الذي يدفعه مشتري الحق للمحرر مقابل أن يكون لمشتري الاختيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

ثانيا- تقسيمات عقود الخيار: هناك عدة تصنيفات لعقود الخيار نذكر منها:

1- تصنيف الخيار طبقا لموعد التنفيذ (تاريخ العقد): يمكن تقسيم حسب هذا النوع إلى²:

- حق الاختيار الأمريكي: يعط هذا النوع من الخيارات لحامله الحق في بيع أو شراء عدد من الأسهم والسندات أو العملات الأجنبية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدما، حيث يتم تنفيذ خلال الفترة التي تمتد بين تاريخ إبرام الاتفاق حتى التاريخ المحدد لانتهائه؛
 - حق الاختيار الأوروبي: يعطى هذا الخيار الحق لصاحبه في شراء أو بيع أصل معين في تاريخ الاستحقاق
- #### 2- تصنيف الخيار وفقا لطبيعة وشروط العقد (نوع الصفقة)

- خيار النداء (خيار الشراء): "يعطي لصاحبه الحق في الشراء، وليس الالتزام بالشراء، إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد، فإن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقا للسعر المحدد السابق للاتفاق عليه، إذ يمكنه الشراء من السوق

¹ أنظر: - السيد متولى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص ص 244-245.

- محمد صالح الخناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر،

2004-2005، ص ص 311-312.

- رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 28.

² هاشم فوزي دباس العبادي، "الهندسة المالية بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية"، الوراق للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2008، ص 96.

بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق في أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق الاتفاق عليه¹.

- خيار الطرح (خيار البيع): "ويعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى"².

3- تصنيف عقود الخيار حسب ملكية الأوراق المالية: يمكن تصنيفها حسب هذا المعيار إلى³:

- حق الاختيار المغطى: هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) يكون فيه محرر العقد مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتعاقد بشأنها.
- حق الاختيار غير المغطى: هو حق الاختيار (شراء أو بيع أو هما معا) لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد عليها.

كما قسمها الدكتور مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان عقود الاختيار إلى أصناف أخرى متمثلة في عقود الخيار المركبة وهي العقود المركبة من اختياريين أو أكثر من نوعي الاختيار السابقين (اختيار الشراء، اختيار البيع)، وهي أنواع كثيرة نذكر بعض هذه الأنواع:⁴

- الخيار المزدوج: أن يجمع الشخص بين نوعي الاختيار السابقين، فيشتري اختيار شراء صادر على أسهم شركة معينة، واختيار بيع صادر على أسهم ذات الشركة، إلا أنه لا يحق للمشتري في هذا النوع إلا تنفيذ أحد عقدي الاختيار. ويلجأ المستثمر إلى هذا النوع من التعامل عندما يتوقع حدوث تغير كبير في أسعار الأسهم من غير معرفة اتجاه هذا التغير، فإذا حصل تغير في الأسعار بالارتفاع فإن المستثمر ينفذ عقد اختيار الشراء، وإذا حصل انخفاض في الأسعار ينفذ خيار البيع.

- الخيار المسمى: Straddle: وهي "أن يجمع الشخص بين نوعي الاختيار السابقين، فيشتري اختيار شراء صادر على أسهم شركة معينة بسعر وتاريخ تنفيذ معينين، كما يشتري اختيار بيع صادر على أسهم صادر على أسهم ذات الشركة بسعر وتاريخ التنفيذ نفسه، بحيث ينفذ اختيار الشراء في حالة ارتفاع الأسعار وينفذ اختيار

¹ أنظر: - محمد صالح الخناوي، نبال فريد مصطفى، جلال العبد، "تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 260.

- رياض أسعد، "الخيارات"، مجلة المصارف العربية، المجلد 16، العدد 186، 1996، ص 42.
- أسعد حميد عبيد العلي، "استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2005، ص 18.
² أسعد حميد عبيد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 19.

³ أنظر: - محمد صالح الخناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها"، مرجع سبق ذكره، ص 310.
- طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية: مفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة"، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 45.

⁴ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 1031-1033.

البيع في حالة الانخفاض، وهو بذلك يشبه الاختيار المزدوج، إلا أنه يختلف عنه في أنه يحق للمشتري هنا تنفيذ كلا العقدين إذا تهيأ له ذلك".

- **الخيار المسمى: Strop:** "أن يجمع الشخص بين ثلاثة عقود اختيار على أسهم شركة معينة، منها اختياران للشراء وواحد للبيع، وهو يكلف ثلاثة أضعاف ثمن عقد الاختيار الواحد، ويلجأ المستثمر إلى هذا النوع من الاختيار إذا كان يتوقع ارتفاع أسعار أسهم الشركة التي أبرمت عليها عقد اختيار من هذا النوع، بحيث ينفذ عقدي اختيار الشراء عند ذلك، أما إذا حدث غير ما توقع، وانخفضت الأسعار فإنه ينفذ عقد اختيار البيع".

- **الخيار المسمى: Strip:** هي "أن يجمع الشخص بين ثلاثة عقود اختيار على أسهم شركة معينة، منها اختياران للبيع وواحد للشراء، وهو يكلف ثلاثة أضعاف ثمن عقد الاختيار الواحد أيضاً، ويلجأ المستثمر إلى هذا النوع من الاختيار إذا كان يتوقع انخفاض أسعار أسهم الشركة التي أبرم عليها عقد اختيار من هذا النوع، بحيث ينفذ عقدي اختيار البيع عند ذلك، أما إذا حدث غير ما توقع، وارتفعت الأسعار فإنه ينفذ عقد اختيار الشراء".

- **خيار الشراء المشروط:** وذلك بأن "يشترى المضارب اختيار شراء أسهم شركة معينة بسعر تنفيذ معين، ينفذ خلال مدة معينة، كثلاثة أشهر مثلاً، على أن يحدد لكل شهر سعراً معيناً خلال مدة الاختيار، بحيث إذا هبط سعر السهم في السوق في أي شهر إلى أقل من السعر المحدد لهذا الشهر قبل أن ينفذ المشتري العقد فإنه يحقه في الاختيار يبطل".

المطلب الثاني: العقود الآجلة، المستقبلية والمبادلات

الفرع الأول: مفهوم العقود الآجلة

أولاً - **تعريف العقود الآجلة:** هي "عقود تعطى لمشتريها الحق في شراء وبيع قدر معين من أصول مالية أو عينية بسعر محدد مسبقاً بحيث يتم التسليم في تاريخ لاحق".¹ بمعنى أخرى هي "اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل مالي أو عيني في وقت لاحق وبسعر محدد مسبقاً، حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية مع شركة أعمال على إتمام الصفقة بسعر معين وبكمية محدودة في موعد لاحق. فالعقود الآجلة لا يتم تداولها أو المتاجرة فيها في سوق الأوراق المالية وسوق المشتقات المالية كباقي المشتقات، لأنها تمثل اتفاق خاص بين طرفي العقد.

ثانياً - خصائص العقود الآجلة

تتميز العقود الآجلة بعدة خصائص وهي:

- يبرم العقد الآجل بين طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب أو خسائر، نتيجة للتغيرات في قيمة الأصول المتعاقد عليها.

¹ أنظر: -محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 473.

-منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 686.

- عقود غير قابلة للتداول فلا يوجد لها سوق ثانوية تتداول فيها.

- عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروف كل منهما، وبذلك فهي لا تتداول في السوق المالية، وإنهاء الاتفاق يتطلب توفر شخص أو وحدة تحمل محل أحد الأطراف تقبل شروط العقد.

- يتعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر الائتمان والناجحة عن عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماتها.

- السعر الآجل للعقد هو سعر التسليم الذي يجعل قيمة العقد صفراً عند إبرامه ، ويمكن أن تكون للعقد فيما بعد قيمة موجبة أو سالبة بحسب التحركات السعرية للأصل محل العقد.

- لا يتم دفع أي مبلغ عند بداية التعاقد أو خلاله، وتحقق قيمة العقد الآجل عند تاريخ الاستحقاق، ويأخذ الطرف الذي يلتزم ببيع الأصل محل العقد اسم صاحب المركز القصير، ويأخذ الطرف الذي يلتزم بشراء الأصل محل العقد تسمية صاحب المركز الطويل

الفرع الثاني مفهوم العقود المستقبلية

أولاً تعريف العقود المستقبلية:

- **التعريف الأول:** "تعتبر العقود المستقبلية عن تعاقد بين طرفي أحدهما بائع وآخر مشتري بغرض تسليم سلعة أو أصل ما في تاريخ لاحق بسعر معين، على أن يتم تسليم السلعة أو الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ اللاحق، فهي تشبه العقود الآجلة قديماً، وتمثل هذه الأدوات تعاقدًا بين طرفين، أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم السلعة أو الأصل في تاريخ لاحق متفق عليه"¹

التعريف الثاني: "تعتبر عقود المستقبلية عقود آجلة، لكنها قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، تعطى لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني محدد مسبقاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق، ويلتزم كل من طرفي العقد بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى بين السمسرة في شكل نقود أو أوراق مالية بهدف حماية كل منهما من المخاطر التي يمكن أن تترتب على عدم مقدرة أحد الطرفين على الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الثاني"².

يمكن تعريف عقود المساقبلية على أنها عقود بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري على أصل مالي معين مع تحديد سعر وكمية في الوقت الاتفاق وتنفيذها في وقت لاحق ، أي أنه عقد مستقبلي بين الطرفين.

ثانياً - أركان العقود المستقبلية: تتميز عقود المستقبلية بعدة أركان أهمها³:

__ **السعر في المستقبل:** هو السعر الذي يتفق عليه الطرفان في العقد المستقبلي لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل؛

- **تاريخ التسليم (التسوية):** هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفا العقد لإتمام عملية التبادل؛

¹ محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص 413.

² جيهان جمال الجمل، مرجع سبق ذكره، ص 56.

³ أنظر: - محمد صالح الحناوي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، ط2، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 407.

- زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 128.

- محل العقد: يقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه وشراؤه بين طرفي العقد ، والذي يكون بضائع ، اوراق مالية، مؤشرات، عملات... الخ؛
 - مشتري العقد: هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول المشتري في التاريخ المحدد في المستقبل؛
 - بائع العقد: هو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الآخر أي المشتري في التاريخ المحدد في المستقبل.
- ثالثا- أنواع العقود المستقبلية:** توجد عدة أنواع نذكر ما يلي¹:
- عقود مستقبلية على أسعار الفائدة: هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي تم الاتفاق عنها في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.
 - العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق: هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقا، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.
 - عقود مستقبلية على سلع: هي بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقدارا محددًا من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد.

الفرع الثالث: مفهوم عقود المبادلات swaps

أولاً: تعريف عقد المبادلات: تعرف المبادلات "بأنها اتفاق بين طرفين أو أكبر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية ، لذلك فهي سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسويتها على فترات دورية، على عكس عقود الاختيار، فهي ملزمة الطرفين، كما أن الأرباح والخسائر لا يتم تسويتها يوميا². بمعنى آخر "أنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ يتم تسويتها على فترات دورية حيث أن هذه التسويات لا تتم يوميا كما هو

¹ أنظر: - زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 100.

- عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة"، دار

النهضة العربية، 1996، ص 40.

- أحمد صلاح عطية، "مشاكل المراجعة في أسواق المال"، مرجع سبق ذكره، ص 235.

- رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 332.

² محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 137.

الحال في العقود لاحقة التنفيذ، ولذلك تعرف بأنها سلسلة من العقود لاحقة التسوية¹. وتستخدم المبادلات في عدة أغراض منها²:

- تغطية عملية الاستثمار والاقتراض من المخاطر السعرية (الوقاية من المخاطر السعرية في فترات مختلفة)؛
- تخفيض تكلفة التمويل عن طريق توليد قروض مستثمرة بتكلفة اقتراضية رخصية؛
- تحقيق معدلات ربحية أعلى من الاستثمارات وتدعيم مركز العملات الأجنبية؛
- تستخدم عقود المبادلة في التحوط من المخاطر المتعلقة بدورة النشاط العادية؛
- استحداث أدوات مركبة.

أما فيما يخص شروط صحة عملية عقود المبادلة فهي على النحو التالي:

- طرفي العقد (المشتري والبائع)؛
- الأصل المشتمل بعقد المبادلة؛
- العملة المراد استخدامها في عملية المبادلة (المدفوعات والمقبوضات)؛
- قيمة المدفوعات والمقبوضات؛
- السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليها؛
- مدة سريان عقد المبادلة.

ثانياً: أنواع المبادلات

1- مبادلات الفائدة: "هو عن اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد على فترات منتظمة، حيث يعتمد مقدار هذه المدفوعات على قيمة العقد المبرم بين الطرفين، والمبالغ التي تتبادل بين الطرفين في معظم عقود المبادلات هي صافي مدفوعات الفوائد وليس قيمة العقد (دون أن يقتزن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ)، حيث أن الطرف الذي يوافق على أن يدفع للطرف الآخر مدفوعات فائدة ثابتة في تواريخ محددة على طول فترة العقد مقابل دفع معدل فائدة متغيرة للطرف الأول وفقاً لمعدل مرجعي"³.

2- مبادلة العملات: عبارة عن "بيع (أو شراء) عملة معينة في استحقاق معين، ثم شراء (أو بيع) نفس العملة (أو عملة مقاربة لها) في استحقاق آخر"، حيث يقوم طرفان بعقد اتفاق بينهما يتضمن عمليتين⁴:

¹ جبار محفوظ، مريم عديلة، "الهندسة المالية والتحوط من المخاطر في الأسواق الصاعدة دراسة حالة السوق الكويتية"، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسويق، جامعة سطيف، العدد 10، 2010، ص 212.

² فرج عبد العزيز عزت، "اقتصاديات البنوك (الصناعة المصرفية والمالية الحديثة)"، لبنان للطباعة والنشر، مصر، 2002، ص 38.

³ أنظر: - محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص 281-282.

محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 138.

⁴ عادل محمد رزق، "الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية"، دار طبعة للنشر والتوزيع والتجهيزات العلمية القاهرة، مصر، 2004، ص 119.

- الأولى: عملية شراء (أو بيع) عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الآني (الفوري) بسعر الصرف الآني (الحالي أو الفوري) بين العمليتين؛
- الثانية: عملية بيع (أو شراء) في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقا بين العملتين. وتعتمد عمليات مبادلة العملات على التوقعات المستقبلية للفروق في معدلات فائدة وأسعار الصرف بين العملتين محل التعاقد.
- 3- **المبادلة الخيارية:** "عبارة عن خيار للدخول في مبادلة معينة بتاريخ محدد في المستقبل، مثال ذلك المبادلة الخيارية للفائدة البسيطة، تعتبر أساسا خيار لمبادلة سند ذي فائدة ثابتة بسند ذي فائدة متغيرة في وقت معين"¹.
- 4- **مبادلة الأسهم:** "عبارة عن اتفاق على مبادلة لمعدل العائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر في تاريخ لاحق"².
- 5- **مبادلة السلع:** "عبارة عن مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد ويتم سداد الثمن فورا، وبيعها لهفي نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا، وبحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضا"³.

¹ هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 101

² البنك المركزي المصري، "أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية"، المجلة الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص 103

³ نفس المرجع السابق، ص 103

المبحث الثالث: تقييم أدوات الاستثمار في السوق المالية

يواجه المستثمر العديد من الصعوبات من أجل التعرف على القيمة الحقيقية للسهم، ويرجع ذلك إلى التغيير المستمر في الظروف الاقتصادية السائدة وظروف الشركة المصدرة وكذا الاعتبارات الضريبية. هناك العديد من الطرق والأساليب المستعملة في تقييم الأسهم والسندات.

المطلب الأول: تقييم الأسهم والسندات

توجد العديد من الطرق والأساليب المستعملة في تقييم الأسهم والسندات، بحيث تختلف طرق التقييم بحسب الأداة المالية المراد تقييمها.

الفرع الأول: تقييم الأسهم

أولاً: تقييم الأسهم العادية

في مقدمة نماذج تقييم الأسهم العادية نموذج خصم التوزيعات ونموذج مضاعف الربحية.

- نموذج خصم توزيعات الأرباح (DDM):

يفترض نموذج خصم توزيعات أرباح الأسهم أن قيمة السهم العادي هي القيمة الحالية لكل توزيعات أرباح الأسهم المستقبلية على النحو التالي¹:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1 + K_S)^1} + \frac{D_2}{(1 + K_S)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1 + K_S)^\infty}$$

$$= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + K_S)^t}$$

حيث : P_0 : القيمة الحالية للسهم العادي (القيمة الحالية للتدفقات النقدية)

$D_1 \dots D_t$: توزيعات الأرباح المتوقعة للسهم في نهاية السنة للفترات 1، 2، t

K_S : معدل العائد المطلوب

وتأخذ معادلة تقييم السهم العادي عدة أشكال حسب حالات معدل النمو في توزيع الأرباح.

2- نموذج النمو الصفري

هي الحالة التي يكون فيها معدل النمو في توزيع الأرباح معدوماً، أي أن مقسوم أرباح السهم العادي

ثابتة ولا تنمو من سنة لأخرى والشركة توزع كل الأرباح، وتحدد قيمة السهم العادي وفقاً للمعادلة

التالية²:

¹أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 310.

²محمد علي أبراهيم العامري، "الإدارة المالية المتقدمة"، دار إثراء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2010، ص 484.

$$P_0 = \frac{D}{K_S}$$

ما يأخذ على هذا النموذج في حالة النمو الصفري هو أن الأرباح الموزعة تتغير مع مرور الزمن، فقد تنمو بسبب اتساع أعمال الشركة وازدهارها، كما أنه من غير المنطقي أن لا تحتجز الشركة جزءاً من الأرباح لاستثماره.

3- نموذج النمو الثابت

الافتراض الأساسي في هذا النموذج أن أرباح الشركة تنمو بمعدل ثابت ومستقر وكذلك أرباحها الموزعة تنمو بنفس هذا المعدل وعليه يكون النموذج على النحو التالي¹:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1 + K_S)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1 + K_S)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1 + K_S)^\infty}$$

$$= \frac{D_0(1+g)^1}{K_S - g}$$

$$= \frac{D_1}{K_S - g}$$

حيث $D_1 = (1 + g) D_0$ يطلق على المعادلة الأخيرة معادلة غوردون Gordon model

قد وجهت عدة انتقادات لنموذج Gordon لأنه يقوم على افتراضات بعيدة عن الواقع ويصعب تحقيقها، كما أن النموذج يصعب تطبيقه إذا كان معدل النمو في التوزيعات g أكبر من معدل العائد المطلوب على الاستثمار.

4. حالة النمو المتغير في توزيعات الأرباح:

من يؤخذ على نموذج جوردون أنه يفترض ثبات معدل النمو وللأبد، وهذا غير واقعي لأن المشاريع والشركات تمر في حياتها بمراحل نمو مختلفة حسب مرحلة الحياة، وعموماً هناك ثلاث مراحل هي: مرحلة التأسيس والانطلاق ثم مرحلة النضج والاستقرار، وربما مرحلة الفناء أو إعادة التنظيم لضمان استمرار البقاء. ويختلف نمو أعمال الشركة وبالتالي أرباحها بحسب مراحل حياتها، وفي كل مرحلة من هذه المراحل تنمو أعمال الشركة فقد تنمو الشركة وأرباحها نمواً بسيطاً في بداية عمرها ويزداد نمو أعمالها وبالتالي أرباحها بشكل كبير في مرحلة التوسع، ثم تعود الأرباح إلى النمو المستقر بعد أن تستنفذ جميع فرص التوسع والنمو المتاحة لها. ويتم إيجاد السعر العادل لأسهم مثل هذه الشركات من خلال إيجاد القيمة الحالية للتوزيعات، مع الأخذ بعين الاعتبار مراحل حياة الشركة ومعدلات نمو أرباحها في تلك المراحل².

¹ محمد فتحى البديوى، "إدارة مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية"، بدون دار النشر، مصر، 2006، ص 148.

² زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 180 - 181.

فقد يحدث أن يكون النمو في التوزيعات بمعدل معين خلال فترة معينة، ثم تنمو التوزيعات بمعدل آخر في فترة تالية. ويمكن إيجاد القيمة العادلة للسهم في هذه الحالة من خلال المعادلة التالية¹:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D(1+g)^t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n+1}^m \frac{D_n(1+g_n)^t}{(1+r)^t}$$

- تقييم الأسهم بطريقة مضاعف الربحية:

هو النسبة التي تقيس قدرة حامل السهم على استرداد المبلغ المستثمر والفترة الزمنية لاسترداد مبلغ الاستثمار. وتحسب بقسمة سعر السهم على ربحية السهم الواحد، ويمكن حسابها كما يلي²:

$$P/E = \frac{P}{E_{ps}}$$

حيث يمثل: P/E : مضاعف الربحية.

P: سعر السهم في السوق.

E_{ps}: Earnings Per Share نصيب السهم من الأرباح المحققة، وهو حاصل قسمة الأرباح بعد الفائدة والضريبة على عدد الأسهم العادية.

5- تقييم الأسهم بواسطة الأرباح المحققة:

يتم تقييم الأسهم من خلال تيار الأرباح المتوقع أن تحققه الشركة، مع مراعاة أن الأرباح التي يتم احتجازها هي في الواقع استثمار إضافي من جانب المساهمين ويجب تقييمه أيضا.

ويتمثل السعر العادل للسهم في الفرق بين القيمة الحالية لربحية السهم المتوقعة مستقبلا، والقيمة الحالية لنصيب السهم من الأرباح المحتجزة، ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية³:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{E_{ps_t}}{(1+r)^t} - \frac{E_t}{(1+r)^t}$$

حيث: P₀: السعر العادل أو القيمة الحقيقية للسهم العادي.

E_{ps_t}: ربحية السهم المتوقعة.

E: حجم مساهمة السهم في الاستثمارات المتوقعة للشركة، وهي الأرباح التي يتقرر احتجازها.

r: معدل العائد المطلوب.

¹ محمد صالح الحناوي، وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004-2005، ص 101.

² دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 191.

³ محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني"، مرجع سبق ذكره، ص 108 - 109.

ثانياً: تقييم الأسهم الممتازة: يمكن حساب القيمة الحالية للأسهم الممتازة بنفس طريقة حساب القيمة الحالية للأسهم العادية مع ملاحظة أن¹:

- توزيعات الأسهم الممتازة ثابتة لا تتغير، أي أنها لا تنمو خلال السنوات القادمة؛
 - يحتفظ المستثمر بالسهم الممتاز لفترة طويلة جداً
- وعليه فإن القيمة الحالية للسهم الممتاز تحسب على النحو التالي²:

$$P_0 = \frac{D}{r}$$

حيث: P_0 : القيمة الحالية للسهم الممتاز.

D : العائد الثابت للسهم الممتاز.

r : معدل العائد المطلوب (معدل الخصم).

وعليه فإن القيمة الحالية للسهم الممتاز هي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح على السهم الممتاز للفترة.

الفرع الثاني: تقييم السندات

القيمة الحقيقية للأصول المالية لا تتوقف على القيمة الحالية للتدفقات النقدية في المستقبل، وبما أن السندات تشتمل على نوعين من التدفقات النقدية³:

- الفائدة السنوية (أو النصف أو الربع سنوية)، والتي تدفع عند تقديم الكوبون وهي عبارة عن مبلغ ثابت.
 - القيمة الاسمية للسند والتي يتم الحصول عليها عند تاريخ الاستحقاق.
- فإن تقييم السندات يمكن أن يأخذ شكل المعادلة التالية⁴:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{F}{(1+r)^t} + \frac{C}{(1+r)^n}$$

حيث:

V : القيمة الحالية للسند. F : الفائدة السنوية التي تدفع لحامل السند.

C : القيمة السوقية. r : معدل الخصم (سعر الفائدة السنوي) السائد في السوق n : تاريخ الاستحقاق.

¹ محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 146.

² محمد فتحي البديوي، مرجع سبق ذكره، ص 140.

³ على سعد محمد داود، "البنوك ومحافظ الاستثمار - مدخل دعم اتخاذ القرار"، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2012، ص 234.

⁴ محمد علي أبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 507.

المطلب الثاني: التحليل الأساسي والفني للأوراق المالية

عادة ما تكون البيانات والمعلومات المتاحة لجمهور المستثمرين في السوق المالية في شكلها الخام، لذلك فهي تحتاج إلى تحليل عميق من أجل استخلاص النتائج التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة. ولهذا الغرض يوجد نوعين من التحليل: التحليل الأساسي والتحليل الفني

الفرع الأول التحليل الأساسي

أولاً - تعريف التحليل الأساسي: يعني تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المنشأة، إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، وتمثل تلك المعلومات في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المنشأة، على أن تكون نقطة البداية في التحليل الأساسي الظروف الاقتصادية العامة وأن تكون النهاية في تحليل ظروف المنشأة ذاتها، وهو ما يطلق عليه بالتحليل الكلي فالجزئي¹.

ثانياً - أدوات التحليل الأساسي

يعتمد التحليل الأساسي على تحليل الظروف الاقتصادية ثم تحليل الظروف الصناعية ثم تحليل ظروف المنشأة فهو تحليل يبدأ من الكل إلى الجزء. وتمثل هذه الأدوات فيما يلي²:

1- تحليل الظروف الاقتصادية: من المعترف به أن الظروف الاقتصادية لها تأثير على مستوى الأسعار في السوق وفي هذا الصدد هناك عدد من المتغيرات الاقتصادية الأساسية التي ينبغي أن تحظى باهتمام المحللين، في مقدمتها السياسة المالية والسياسة النقدية للدولة إضافة إلى المعلومات المتاحة عن التضخم، وعن حجم الإنتاج القومي.

أ- السياسة المالية: تتمثل في الضرائب والإنفاق الحكومي، حيث تؤثر الضرائب على أسعار المنشآت وأسعار أسهمها، وأن تخفيض معدل الضرائب على أرباح الشركات يترك أثراً إيجابياً على أرباحها الصافية، وبالتالي ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة، كما يعتبر الإنفاق الحكومي ذو أثار إيجابية وسلبية على المنشآت، فإذا قررت الحكومة تخفيض الإنفاق الحكومي فإن هذا يحمل انخفاضاً في إيرادات وأرباح بعض الشركات، وبما أن ربحية المنشأة أساسية للسعر الذي يباع به السهم في السوق فحتماً سوف تنخفض أسعار الأسهم.

¹ منير إبراهيم هندی، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 159 (بتصرف).

² أنظر:

- قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص ص 234-235.

- منير إبراهيم هندی، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 162-190 (بتصرف).

ب- السياسة النقدية: البنك المركزي هو الذي يدير السياسة النقدية للبلاد، وهناك علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود ومستوى النشاط الاقتصادي، فزيادة المعروض من النقود من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة الأمر الذي يشجع على الاستثمار مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج وانخفاض نسبة البطالة ونظراً لهذا التأثير الإيجابي لهذه الأحداث على أرباح المنشآت فإنه يمكن القول أن مستوى أرباح الأسهم يرتفع.

ج- معدلات التضخم: إن التقارير عن معدل التضخم أثر على أسعار الأوراق المالية المتداولة، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلاً من شأنها أن تترك أثراً عكسياً على تلك الأسعار، وذلك لأن هذه التقارير قد تحمل توقع المزيد من الزيادة في ذلك المعدل، وهو ما يعني ارتفاع معدل العائد المطلوب من الاستثمار في الورقة المالية وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية.

د- حجم الناتج الوطني: إن تأثير التقارير عن 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 يؤدي إلى ارتفاع أسعارها.

2- تحليل الظروف الصناعية: من أكثر أدوات التحليل الاقتصادي شيوعاً ما يلي:

أ- دورة حياة الصناعة: يقصد بها دورة حياة المنتج الرئيسي الذي تقدمه الصناعة وتأخذ في الحسبان العديد من الاعتبارات الأساسية في تحليل الصناعة والتي تمر بأربع مراحل: مرحلة الظهور، مرحلة النمو السريع، مرحلة النضج، مرحلة الاستقرار.

ب- التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة: يقوم على تحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة في ذلك الطلب (متغيرات مستقلة) والتي تعد الأساس الذي تعتمد عليه في التنبؤ بمبيعات الصناعة.

ج- التنبؤ بمعدل نمو الربحية: يقتضي الأمر توفر بيانات تاريخية عن ربحية الصناعة ثم صياغتها في رسم بياني أو معالجتها من خلال تحليل الانحدار بشكل يسير عمله التنبؤ بما سيكون عليه معدل نمو الربحية في المستقبل.

3- تحليل ظروف الشركة:

أ- تحليل القوائم المالية للمنشأة: إن أكثر الأساليب شيوعاً في تحليل القوائم المالية هي القوائم المالية المقارنة والنسب المالية.

ب- تحليل المخاطرة: طالما أن القيمة السوقية للسهم العادي لمنشأة ما تتحدد عل ضوء العائد والمخاطرة معاً، فإنه يصبح لازماً على المحلل أن يتعرف على حجم المخاطرة التي تتعرض لها المنشأة.

ثالثاً: طرق التحليل الأساسي

هناك مرحلتين لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، يعتمد عليهما التحليل الأساسي هما¹:

- أ. المدخل الأول: يسمى بالتحليل من أعلى إلى أسفل أو التحليل الكلي فالجزئي، إذ يبدأ بتحليل الظروف الاقتصادية ثم القطاع (الصناعة) ثم الشركة، ويستخدم عادة في البحث عن أفضل ورقة مالية يتم الاستثمار فيها.
- ب. المدخل الثاني: يستخدم هذا المدخل عندما تكون هناك ورقة مالية معينة يراد اتخاذ قرار الاستثمار فيها، حيث يبدأ بتحليل ظروف الشركة ثم ظروف القطاع (الصناعة) وصولاً إلى تحليل الظروف الاقتصادية، أي التحليل الجزئي فالكلي أو التحليل من أسفل إلى أعلى.

ويعتبر المنهجين مكملين، ذلك أن التحليل من أعلى إلى أسفل قد يهمل شركات جيدة في تحليل ظروف الصناعة، وبالمثل في التحليل من أسفل إلى أعلى، يمكن أن تكون الشركات التي تم تحليلها ليست أفضل الشركات المتاحة للاستثمار، أو قد تكون الشركة المختارة جيدة غير أن ظروف القطاع الذي تنتمي إليه غير ملائمة .

رابعاً - علاقة التحليل الأساسي بكفاءة السوق المالية:

يقوم التحليل الأساسي على افتراض أن السوق المالية كفأة في شكلها الضعيف فقط، وأنه لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية من خلال تحليل ودراسة المعلومات التاريخية. كما يفترض إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بالاعتماد على تحليل المعلومات الواردة، وذلك لتحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بالسعر السوقي لها، واكتشاف الأوراق ذات الخلل السعري لاتخاذ قرار الشراء من عدمه، وتحقيق عوائد غير عادية.

فعندما تكون القيمة الحقيقية للورقة المالية أعلى من قيمتها السوقية، يكون القرار الرشيد هنا هو شراء الورقة لأنها مسعرة بأقل مما يجب، ويتوقع ارتفاع قيمتها في السوق مستقبلاً. أما إذا كان السعر السوقي للورقة المالية أكبر من قيمتها الحقيقية، فيجب عدم شراء الورقة أو التخلص منها بالبيع، لأنها مسعرة بأكبر مما يجب ويتوقع انخفاض قيمتها في المستقبل².

إن اختلاف التحليلات بين المحللين الأساسيين والتي تعطي تقديرات مختلفة للقيمة الحقيقية للورقة المالية من محلل لآخر، جعل المؤسسات المالية المختصة في الاستثمار تعتمد على متوسط التقييمات للمحللين الأساسيين.

¹ محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سابق، ص 37 - 38.

² أنظر:

- إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص 51.

- محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سابق، ص 36 - 37.

الفرع الثاني: التحليل الفني في السوق المالي

أولاً: مفهوم التحليل الفني

- **تعريف التحليل الفني:** هو أسلوب لدراسة حركة السعر السابقة وبيانات السعر التاريخية المتاحة وذلك بهدف توقع اتجاهات السعر القادمة¹، أو هو دراسة حركة السوق والتعبير عنها في صورة رسوم بيانية بهدف التنبؤ باتجاهات الأسعار في المستقبل²

- فرضيات التحليل الفني

يقوم التحليل الفني على عدة فرضيات هي:³

- القيمة السوقية تتحدد نتيجة تفاعل قوى العرض والطلب؛

- العوامل التي تؤثر على قوى العرض والطلب متعددة، منها العقلاني (تدخل ضمن اهتمامات مدخل

التحليل الأساسي ومنها غير العقلاني (لا تتفق مع مدخل التحليل الأساسي)؛

- الأسعار تتحدد في اتجاهات ومسارات معينة، وهي تميل إلى الاستقرار في نفس اتجاهات وعدم تغييره؛

التغيرات التي تطرأ على موازين قوى العرض والطلب هي نفسها التي تتغير في اتجاه الأسعار.

- مبادئ التحليل الفني

يقوم التحليل الفني على عدة مبادئ هي:⁴

- **حركة السوق تحسم كل شيء:** يؤمن المحلل الفني بأن أي شيء يمكنه أن يؤثر على السعر (سواء

اقتصادياً أو سياسياً أو نفسياً، أو أي عنصر آخر) وهو في الحقيقة ينعكس تماماً على سعر السوق، فمن

خلال دراسة الرسوم البيانية للسعر مع دعم هذه الدراسة بالمؤشرات الإحصائية الفنية، فإن المحلل يجعل

السوق يحدثه ويخبره هل هو متوجه ارتفاعاً أو نزولاً؛

¹James Chen, "Essentials of technical analysis for financial markets", Published by John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey, Canada 2010, p2.

²محمد عبد الحميد عطية، "الاستثمار في البورصة"، مرجع سبق ذكره، ص 255.

³أنظر:

- ماجد أحمد عطا الله، مرجع سبق ذكره، ص 161-162 (بتصرف)

- حزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 92.

- طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2006، ص 325.

- عبد المطلب عبد الحميد، "اقتصاديات الاستثمار في البورصة"، مرجع سبق ذكره، ص 225-226.

⁴أنظر:

- جيهان جمال، "عالم البورصة"، مركز الدراسات الاقتصادية، مصر، ط3، ص 281-282.

- رائد محمود أبو طربوش، "تعليم الفوركس البورصة العالمية"، ط1، دار قنديل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 177.

- **الأسعار تتحرك في اتجاهات:** إن السوق لا يتحرك عشوائياً وإنما هناك علاقة منتظمة بين الأسعار التاريخية والأسعار المستقبلية يعبر عنها التحليل الفني باتجاه السعر. والغرض الرئيسي من دراسة سلوك السوق هو التعرف على اتجاهات السعر في أوقات مبكرة خلال تطورها لغرض المتاجرة مع هذه الاتجاهات؛

- **التاريخ يعود نفسه:** يمكن تغيير عبارة التاريخ يعيد نفسه بأن المستقبل هو مجرد تكرار لما حصل في الماضي إذا ما توافرت نفس الظروف، فالحلل الفني يبحث عن نماذج معينة شكلت مسبقاً أثناء حركة الأسعار على أمل أن تكرر هذه النماذج نفس السلوك السابق في المستقبل.

ثانياً: **الأدوات التي يعتمد عليها التحليل الفني.**

يوجد هناك نوعين من الأدوات تتمثل في¹:

1- أدوات التحليل الفني لمؤشرات السوق:

يقصد بها مؤشرات السوق التي تهدف إلى قياس القوة النسبية لسوق، وتحديد اتجاه الأسعار فيه أي ما إذا كانت تتجه نحو الصعود أو نحو الهبوط، وهناك ثلاث مجموعات:

أ- **مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين** تعطي مؤشراً لاتجاه الحركة المستقبلية في أسعار الأسهم، حيث تمكن من التنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة للدولة.

ب- **مقاييس وجهة النظر المضادة:** تقوم على اعتقاد أن هناك مجموعة من المستثمرين عادة ما يتخذون قرارات استثمارية خاطئة خاصة عندما تكون أسعار السوق في طريقها إلى التحول، وبناءً عليه فإن الإستراتيجية الناجحة تقتضي معرفة قرارات هؤلاء المستثمرين، وعمل ضوئها تتخذ قرارات عكسية.

ج- **مقاييس المستثمر المحترف:** من المعتقدات الشائعة أن الصفقات التي يبرمها المستثمرين المحترفين (المختصين في الاستثمار)، عادة ما تنتج عنها عائد متميز، كما يمكن اعتبارهم بمثابة مستثمرين لديهم معلومات عن المنشآت لا تتاح لغيرهم الأمر الذي يتيح لهم تحقيق أرباح متميزة.

2- أدوات التحليل الفني لسعر السهم:

إن حركة التغير في سعر السهم عادة ما تأخذ نمطاً مميزاً بحيث يمكن من خلاله التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل، وبها الصدد نفترض أداتين رئيسيتين هما:

مؤشر القوة النسبية للسهم و خرائط الأعمدة البيانية.

أ- **خريطة القوة النسبية:** تتفاوت الأسهم من حيث درجة التقلب في أسعارها، فهناك أسهم ترتفع أسعارها بسرعة عندما يكون السوق في صعود، إلا أن أسعارها تنخفض ببطء عندما يكون السوق في هبوط، وعادة

¹ منير إبراهيم هندی، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 220 - 238 (بتصرف).

ما يتولد عنها عائد متميز، وتقاس القوة النسبية لسعر السهم بطرق مختلفة منها حساب معدل العائد على الاستثمار في كل الأسهم.

ب- خرائط الأعمدة البيانية: هناك نماذج متعددة لخرائط الأعمدة البيانية وتتمثل تلك الخرائط في شكل بياني محوره الرأسي سعر السهم، أما محوره الأفقي فيمثل تاريخ ذلك السعر، أمام كل تاريخ فهو يكشف عن أقصى سعر وأدنى سعر في ذلك التاريخ (الشموع اليابانية) ، كما قد توجد علامة على العمود تشير إلى سعر الإقفال، وبالطبع قد يمثل العمود السعر في يوم معين أو لأي فترة أخرى وفي أسفل الخريطة يوجد حجم الصفقات التي أبرمت في التاريخ الذي يشير إليه المحور الأفقي. ومن الخرائط الشائعة هي: خريطة المستويات المساعدة والمقاومة وخريطة الرأس والأكتاف.

ثالثا: مزايا وعيوب التحليل الفني:

1. مزايا التحليل الفني: يتميز التحليل الفني بالعديد من المزايا أهمها:¹

- سهولة التطبيق: يعتبر هذا النوع من التحليل أقل تعقيدا مقارنة بالتحليل الأساسي للشركة، لأن المدخلات محدودة (العرض، والطلب). فبمجرد تحديد الوسيلة أو القاعدة الفنية التي سيعتمد عليها المحلل الفني في التنبؤ بالأسعار يصبح تطبيقها آليا، وعلى أي عدد من الأسهم المطلوب دراستها في سوق الأسهم بشكل خاص، والأوراق المالية بشكل عام، كل ذلك يتم دون تجميع وتحليل الكم الهائل من المعلومات التي يحتاجها التحليل الأساسي والتي تتطلب وقتا وجهدا كبيرا؛
- سهولة التعلم: إن أساليب التحليل الفني يسهل تعلمها وتطبيقها بواسطة أي مستثمر مهما كان مستوي ثقافته وهي ميزة لا يتيحها التحليل الأساسي.
- سهولة الوصول إلى المعلومات: إن المعلومات التي يحتاجها المحلل الفني عن الأسعار والصفقات المتاحة يوميا بانتظام من خلال التقارير التي تظهر في شبكة الانترنت والصحف المتخصصة. أما الوضع يختلف كثيرا بالنسبة للتحليل الأساسي لأن التقارير المالية

¹أنظر :

- منير ابراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 191
- منير ابراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سبق ذكره، ص 425-426.
- قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص 265.
- فيصل محمود الشوارة، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 68.

2. عيوب التحليل الفني : بالرغم من هذه المزايا إلا أنه لا يخلو من العيوب¹:

- عدم الدقة : إن التحليل الأساسي الذي تتوفر له المعلومات والقدرة التحليلية يمكن أن يصل إلى نتائج أفضل من المحلل الفني، ولعل أهم أسباب ذلك، أن المحلل الأساسي يتنبأ بالأحداث المستقبلية ويخرج منها بالقرار المناسب وفي الوقت المناسب، أما المحلل الفني فإن عليه أن ينتظر حتى تقع الأحداث ويرى بعينه التحول في حركة الأسعار ثم يتخذ القرار، يضاف إلى أن عملية التحليل تتأثر كثيرا بالمنظور الشخصي لمن يقوم بعملية التحليل (المحلل الفني)، فالانطباعات المسبقة عن الواقع أو الحالة قد تعطي قراءات خاطئة، فالمستثمر الذي يتبع أسلوب التحليل الفني ينتظر أن يحقق عائدا غير عادي على استثماراته؛
- توقع النتائج: إن المحللين الفنيين يخلقون بأنفسهم التوقعات التي يعتقدون بإمكانية حدوثها، فلو أن مئات المحللين الفنيين استخدموا نفس الأسلوب وذات البيانات فإنهم يتوصلون إلى نفس القرار؛
- استمرارية القراءة: من أجل توقع حركة الأسهم يتوجب على المحلل الفني ضرورة قراءة يومية لمؤشرات الأسهم، وهذا يتطلب منه المتابعة المستمرة والوقت لتتبع سلوكيات البورصات المالية، وهذا قد لا يتحقق لبعض المحللين الفنيين بسبب عوامل خارجية تحول دون تحقيق الهدف.

¹أنظر:

- عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص ص164-165.
- قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص 266.

خلاصة الفصل الثاني

الأوراق المالية هي أداة من أدوات الاستثمار المالي الذي يتم التعامل بها في السوق المالية، ومن بين هذه الأوراق يتم التداول بها على المدى القصير ونجدها في السوق النقدي (أذون الخزينة، شهادات الإيداع القابلة للتداول، الأوراق التجارية، القبولات المصرفية وغيرها). وهناك أوراق مالية أخرى يتم التعامل بها في سوق رأس المال مثل الأسهم التي تمثل حصة الشريك في جزء من رأس المال الشركة ولهذا النوع من الأوراق المالية عدة تقسيمات، وأما السندات فهي تعتبر صك مديونية على عاتق الشركة التي أصدرته، حيث يثبت هذا الصك الحق حاملها في الحصول على فوائد تستحق الدفع عند موعد الاستحقاق، ونجد لهذا النوع كذلك عدة تقسيمات، كما نجد أن هناك أدوات مالية أخرى يتم تداول في سوق رأس المال تجمع بين خصائص النوعين السابقين وتعرف هذه الأدوات بالأوراق المهجنة، بالإضافة إلى المشتقات المالية، ومن أنواعها العقود الآجلة وهي عقود شخصية يتم تحدد بنودها باتفاق الطرفين، أما فيما يخص العقود المستقبلية وهي شكل من أشكال العقود الآجلة، أما عقود الخيارات وهي عقود آجلة مشروطة حيث أن حامل عقد الخيار لديه الحق في أن ينفذ العقد أو لا ينفذه، وأخيرا عقود المبادلات وهي اتفاق بين طرفين على تبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية.

ينبغي على المستثمر أن يقوم بتقييم الأدوات المالية من أجل معرفة القيمة الحقيقية للورقة المالية المراد الاستثمار فيه وفق طرق تقييم هذه الأدوات المالية

نجد أن هناك بعض فئات المستثمرين تود الولوج إلى السوق المالية لكن إمكانياتها المادية لا تسمح لها، كما نجد أن هناك فئات لديها إمكانيات مالية تستطيع الاستثمار في السوق المالي لكن ليس لديها الخبرة والمعرفة الكافية بالتعاملات المالية، فنجد أن هناك صيغة تمكنهم في الدخول إلى السوق وهي صناديق الاستثمار وهذا ما سنتطرق إليه في الفصل الثالث

الفصل الثالث
صناديق الاستثمار
في السوق المالية

الفصل الثالث: صناديق الاستثمار في السوق المالية

تمهيد:

تعتبر صناديق الاستثمار أداة من أدوات الاستثمار في السوق المالي، باعتبارها وعاء مالي يسمح بتجميع الأموال من المدخرين وتوجيهها لمجال استثماري غير بنكي يؤدي إلى زيادة نشاط وفعالية سوق الأوراق المالية، وخاصة الفئات التي تمتلك مدخرات صغيرة، بالإضافة إلى الفئات التي ليس لديها الخبرة والدراية في التعاملات المالية في السوق إلى إدارة محترفة تقوم بالنيابة عنه بالاستثمار، مما تسمح لهذه الفئات من تحقيق عوائد معتبرة مع إمكانية تخفيف مستوى المخاطر. حيث تتعدد صناديق الاستثمار بتعدد الأهداف ورغبات المستثمرين، كما أن مكونات أصول الصناديق تختلف من صنف إلى آخر وهذا حسب السياسات المتبعة والأهداف المعلنة من طرف الصندوق حيث نجد أن هناك صناديق استثمار تقليدية وإسلامية، كما يمكن للبنوك تشكيل محافظ استثمارية من أجل توظيف فائض السيولة لدى البنوك فيها مما يخلص البنوك مما تعانيه من السيولة الزائدة، كما يمكن للبنوك من تدوير محافظ الأوراق المالية بهدف تحقيق ربحية عالية للبنك الذي يؤسسها، وكذلك زيادة فعالية محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها البنك.

نظرا لأهمية صناديق الاستثمار باعتبارها أداة استثمارية في السوق المالية وما تلعبه من دور في تنشيط السوق، ومن أجل للإلمام أكثر بصناديق الاستثمار تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث.

المبحث الأول: ماهية صناديق الاستثمار

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية

المبحث الثالث: طرق تقييم أداء محافظ أصول صناديق الاستثمار

المبحث الأول: أساسيات صناديق الاستثمار

تعتبر صناديق الاستثمار أداة من أدوات الاستثمار في السوق المالية بالنسبة للمستثمرين سواء لصغار المستثمرين أو الفئات من أصحاب الفوائض المالية ولكن ليس لديهم الوقت والخبرة الكافيتين.

المطلب الأول: نشأة ومفهوم صناديق الاستثمار

شهدت صناديق الاستثمار تطور كبير في حجم تداولها عبر العالم ، حيث كان أول ظهور لها في أوروبا ثم انتشرت عبر مناطق العالم

الفرع الأول: نشأة صناديق الاستثمار

تعود صناديق الاستثمار إلى النصف الثاني من القرن التاسع عشر، نتيجة لظهور شركات الاستثمار، وتعد هولندا أول بلد ظهر فيه صندوق استثماري في العالم سنة 1822 على يد الملك "وليم" ملك هولندا¹، وتلتها بريطانيا 1870 حيث تعتبر أقدم دولة عرفت الإدارة الجماعية للمدخرات²، وقد اعتمدت في ذلك على نظام التريست The Trust وهو نظام معروف منذ القدم في القانون الانكليزي³، حيث يقوم الصغار آنذاك بإيداع أموالهم لدى شركات إدارة الأموال تدار بمعرفة محترفين بالبورصة.⁴

غير أن البداية الحقيقية للصناديق الاستثمارية بالمفهوم القائم حالياً كانت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924، أين قام أساتذة جامعة هارفارد الأمريكية بإنشاء أول صندوق استثماري في بوسطن باسم the⁵ Massachusetts investment trust of boston، بأصول لم تتجاوز 392 ألف دولار، يمتلكها 200 مساهم في ذلك الوقت، ثم ازدهرت ونمت بشكل كبير عقب الحرب العالمية الثانية حيث بلغت عددها 352 صندوق عام 1947 بأصول صافية بلغت 4 مليارات دولار، ففي عام 1966 ظهرت في انكلتر شركة استثمار مفتوحة Lloyds First كما ظهرت صناديق الاستثمار في ألمانيا تحت اسم Fond ثم سرعان ما نشرت هذه الصناديق في سويسرا، بلجيكا، هولندا واليابان، وتعتبر تجربة فرنسا للصناديق الاستثمار تجربة متميزة وفريدة عام 1945⁶، إذ احتلت المرتبة الأولى على مستوى العالم في الإدارة الجماعية لمخاطر

¹ عصران جلال عصران، "الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2010، ص 66.

² كمال طلبة متولى سلامة، "صناديق الاستثمار في الميزان"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2011، ص 22.

³ أشرف محمد دوابه، "دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية"، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2006، ص 2.

⁴ نشأت عبد العزيز معوض، "بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، الجزء الثاني، صناديق الاستثمار"، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 76، مصر، 1994، ص 3-4.

⁵ هيئة السوق المالية السعودية، "صناديق الاستثمار"، الإصدار الثالث، المملكة العربية السعودية، ص 2.

⁶ منذر عبد الكريم مرهج، رامي محمد محمد، "متطلبات إنشاء صناديق الاستثمار في المصرف التجاري السوري"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد 3، سوريا، 2011، ص 165.

الفصل الثالث: صناديق الاستثمار في السوق المالية

الاستثمار، قد مرت صناديق الاستثمار بعدة مراحل بداية من سنة 1945 إلى سنة 1964 حيث تميزت هذه المرحلة بصناديق الاستثمار المغلقة، أما المرحلة الثانية (1964-1979) تميزت هذه المرحلة بظهور صناديق الاستثمار ذات رأس المال المتغير*، كما ظهرت في سنة 1967 من المرحلة صناديق الاستثمار المشتركة**، وكذلك تأسيس صناديق المشاركة العامة، وفي نهاية 1978 بلغ مجموع أصولها مستوى متواضعا يقدر بـ 47.5 مليون فرنك فرنسي، أما خلال مرحلة ما بين 1979 و1989 عرفت تطور سريع لصناديق الاستثمار ذات رأس المال المتغير والصناديق المشتركة حيث بلغت قيمة أصولها ما يقارب 1500 مليار فرنك فرنسي نهاية 1988 أي 30 مرة ضعفا. أما على الصعيد العربي، تعتبر المملكة العربية السعودية السبّاقة إلى خوض هذه التجربة حيث أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" في ديسمبر 1979، في حين تم إصدار قواعد تنظيم هذه الصناديق بداية 1993، أما الكويت فتعتبر ثاني دولة عربية بعد السعودية خاضت هذه التجربة سنة 1985 ثم تبعتها بعض الدول العربية مثل مصر، البحرين وعمان سنة 1994، ثم المغرب 1995، لبنان 1996 ثم الأردن 1997¹.

الفرع الثاني: مفهوم صناديق الاستثمار

تعددت مفاهيم صناديق الاستثمار بتعدد الظروف لتتماشى مع الزمن.

أولا- تعريف صناديق الاستثمار

التعريف الأول: "أنها مؤسسة مالية تتميز بالسيولة ذات طبيعة وأغراض خاصة يتم عن طريقها تجميع مدخرات الأفراد في صندوق تديره شركة ذات خبرة استثمارية، وهي بمثابة أداة استثمارية توفر للأشخاص الذين لا يمتلكون القدرة على إدارة استثماراتهم"²

التعريف الثاني: بأنه "عبارة عن شركات أو بنوك تقوم بالاستثمار بمحافظ مالية مختلفة ومتعددة، وبذلك تتيح فرصة الاستفادة من هذه المحافظ دون الحاجة لقيام المستثمر بإنشاء محفظته المالية بنفسه وإدارتها"³

التعريف الثالث "هي وسيلة لتشجيع وتجميع المدخرات من صغار المدخرين وتوجيههم للاستثمار من خلال محافظ الأوراق المالية الخاصة به، ويصدر الصندوق صكوكا يتم الاكتتاب فيها وتحدد قيمتها بشكل دوري"⁴

*SICAV : Sociétés d'investissement a capital variable

**F.C.P : Le fonds Commun de Placement

¹ منى قاسم، "صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1995، ص 131-132.

² غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، مرجع سبق ذكره، ص 47.

³ فهد الحويماي، "المال والاستثمار في الأسواق المالية"، مطابع دار الهلال للأوفست، الرياض، السعودية، 1427 هـ، 2006، ص 339.

⁴ ناهد أحمد محمد الحسن، "دور صناديق الاستثمار في تنمية الاقتصاد السوداني"، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، جامعة أم درمان الإسلامية، السودان، 2006، ص 22.

الفصل الثالث: صناديق الاستثمار في السوق المالية

التعريف الرابع: "بأنها مؤسسة مالية تقوم بتجميع عدد كبير جداً من المستثمرين من خلال بيع حصص ملكية ويتم بعد ذلك توظيف هذه الأموال في شراء أسهم والسندات شركات ناجحة ومتميزة أي في سلسلة من الأوراق المالية ، وتخدم هذه الصناديق كبار المستثمرين وصغارهم وخاصة أنها تحقق التنوع اللازم لتقليل المخاطر للمستثمر الصغير بصفة خاصة"¹؛

التعريف الخامس: عقد شركة بين إدارة الصندوق والمساهمين فيه يدفع بمقتضاه المساهمين مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق، في مقابل حصولهم على وثائق اسمية بقيمة معينة، تحدد نصيب كل مساهم بعدد الحصص في أموال الصندوق، التي تتعهد الإدارة باستثمارها في بيع وشراء الأوراق المالية (الأسهم والسندات)، ويشترك المساهمون في الأرباح الناتجة عن استثمارات الصندوق وفقاً لشروط التي تبينها نشرة الإصدار"².

وعليه يمكن تعريف صناديق الاستثمار عبارة عن أوعية مالية ادخارية تقوم بتجميع المدخرات من عند صغار وكبار المستثمرين مقابل حصولهم على حصص ملكية في الصندوق، ويتحدد نصيب كل مساهم حسب مساهمته في الصندوق، مقابل ذلك تتعهد الهيئة المشرفة على تسيير الصندوق باستثمار هذه الأموال مما يعود بالفائدة على الطرفين.

ثانياً- الوظائف الأساسية لصناديق الاستثمار: تقوم صناديق الاستثمار بمجموعة من الوظائف الأساسية في الاقتصاد والسوق ومن أبرزها ما يلي:

- استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية، ولا يجوز لها مزاوله أية أعمال مصرفية كإقراض الأفراد أو المؤسسات؛
- القيام بالإدارة والإشراف والعمليات الخاصة بالبيع وإعادة البيع للأوراق المالية؛
- القيام بإصدار الأوراق المالية التي تباعها للجمهور في شكل ما يسمى بوثائق الاستثمار؛
- الإعلان عن أهدافها وسياساتها التي تتبعها في تكوين محفظة الأوراق المالية.

¹عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية -مدخل مقارنة-، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2010، ص ص 43-44.

²أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، "صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص 6.

الفرع الثالث: إدارة عمليات الصندوق الاستثماري

أولاً - الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار: يختلف الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار حسب تنوع أغراض الصندوق، وكذلك تبعاً لحجم استثماراته ووفقاً لشروط عقد تكوينه، لكن بوجه عام يتميز الهيكل التنظيمي بما يلي:¹

- **مدير الصندوق:** يتولى إدارة الصندوق في العادة شركة استثمارية متخصصة، ويمكن للمدير أن تسند إدارته إلى شركة استثمارية أخرى متخصصة في إدارة الاستثمار. ويتقاضى مدير الصندوق مقابل إدارته له عمولة أو أتعاباً يحددها عادة النظام الداخلي للصندوق في صورة (نسبة مئوية معينة) من صافي قيمة وحدة الصندوق، ويصدر مدير الصندوق للمستثمرين فيه مقابل حصصهم في الصندوق وحدات استثمارية أو شهادات استثمار؛
- **أمين الاستثمار:** وهو أيضاً مؤسسة مالية يتم اختيارها من بين المؤسسات ذات السمعة الجيدة والمركز المالية المتين، ويتولى أمين الاستثمار مهام الإشراف على الصندوق ومراقبة أعمال المدير، لذا يعتبر بمثابة الوكيل عن حملة شهادات الاستثمار. ويتقاضى أمين الصندوق هو الآخر عمولة تحدد في صورة (نسبة مئوية) من القيمة البيعية لصافي أصول الصندوق؛
- **وكيل البيع:** هو وسيط أو مجموعة من الوسطاء يتولون توزيع شهادات الاستثمار التي يصدرها الصندوق، ويمكن لهذا الوكيل أن يكون بنكاً أو شركة استثمار؛
- **الهيئة الاستشارية:** وتضم مجموعة من الخبراء المتخصصين في الاستثمار والتحليل، يعينهم مدير الصندوق بقصد تقديم النصيحة والمشورة له في إدارة الصندوق وتوجيه استثماراته للمجالات المناسبة، ويمكن أن تتكون هذه الهيئة من أفراد أو من هيئات متخصصة.

¹ أنظر:

- عصران جلال عصران، "تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية -مدخل مقارنة"، مرجع سبق ذكره، ص 148-149.
- محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 244-245.
- جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص 206.

ثانيا: عمليات صناديق الاستثمار

تمث التي تقوم بها صناديق الاستثمار فيما يلي¹:

- **تسعير الوحدات الاستثمارية:** يقصد بذلك تحديد سعر للوحدات الاستثمارية في الصندوق وإعلانه، وعادة ما يتم التسعير والإعلان حسب نوع الصندوق المعني؛

- **تحديد رسوم الاشتراك:** هي تلك الرسوم التي تفرضها الصناديق بهدف تغطية بعض تكاليفها وخاصة تلك المتعلقة بعمليات توظيف الأموال. وهناك صناديق تفرض هذه الرسوم عند بداية اشتراك المستثمر وبداية التداول في وحدات الصندوق في الأسواق (كالصناديق المفتوحة). بينما هناك صناديق تفرض هذه الرسوم عند خروج المستثمر من الاستثمار (كالصناديق المغلقة). بينما تربط بعض الصناديق هذه الرسوم بمدة بقاء المستثمر فيها، بحيث تتناقص تلك الرسوم بقدر طول المدة؛

- **الاسترداد والتداول:** تعد السيولة من أهم عناصر جذب المستثمر إلى صناديق الاستثمار ويستطيع المستثمرون في الصناديق المفتوحة استرداد أموالهم بصفة دورية من الصندوق، إذ يعتمد المدير على الاحتفاظ بقدر كاف من السيولة يمكنه من شراء وحدات المستثمرين الذين يرغبون في استرداد أموالهم في يوم التسعير. ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير وعمر الصندوق والبيئة الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق؛

- **رسوم الإدارة:** يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته. وتصميم طريقة احتساب المدير رسومه بحيث تولد لديه الحوافز على تحقيق النمو في الصندوق. ويعتمد حساب الرسوم على القيمة الصافية لأصول الصندوق بصورة دورية؛

- **الاحتياطات الخاصة بتوزيع الأرباح:** عادة ما تحتفظ الصناديق باحتياطات خاصة تقتطعها من الأرباح بغرض تحقيق الاستقرار في نسبة الأرباح الموزعة للمستثمرين أو لتعويض الخسائر التي قد يتعرض لها الصندوق.

¹ أنظر:- منير الحكيم، "صناديق الاستثمار: عمليات، اسس إدارتها، مخاطرها، وقياس أدائها والعوامل المؤثرة على أدائها"، الجزء الثاني، مقالة منشورة في مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، مج19، ع1، 2011، ص ص 48-49.

- محمد علي القري، "صناديق الاستثمار تعريفها وأنواعها"، مقالة منشورة في مجلة الفرقان، ع43، المغرب، 2000، ص ص 69-71.

ثالثاً - علاقة صناديق الاستثمار بالمؤسسات المالية الأخرى: تتشابه صناديق الاستثمار مع بعض المؤسسات المالية، سواء من حيث الشكل القانوني أو من حيث طبيعة النشاط، أو من حيث الهدف ويمكن التمييز بين صناديق الاستثمار وأهم المؤسسات المالية الأخرى كما يلي¹:

1- المصارف التجارية ومؤسسات الادخار والقروض:

- تستثمر صناديق سوق النقد في شهادات الإيداع الصادرة عن المصارف ومؤسسات الادخار، وفي الأوراق التجارية الصادرة عن الشركات القابضة المصرفية؛

- تدير المصارف التجارية فروعاً تعمل كشركات استثمار تتيح للمستثمرين مجموعة من صناديق الاستثمار؛

- تستثمر في بعض صناديق الأسهم والسندات، وفي الأوراق المالية الصادرة عن المصارف ومؤسسات الادخار والقروض.

2- شركات التمويل:

- تستثمر بعض صناديق سوق النقد في الأوراق التجارية الصادرة عن شركات التمويل؛

- تستثمر بعض الصناديق في الأسهم والسندات الصادرة عن شركات التمويل.

3 شركات الأوراق المالية:

- تلجأ صناديق الاستثمار إلى خدمات شركات الأوراق المالية لتنفيذ صفقاتها المتعلقة بالأوراق المالية؛

- تمتلك بعض صناديق الاستثمار فروعاً تعمل كسماسرة خصم وتتنافس مع غيرها من شركات الأوراق المالية على تقديم خدمات للسمسرة.

4- شركات التأمين:

- تستثمر بعض صناديق الأسهم في الأسهم الصادرة عن شركات التأمين؛

- تستثمر بعض شركات التأمين في صناديق الاستثمار.

5- صناديق التقاعد:

- يستثمر مديرو محافظ صناديق التقاعد في صناديق الاستثمار.

¹ محمد نضال الشعار، "أسس العمل المصرفي"، الجندي لطباعة والنشر، سوريا، 2005، ص ص 356-357.

المطلب الثاني: تقسيمات صناديق الاستثمار

تتعدد تقسيمات صناديق الاستثمار بتعدد أهدافها وحاجات المستثمرين إليها، وتختلف الأوراق المالية المدرجة فيه باختلاف متطلبات المستثمرين وتقبلهم للمخاطرة.

الفرع الأول: أنواع صناديق الاستثمار

أولاً - تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لمكونات التشكيلة: تصنف هذه وفق هذا المعيار إلى:

1- صناديق الأسهم العادية: وهي "تشتمل فقط على أسهم عادية وتختلف فيما بينها باختلاف طبيعة وخصائص تلك الأسهم، فهناك الصناديق التي تركز على الأسهم العادية التي تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو، وهناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها الشركات العاملة في صناعة معينة"¹؛

2- صناديق السندات: يقصد بها تلك الصناديق التي تتكون من السندات فقط ونجد أن هناك صناديق تتكون من تشكيلة من سندات شركات الأعمال والسندات الحكومية بشكل يتسنى معه خدمة قطاع معين من المستثمرين، وهناك الصناديق التي تتكون من سندات مرتفعة الجودة والتي عادة ما تولد عائداً منخفضاً نسبياً، ولكنها تنطوي على مستوى منخفض من المخاطر بما يتناسب مع ظروف المستثمر غير الراغب في تحمل المخاطر². وهناك الصناديق المختلطة والتي تشتمل على مجموعة من السندات التي تتباين في الجودة وتباين معها المخاطر والعوائد³، وهناك صناديق تتكون فقط من سندات تصدرها الحكومات المحلية، كما هو الحال في الو.م.أ وتتميز هذه الصناديق بأن عائدها معفى من الضريبة⁴؛

3- الصناديق المتوازنة: يقصد بالصناديق المتوازنة تلك الصناديق التي تشتمل على مزيج من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت مثل السندات التي تصدرها الحكومة وشركات الأعمال والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة، لذا يطلق عليها أحياناً الصناديق المتنوعة، وتختلف نسبة

¹ أنظر-عبد المطلب عبد الحميد، "صناديق الاستثمار سياستها وآلياتها"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ط1، القاهرة، مصر، 2010، ص 19.

- عبد الغفار حنفى، رسمية قرياقص، "الأسواق والمؤسسات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 394.

- صفوت عبد السلام عوض الله، "صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وأفاق المستقبل، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15-17 مايو 2005، ص 783-784.

- أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 81.

² عصران جلال عصران، "تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية -مدخل مقارنة"، مرجع سبق ذكره، ص 67.

³ حسن محمد الفطافطه، "صناديق الاستثمار في الدول العربية -نشأتها، تطورها، خصائصها"، الفطافطه لدعاية والإعلان، عمان، الأردن، 2001، ص ص 41-42.

⁴ منير ابراهيم هندی، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 1999، ص 35.

الأسهم العادية باختلاف الأهداف المحددة للصندوق، فعندما يكون من بين الأهداف تحقيق عائد مرتفع نسبيا يتوقع أن ترتفع إلى حد ما نسبة الأموال التي يستثمرها الصندوق في الأسهم العادية، أما عندما يكون في مقدمة الأهداف تحمل المستثمر لحد أدنى من المخاطرة حينها ترتفع نسبة الأوراق المالية ذات الدخل الثابت.

4- صناديق سوق النقد: يتم إنشاء هذه الصناديق أساسا من قبل المصارف التي تسعى لتشغيل سيولتها الفائضة بعائد بسيط في أوراق مالية مضمونة بدرجة عالية وبمخاطر محفظة، ويسعى المستثمرين الذين يرغبون بوجود سيولة عالية في متناول أيديهم إلى المشاركة في صناديق استثمار مكونة من محفظة تحتوى على أوراق مالية قصيرة الأجل مثل أذون الخزانة، شهادات الإيداع و الكمبيالات المصرفية¹؛

5- صناديق المؤشر العام (المؤشرات): "تقوم هذه الصناديق بالاستثمار في أكبر عدد من الأسهم التي تعكس المؤشر، مثلا في سوق نيويورك الاستثمار في الشركات التي تعكس مؤشر (داو جونز)، وكذلك هناك مؤشرات أخرى في أسواق أخرى نيكاي في اليابان"²؛

6- الصناديق المتخصصة: "هي الصناديق تركز استثماراتها في محافظ تضم أوراق مالية معينة مثل صناعة الكيماويات، قطاع البنوك، قطاع التأمين، أو في أوراق مالية لمنشآت تجمعها صفات مشتركة مثل صناديق الأوراق المالية للمنشآت صغيرة الحجم أو المنشآت التي في مرحلة النمو، أو في أماكن جغرافية متنوعة في العالم³. وتهدف هذه الصناديق إلى تحقيق ربح رأسمالي مرتفع جدا في الأجل القصير، وبالتالي فهي ذات أرباح مرتفعة جدا نظرا للطبيعة التقليدية لأسعار وحدات تلك الصناديق"⁴.

7- صناديق الخيارات: هي الصناديق التي "تستثمر أصولها في عقود الخيارات والتعهدات المستقبلية، وتعد هذه الصناديق مرتفعة المخاطرة، حيث تعتمد على توقعات المستثمر المستقبلية، بالإضافة إلى اعتمادها وبشكل كبير على المضاربة والمجازفة"⁵؛

¹ أنظر: -منير الحكيم، "صناديق الاستثمار - مفاهيم، مزايا، أنواعها، وكيفية إدارة استثماراتها الجزء الأول"، مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، مج 18، ع4، 2010، الأردن، ص 54.

- أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 82

- عصران جلال عصران، "الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 26.

² - جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص 207.

- محمد نضال الشعار، مرجع سبق ذكره، ص 342.

³ حسن محمد الفطافطه، مرجع سبق ذكره، ص 43.

⁴ منى قاسم، "صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين"، مرجع سبق ذكره، ص 54.

⁵ خالد بن علي ثويني الثنيان، "صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية الواقع والآثار"، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1426 هـ، ص 28.

8- صناديق الأوراق المالية القابلة للتحويل: تتكون هذه الصناديق من سندات وأسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية وذلك رغبة من حاملها، وتتميز هذه الصناديق بانخفاض نسبة المخاطرة وتوفر الأمان للمستثمرين، وتتميز أيضا بالتحوط في مواجهة المستقبل¹؛

9- صناديق الاستثمار الأخلاقي: تتميز باتباع منهج استثماري خاص ذي طابع أخلاقي، وكان أول ظهور لهذا النوع من الصناديق من خلال صندوق (Pionner) في سنة 1928، والذي استبعد أسهم شركات الخمور والتبغ من مجموعة الأسهم فيه²؛

ثانيا- تصنيف صناديق الاستثمار وفقا لهيكل رأس المال : تصنف حسب هذا المعيار إلى:

1- الصناديق المغلقة: هي الصناديق التي تنشأ في شكل شركة مساهمة ، حيث أنها مقصورة على فئة محددة أو مختارة من المستثمرين لها هدف محدد، وعمر محدد فيحتفظ بها لفترة محددة ويصفى بعدها الصندوق وتوزع عوائده على المستثمرين ولا يجوز الخروج منها واسترداد قيمتها إلا في حالات محددة تكون منصوص عليها في نشرة الاكتتاب، حيث أن رأس مال الشركة يكون ثابت إلى حد ما فإنه لا يجوز لها زيادة عدد الوثائق المصدرة أو زيادة في رأس المال ولذلك تسمى بالصناديق الثابتة. وهنا يمكن للمستثمر الذي يريد التخلص من الوثائق التي يحملها بيعها في السوق المالية، إلا في حالة ما إذا تضمنت نشرة الاكتتاب حق صاحب الوثيقة في استرداد قيمتها قبل انقضاء مدتها، ويحصل على القيمة التي صدرت بها وثيقة الاستثمار، أو آخر سعر إقفال لها في السوق المالية. ولا يجوز لصندوق الاستثمار إصدار وثائق بديلة للوثائق التي تم استردادها³، بالإضافة إلى أن مدة هذه الصناديق تكون أيضا محددة بفترة زمنية معينة وقد تكون ستة أشهر، سنة أو عدد معين من السنين⁴، وتوزع صناديق الاستثمار المغلقة على حملة وثائقها عوائد استثماراتها إضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي تحققها، وفقا للشروط الموضحة في نشرة الإصدار⁵.

¹ محمد نور الدين سيد، "صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية في مصر"، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2010، ص 21.

² خالد بن علي ثويني الثنيان، مرجع سبق ذكره، ص 29.

³ أنظر: -مى قاسم "صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين" مرجع سبق ذكره، ص 50.

- منير إبراهيم هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، مرجع سبق ذكره، ص 18- 26.

- هشام جبر، "صناديق الاستثمار الإسلامية" ورقة بحثية مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الأول، الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، يومي 8-9 مايو 2005، ص ص 7- 9.

⁴ - حسين محمد الفطافطه، مرجع سبق ذكره، ص 38

- وليد هوبل عوجان، "صناديق الاستثمار : دراسة وتحليل"، ورقة بحثية في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 6-8 مارس 2007، ص 19

⁵ أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، مرجع سبق ذكره، ص 8.

2- الصناديق المفتوحة: يقصد بها تلك الصناديق التي يمكنها إصدار وثائق استثمار بدلا من الوثائق التي قام أصحابها باسترداد قيمتها من الصندوق خلال فترة حياته، أي أن رأس مال الصندوق قد يتغير من فترة إلى آخر تبعاً لحركة الوثائق بيعاً وشراءً، فهو يقبل الزيادة والنقصان بما في ذلك دخول شركاء جدد لا يحلون محل شركاء قدامى أو خروج شركاء قدامى لا يحل محلهم شركاء جدد¹.

ثالثاً: تصنيف صناديق الاستثمار على حسب تحمل العميل لتكلفة البيع
حسب هذا التصنيف يمكن تقسيمها إلى²:

1- صناديق الاستثمار المحملة: هي الصناديق التي يتحمل المستثمر فيها رسوم شراء، وسبب هذه الرسوم هو قيام هذه الصناديق بتسويق إصداراتها من خلال وسطاء ماليين، ولا تقتصر مهمة الوسطاء الماليين على تسويق الإصدارات بل تساعد المستثمر في اختيار صندوق الاستثمار الذي يناسبه؛

2- الصناديق غير المحملة: في هذا النوع من الصناديق لا يحمل المستثمر أية رسوم شراء، ذلك أنها تقوم بتسويق إصداراتها من الوثائق من خلال الإعلان والترويج والدعاية لها ولا يخصم شيئاً من المبلغ المراد استثماره.

رابعاً- تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للأهداف المقررة: تصنف الصناديق وفق لهذا التصنيف إلى:

1- صناديق الدخل: تتجه هذه الصناديق نحو الأوراق المالية للشركات المستقرة والتي تتميز بتوزيع الجانب الأكبر من أرباحها، حيث تهدف هذه الصناديق إلى توزيع عوائد دورية ومستقرة على حملة وثائقها، وعادة ما تشمل هذه الصناديق على السندات، أذون الخزانة وغيرها من الأوراق المالية التي تمثل مديونية بالإضافة إلى الأسهم الممتازة. هذه الصناديق تتناسب مع المدخرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية نفقات معيشتهم، وكذلك المدخرين الذين يرغبون في تحمل المخاطرة ويركزون على عامل الأمان والاستقرار³.

2- صناديق النمو: يهدف هذا الصندوق إلى تملك حزمة من الأسهم العادية للشركات يتوقع لها ارتفاع في قيمتها السوقية مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للصندوق، أما الشركات التي يتوقع انخفاض قيمتها السوقية لأسباب مختلفة فيتم استبدالها بشركات أخرى، ويتناسب هذا النوع من الصناديق مع المستثمرين

¹ محمد الرشدي ممدوح، "تقييم الإفصاح المحاسبي لصناديق الاستثمار المصرية من منظور المستخدم" مجلة البحوث التجارية المعاصرة، مج 16، ع 1، مصر، ص 10.

² - محمد نضال الشعار، مرجع سبق ذكره، ص 337.

- أشرف محمد دوايه، مرجع سبق ذكره، ص 187.

³ أحمد فاروق محمد الربيعي، "آليات تفعيل البورصة المصرية لتحقيق التنمية الاقتصادية في ظل الأزمة المالية العالمية"، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، قسم التشريعات الاقتصادية والمالي، جامعة طنطا، مصر، 2010، ص 82.

الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع¹. لذا عادة ما تشتمل على أسهم عادية للمنشآت التابعة لصناعات تتسم بدرجة عالية من النمو². وتهدف صناديق النمو إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق³.

3- صناديق الدخل والنمو: تهدف صناديق الدخل والنمو إلى المحافظة على أصولها وتحقيق دخل دوري⁴، فضلاً عن النمو الرأسمالي طويل الأجل ومتوسط الأجل مع أقل قدر من المخاطرة السوقية المتوقعة، عادة ما تتكون هذه الصناديق من تشكيلة من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت والأسهم العادية التي تمثل النسبة الأكبر داخل تشكيلة محفظة الصندوق⁵.

4- صناديق ذات الأهداف المزدوجة: يتكون هذا الصندوق من نوعين من الأسهم هما أسهم الدخل التي تدار عائد وأسهم النمو التي تجلب نمواً رأسمالياً، وقد صمم هذا الصندوق للمستثمرين الذين يهدفون إلى الحصول على عائد من استثماراتهم، وتحقيق نمو مرتفع. وعادة ما تكون القيمة الكلية للأسهم المصدرة من النوعين متساوية، أما حصيلة بيع الأسهم فيختلف استخدامها وفقاً لنوعيتها، فحصيلة بيع أسهم الدخل يتم بها شراء أوراق مالية تدير عائد دورياً مرتفعاً، أما حصيلة بيع أسهم النمو يتم بها شراء أسهم شركات تميل إلى الاحتفاظ بأرباح محتجزة، وتعتبر الصناديق ذات الأهداف المزدوجة من الصناديق المغلقة⁶.

5- صناديق التحوط: تهدف هذه الصناديق إلى تحديد مستوى معين للمخاطر في استثمارات الصندوق، لذلك فهي تحرص على أن تتضمن تشكيلة محفظتها أنواعاً مختلفة من الوسائل الاستثمارية التي يتضاد فيها الأداء، بحيث يقابل النقص في عوائد أحد استثماراتها زيادة في عوائد استثماراتها الأخرى، ومثل هذه الصناديق تدخل ضمن تشكيلتها عقود الخيارات⁷.

¹ - عبد الغفار حنفى، "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 411.

- محمد نضال الشعار، مرجع سبق ذكره، ص 339.

² محمد صالح الخناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 217.

³ منير إبراهيم هندي، "إدارة المنشآت المالية أسواق المال"، مرجع سبق ذكره، ص 305.

⁴ نظير رياض شحات، محمد جاد حسن علي، "تحليل مقارن لأداء صناديق الاستثمار في البنوك العامة التجارية المصرية"، مقالة منشورة في المجلة المصرفية للدراسات التجارية، مج 37، ع 2، 2013، ص 275.

⁵ جلال إبراهيم العبد، "محددات أداء صناديق الاستثمار دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، مصر، العدد 02، سبتمبر 2005، ص 12.

- بنك مصر، مركز البحوث، "تجربة صناديق الاستثمار في مصر في النصف الثاني من التسعينيات: نظرة تقييمية"، مرجع سبق ذكره، ص 15.

⁶ جلال إبراهيم العبد، "محددات أداء صناديق الاستثمار دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية"، مرجع سبق ذكره، ص 12.

⁷ هيئة السوق المالية السعودية، مرجع سبق ذكره، ص 6.

6- صناديق إدارة الضريبة: " تتصف هذه الصناديق بأنها لا تقوم بإجراء أي توزيعات على المستثمرين، بل عادة تعمل على استثمار ما يتولد من عائد في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها، وبالتالي ليس هناك مجال لدفع المستثمر في هذه الصناديق للضريبة طالما أنه لم يحصل على توزيعات نقدية"¹.

خامسا - صناديق الاستثمار حسب معيار العائد: تصنف صناديق الاستثمار حسب هذا المعيار إلى:²

1- الصناديق ذات العائد الدوري: يوزع عائد الاستثمار لهذه الصناديق على حملة الوثائق على فترات دورية قد تكون ربع أو نصف سنوية أو سنوية، كما تنص عليها طريقة التوزيع في نشرة الاكتتاب، وتعد هذه النوعية من الصناديق هي أفضل الأوعية الادخارية بالنسبة لصغار المستثمرين الذين يتعيشون على هذا العائد، فهي تهدف لضمان دخل ثابت بصرف النظر عن نمو رأس المال؛

2- الصناديق ذات العائد التراكمي: تحقق هذه الصناديق عائد تراكمي حيث لا يتم توزيع العائد المتحصل منها على فترات دورية؛

3- الصناديق ذات العائد الدوري التراكمي: يستهدف هذا الصندوق الاستثمار في محفظة أوراق مالية متنوعة من الأسهم والسندات المحلية والأجنبية والأوراق الحكومية، وتدار بمعرفة متخصصين لتعظيم العائد المحقق للمستثمرين تمهيدا لتوزيعها على حملة الوثائق.

سادسا - صناديق الاستثمار حسب معيار الأمان: يمكن تصنيفها حسب هذا المعيار إلى:³

1- صناديق الاستثمار ذات رأس المال المضمون: تصنف هذه الصناديق ضمن صناديق الاحتماء، حيث تستهدف إدارة الصندوق الحماية الكاملة لرأس مال الصندوق من خلال استثمار الجزء الأكبر من أصولها في السندات الحكومية والتي تدار خلال العام عائد ثابتا يمكن إدارة الصندوق من الوفاء بتعهداتها للمستثمرين فيما يتعلق بضمان رؤوس أموالهم، بينما يستثمر النسبة الباقية من أصول الصندوق في أدوات استثمارية أكثر مخاطرة مثل الخيارات؛

¹ جلال إبراهيم العبد، "محددات أداء صناديق الاستثمار دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية"، مرجع سبق ذكره ص 15

² - نظير رياض محمد الشحات، مرجع سبق ذكره، ص 234

- أحمد صلاح عطية، "مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار"، مرجع سبق ذكره، ص 24-25.

³ أنظر: - عطية صقر عبد الحليم، "صناديق الاستثمار"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر 1997، ص 32.

- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص 219.

- محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 96-97.

- 2- صناديق الاستثمار غير المضمونة:** هي التي يكون فيها مستوى المخاطرة بالنسبة للمستثمر عالية جداً وبدون حدود، ويكون المستثمر هنا معرضاً ليس فقط لخسارة العائد بل حتى رأس المال أو جزء منه.
- سابعاً - تصنيفات صناديق الاستثمار الدولية:** يمكن تصنيف صناديق الاستثمار الدولية إلى ما يلي¹:
- 1- صناديق أسواق النقد الأمريكية:** تستثمر هذه الصناديق في الأوراق المالية الأمريكية قصيرة الأجل المسعرة بالدولار الأمريكي، بهدف التقليل من مخاطر انخفاض سعر صرف العملة المحلية مقابل الدولار، وتحقيق مكاسب من ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل العملة المحلية؛
- 2- صناديق أسواق النقد العالمية:** تعتبر هذه الصناديق أكثر عائداً أو أقل مخاطرة، حيث تكون محفظتها من أوراق مالية أجنبية من مختلف دول العالم، ويمكن أن تكون من مناطق اقتصادية لدول معينة؛
- 3- صناديق السندات الدولية:** تستثمر هذه الصناديق في السندات المتوسطة وطويلة الأجل بحيث توفر للمستثمر دخل منتظم من الفوائد مع إمكانية الحصول على أرباح رأسمالية؛
- 4- صناديق حقوق الملكية الدولية:** يكون استثماراتها في أسهم شركات حول العالم أو دول معينة، وتهدف إلى تحقيق نمو في قيمة استثماراتها على المدى الطويل؛
- 5- الصندوق المتوازن:** تتكون تشكيلتها من مزيج من الأوراق المالية، وتتغير نسبة التركيب للمزيج بتغير ظروف السوق، بهدف تعظيم العوائد وتقليل المخاطر.

الفرع الثاني: السياسات الاستثمارية وتكاليف الاستثمار

أولاً - السياسات الاستثمارية: تختلف السياسات الاستثمارية المتبعة في الصندوق من صندوق إلى آخر، وعليه يمكن تصنيفها إلى²:

1- السياسة الاستثمارية المتحفظة أو الدفاعية: تهدف هذه الصناديق إلى البعد عن المخاطر الاستثمارية وذلك خلال التحفظ في معاملاتها، ومحور السياسة المتحفظة يقوم على توفير عاملي الأمان والاستقرار، لذا فهي تبتعد عن الأوراق المالية التي تنطوي على المخاطرة، وتكتفي بالعائد القليل الذي تدره الأوراق المالية

¹ محمد بوجلال، "الأسواق المالية والصناديق الاستثمارية"، مطبوعة غير منشورة كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2001، ص ص 41-42.

² أنظر: - عبد الحليم عطية صقر، "الإطار القانوني لصناديق الاستثمار"، ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل، مركز الشيخ صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، مصر، 1997، ص 22 - فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص ص 158-159.

- أحمد صلاح عطية، "مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار"، مرجع سبق ذكره، ص 27.

- عبد الغفار حنفي، "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 432-433.

المستقرة مثل السندات طويلة الأجل والأسهم الممتازة، وهي الأوراق التي تضمن دخلاً ثابتاً ومنتظماً على المدى الطويل.

2- السياسة الاستثمارية الهجومية: تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق أرباح نتيجة لحدوث تقلبات في أسعار الأوراق المالية، لذا تتكون غالبيتها من أسهم عادية خصوصاً في فترات الانتعاش الاقتصادي والرواج، حيث يتم شراء أسهم عادية بأسعار منخفضة ويتم الاحتفاظ بها لفترة من الزمن وبيعها عندما ترتفع الأسعار مما يخلق أرباحاً رأسمالية، وأن عنصر المخاطرة يعتبر كبيراً بالنسبة للصناديق التي تتبع السياسة الهجومية، حيث قد تحدث ظروف مناوئة تمنع تحقيق أرباح بل وقد يؤدي إلى تحقيق خسائر، لذلك يعتمد نجاح هذه الصناديق على خبرة وحسن توقع مدير الاستثمار في تعامله مع الأوراق المالية غير المستقرة.

3- السياسة المتوازنة: تقوم هذه السياسة المتوازنة على الجمع بين تحقيق الأمان وفي الوقت نفسه تحقيق فرصة جني أرباح رأسمالية عن طريق المضاربة والاستفادة من فروق الأسعار، وتتكون المحفظة عند اتباع هذه السياسة من أسهم عادية وأوراق مالية قصيرة الأجل، ومن أدوات استثمارية طويلة الأجل مثل السندات والأسهم الممتازة، فإن ما ارتفعت الأسعار يمكن بيع الأسهم والأوراق المالية الأخرى قصيرة الأجل لتحقيق أرباحاً رأسمالية.

ثانياً - تكاليف الاستثمار: يتحمل المستثمر في الصناديق عدة تكاليف تتمثل فيما يلي:

1- رسوم شراء الأسهم (رسوم الاشتراك، رسوم الإصدار): يقصد بها "تلك العمولة التي يدفعها المستثمر عند شراء الوحدات الاستثمارية من الصندوق، وهذه العمولة يتم خصمها من المبلغ المستثمر، وبعض الصناديق يتم الاشتراك فيها دون دفع أية رسوم"¹؛

2- رسوم أو أتعاب الإدارة: ويقصد بأتعاب الإدارة "الرسوم السنوية التي يدفعها المستثمر مقابل إدارة صندوق الاستثماري، والتي تتمثل في الخدمات التي يقدمها القائمون على تحليل الأوراق المالية، أو تلك التي تقدمها إدارة الصندوق"²؛

3- رسوم استرداد قيمة الأسهم: هي تلك "الرسوم التي يتحملها المستثمر عندما يتقدم للصندوق ذات النهاية المفتوحة طالباً استرداد قيمة السهم، ولا توجد نسبة محددة لتلك الرسوم"³؛

¹ منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 364-365. (بتصرف)

² منير إبراهيم هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، مرجع سبق ذكره، ص 53.

³ منير إبراهيم هندي، "إدارة المنشآت المالية أسواق المال"، مرجع سبق ذكره، ص 346.

- 4- رسوم المعاملات: "يقصد برسوم المعاملات العمولات التي يدفعها صندوق الاستثمار للوسطاء عند شراء أو بيع الأوراق المالية من محفظة الصندوق، وتزداد هذه الرسوم كلما ازداد معدل دوران المحفظة، أي كلما ازداد عدد مرات بيع وشراء الأوراق المالية خلال السنة"¹؛
- 5- المصارف الإدارية: "يقصد بها الأجور المدفوعة للعاملين في الصندوق، الإيجارات، والمصارف القانونية والمحاسبية... الخ"².

المطلب الثالث: مزايا ومخاطر صناديق الاستثمار

نجد لصناديق الاستثمار مزايا متعددة سواء كانت للاقتصاد، الأفراد أو البنوك، إلا أنها لا تخلو من المخاطر.

الفرع الأول: مزايا صناديق الاستثمار: هناك العديد من المزايا لإنشاء صناديق الاستثمار سواء للاقتصاد أو البنوك أو حتى الأفراد نذكر منها ما يلي:

أولاً: مزايا صناديق الاستثمار بالنسبة للاقتصاد
تتمثل المزايا التي توفر لدعم الاقتصاد فيما يلي³:

- تمثل صناديق الاستثمار إحدى قنوات تحويل مدخرات الأفراد
- تمثل صناديق الاستثمار إحدى قنوات تحويل مدخرات الأفراد من أموال معطلة في الاقتصاد إلى أموال نشطة، تساهم في رفع مستوى الاستثمارات المتاحة في الاقتصاد؛
- نظراً لتمتع مديري الصناديق بخبرات مالية واقتصادية تدعمها الممارسات العلمية والدراية الواسعة بمتغيرات السوق فإن إحدى أهم المزايا تكمن في مساعدة المستثمرين على ترشيد قراراتهم الاستثمارية مما سيرفع كفاءة الاستثمارات الوطنية؛
- تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة السوق والمساهمة في المحافظة على توازن السوق وزيادة كفاءته من خلال التصرف الرشيد لإدارة الصندوق في دراسة وتحليل المعلومات المجمعة عن حركة السوق، وكذلك جذب صغار المستثمرين إليها، هذا بالإضافة إلى أنها توفر الحماية لكل من الأسواق وصغار المستثمرين
- تدعيم التقييم السليم للأوراق المالية وتحسين شروط البيع لصالح الاقتصاد⁴

¹ محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 248.

² عصران جلال عصران، "تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية -مدخل مقارنة"، مرجع سبق ذكره، ص 155.

³ قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص 223

⁴ منذر عبد الكريم مرهج، رامي محمد محمد، مرجع سبق ذكره، ص 168.

الفصل الثالث: صناديق الاستثمار في السوق المالية

ثانيا: مزايا صناديق الاستثمار بالنسبة للمستثمرين الأفراد: تتجلى المزايا للمستثمرين الافراد من جراء الاستثمار في صناديق الاستثمار في:

- العائد الذي يحصلون عليه يتشكل من العائد الموزع على الأسهم والسندات لمحفظة الأوراق المالية، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي تتمثل في الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية لها¹؛
- تحقيق مرونة الانتقال بين الأدوات المالية من صندوق لآخر وفقا لما يتوافق مع أوضاع المستثمر طبقا لحالات السوق أو طبقا لرغبته في تغيير نوع الصندوق والعائد المتوقع منه²؛
- الحد من المخاطرة وذلك بسبب قيام الصندوق بتنوع ما لديها من محافظ وتوزيعها على عدة نشاطات وأوراق مالية وغيرها للتقليل من المخاطر، تجد بعض الصناديق تحتوي على أوراق مالية لعدة شركات داخل وخارج البلاد، بينما المستثمر الواحد لا يمكن أن يقوم بذلك لوحده، كما أن التقليل من المخاطرة يتيح لسعر الوحدة في الصندوق استقرار أكبر من أسعار المحافظ التي يقوم بإنشائها المستثمر بنفسه
- تكلفة التداول المنخفضة: المستثمر حينما يكون في محفظة بمفرده يتحمل تكلفة تداول عالية، بينما يتيح حجم الصندوق الكبير التقليل هذه التكلفة في التداول؛
- الشفافية: هذه الصناديق تشرف عليها جهات رسمية تطالبها بالشفافية القصوى بالافصاح عن قوائهما، مما يساعد المستثمر على الاطلاع على استثماراته وعوائده من تلك الاستثمارات
- المرونة وارتفاع معدل السيولة: في معظم الأحيان يكون صندوق الاستثمار جزء من مجموعة تضم صناديق مختلفة الأغراض تديرها إدارة واحدة، ويحق للمستثمر أن يحول استثماراته في صناديق الاستثمار المفتوحة من صندوق إلى آخر، مقابل رسوم ضئيلة أو بدون تكلفة على الإطلاق³، وهذه المرونة تقدم خدمة متميزة للمستثمرين الذين تتغير أهدافهم الاستثمارية. ويمكن للمستثمر في الصناديق المفتوحة استرداد قيمة حصته إذا أراد ذلك كليا أو جزئيا وفي أي وقت شاء بتكلفة قليلة أو حتى بدون تكلفة، كما يمكنه أيضا الإبقاء على رأس ماله وسحب العائد فقط أو إعادة استثمار ذلك العائد، فالصناديق توفر للمستثمرين سيولة عالية بتكاليف متدنية لا يمكن الحصول عليها من خلال الاستثمار المباشر⁴؛

¹حسن محمد الفطافطة، مرجع سبق ذكره، ص33.

²مصطفى على أحمد، "صناديق الاستثمار في مصر"، ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل، جامعة الأزهر، القاهرة، مصر، 1997، ص 112.

³أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 76.

⁴محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص 202.

الفصل الثالث: صناديق الاستثمار في السوق المالية

ثالثاً: مزايا صناديق الاستثمار بالنسبة للبنوك: تكمن المزايا التي تعطيها صناديق الاستثمار للبنوك فيما يلي:

- تدوير محافظ الأوراق المالية بهدف تحقيق ربحية عالية للبنك الذي يؤسسها، وكذلك زيادة فعالية محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها البنك¹، حيث إن تحريك المحفظة سيؤدي إلى بيع أسهم وشراء غيرها، فهناك فرصة عالية وكبيرة لتحقيق ربحية من جراء بيع جزء من محفظة الصندوق²؛
- توظيف فائض السيولة لدى البنوك في الصناديق مما يخلص البنوك مما تعانيه من السيولة الزائدة³؛
- تحقيق موارد إضافية للبنك خارج الميزانية: حيث تحصل البنوك على أتعاب وعمولات من خلال إدارتها لصناديق الاستثمار مثل عمولات الاكتتاب والاسترداد ورسوم حفظ الأوراق المالية، كذلك تحصل البنوك على إيرادات إدارية وعوائد رأس المال التأسيس، كما تحقق البنوك أرباحاً من خلال شركات الإدارة التي تنشؤها بغرض إدارة صناديق الاستثمار

- الفرع الثاني: مخاطر صناديق الاستثمار:** من أبرز المخاطر التي يتحملها الصندوق الاستثماري ما يلي:
- **مخاطر ارتفاع التكاليف:** بعض صناديق الاستثمار تتحمل تكاليف مرتفعة، يصعب عليها تحقيق عوائد تناسب وحجم التكاليف، الأمر الذي يجعلها أداة استثمارية غير ملائمة لأولئك الذين يخططون لاستثمار أموالهم لفترة قصيرة⁴؛
 - **مخاطر السيولة:** وترتبط أساساً بصناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، وهي ضرورة توفر مستوى ملائم من السيولة على الدوام، مما يمكن الصندوق من دفع قيمة استرداد أسهمها في أي لحظة يطلب المستثمر ذلك. ومن المعلوم أن كلما ارتفع مستوى السيولة ارتفعت تكلفة الفرصة الضائعة، أي كلما زاد العائد الذي كان يمكن تحقيقه لو أن تلك الأموال السائلة قد أعيد استثمارها، وبالتالي يتحمل المستثمر في النهاية عبء تلك التكاليف⁵؛

¹ منذر عبد الكريم مرهج، رامي محمد محمد، مرجع سبق ذكره، ص 169.

² منى قاسم، "صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين"، مرجع سبق ذكره، ص 47.

³ معز الدين فكري التهامي، "تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر - مدخل محاسبي كمي"، ندون صناديق الاستثمار في مصر بين الواقع والمستقبل، جامعة الأزهر، القاهرة، مصر، 1997، ص 12.

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

⁵ نفس المرجع السابق، ص 46.

- **مخاطر سعر الفائدة:** حيث يؤدي احتمال انخفاض قيمة أدوات الدين الثابت مثل السندات وارتفاع سعر الفائدة إلى التأثير بدورها على قدرة الشركات على النمو وزيادة الأرباح، الأمر الذي ينعكس سلباً على العائد الذي يحصل عليه المستثمر في صناديق الاستثمار والتي تستثمر أموالها في هذه الشركات¹؛
- **مخاطر السوق المالية:** يواجه المستثمر في صناديق الاستثمار المخاطر الناجمة عن احتمال انخفاض قيم الأصول المالية في السوق المالية التي يستثمر فيها الصندوق أمواله، وتزداد احتمالات حدوث هذه المخاطر في حالة تركيز التعامل على أسواق مالية غير مستقرة وعدم توافر سيولة كافية في السوق²؛
- **مخاطر التنوع في استثمارات الصندوق:** "يقصد به التنوع غير المناسب وغير الضروري، حيث أنه لا يؤدي إلى الإسهام في تحقيق عائد أكبر مما يؤدي إلى ارتفاع التكاليف وانخفاض العائد"³؛
- **مخاطر حجم الصندوق:** "يمكن أن يؤدي الحجم غير المناسب للصندوق إلى زيادة التكاليف ومن ثم انخفاض الكفاءة من أداء الصندوق لعمله، ويمكن أن ترتفع التكاليف عندما يزيد حجم الصندوق عن حد معين والذي ينخفض فيه متوسط التكاليف، بحيث يصعب إدارة الصندوق مع الحجم الكبير الذي يتعدى الحجم المعين (الحجم الأمثل)، وترتفع بذلك تكاليف إدارته أو يقل عائده"⁴.

¹ منى محمد الحسيني عمار، "دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير الأسواق المالية"، مجلة الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، المجلد الخامس، العدد 13، أمريكا، 2014، ص 96.

² أحمد صلاح عطية، "مشكلات المراجعة الخارجية لصناديق الاستثمار: دراسة استطلاعية على عينة من مراقبي الحسابات في القاهرة"، مجلة الإدارة العامة، الرياض، المملكة العربية السعودية، المجلد التاسع والثلاثون، العدد الأول، أبريل 1999، ص 776.

³ فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص 160 (بتصرف).

⁴ نفس المرجع، ص 160-161.

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية

تعد صناديق الاستثمار الإسلامية حديثة التداول، إذا ما تم مقارنتها بصناديق الاستثمار التقليدية، حيث يلتزم فيه المدير بضوابط شرعية في معاملاته التي يقوم بها. ولا يقتصر تسويق صناديق الاستثمار الإسلامية وإدارتها على البنوك الإسلامية بل يمكن أن تدار من طرف بنوك تقليدية.

المطلب الأول: مفهوم صناديق الاستثمار الإسلامية

تستثمر صناديق الاستثمار الإسلامية أموالها في أدوات مالية غير ربوية، بشرط أن تكون غير منافية لأحكام وقواعد الشريعة الإسلامية.

الفرع الأول: تعريف وخصائص صناديق الاستثمار الإسلامية

أولاً- تعريف صناديق الاستثمار الإسلامية: نجد ان هناك العديد من التعاريف الخاصة بصناديق الاستثمار الإسلامية إلا أنها يلاحظ أنها تنطوي في مضمون واحد وهو تجنب التعامل في الربا.

التعريف الأول: "هو ذلك الصندوق الذي يلتزم المدير فيه بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والخصوم والعمليات فيه"¹؛

التعريف الثاني: "هي الصناديق التي تستثمر أموالها في أدوات مالية شرعية ولا تتعامل بالربا، حيث تهدف إلى تجميع أموال المدخرين بغرض استثمارها في الوجه والمجالات التي تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية للحصول على ربح حلال، ومن ثم فهي تعتمد على المضاربة في الأسهم المتخصصة في العقارات والمتاجرة في المعادن والصفقات التجارية بشرط أن تكون غير ربوية ومتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية"²؛ وعليه يمكن القول أن صناديق الاستثمار الإسلامية هي التي تقوم باستثمارات مختلفة ومتعددة بشرط توافق هذه التعاملات مع أحكام الشريعة الإسلامية.

ثانياً- مبادئ صناديق الاستثمار الإسلامية: تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بالمبادئ التالية³:

- لها شخصية معنوية مستقلة عن أصحاب الوحدات الاستثمارية وعن الجهة المنوطة بإدارتها، وتأسيساً على ذلك فهي مؤسسة لها صفة قانونية وشكل تنظيمي وإطار مالي ومحاسبي مستقل، وهذه السمة جائزة شرعاً؛

¹ صفية أحمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص 835.

² منى قاسم، "صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين"، مرجع سبق ذكره، ص 50.

³ حسين حسين شحاته، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005، ص ص 12-13.

الفصل الثالث: صناديق الاستثمار في السوق المالية

- أن يتقيد بشروط صحة البيع فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من الديون أو النقود (لعدم جواز بيع الدين للغير من هو عليه الحسم)
- تقوم على فكرة المضاربة الجماعية من قبل أصحاب الأموال (حملة الوحدات الاستثمارية)، حيث تقوم الصناديق بتجميع الأموال من أكثر من فرد أو جهة، والجميع يمثلون من منظور عقد المضاربة (رب المال)، ويمثل الصندوق كشخصية معنوية رب العمل، وهذه السمة تخضع لفقه عقد المضاربة؛
- يلتزم الصندوق في معاملاته وتصرفاته بأحكام ومبادئ الشريعة الإسلامية، وكذلك بالفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن مجامع الفقه وهيئات الفتوى والمسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق، وهذا يوجب الرقابة الشرعية الفعالة؛
- يلتزم الصندوق بالقوانين والقرارات والتنظيمات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق مادامت لا تخالف أحكام مبادئ الشريعة الإسلامية، وإن وجد تعارض يجب إزالته في إطار مبدأ التوافقية؛
- يتولى إدارة الصندوق جهة متخصصة يحكم علاقتها بالصندوق عقد الوكالة أو عقد العمل أو أي عقد مستحدث والتي تعمل في إطار الأهداف، السياسات، الخطط الاستراتيجية، المرجعية الشرعية والقانونية والاستثمارية؛
- توظيف الأموال طبقاً لمجموعة من الضوابط والمعايير الإسلامية في مجال الاستثمار المباشر وغير المباشر، وذلك طبقاً لصيغ الاستثمار الإسلامية ومنها المساهمات في أوراق مالية، المضاربة، المشاركة، المراجعة، السلم، الاستصناع والإجارة، وهذا يوجب الالتزام بالمعايير الشرعية الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية؛
- يحق للمشاركين في الصندوق استرداد قيمة مساهمتهم وفق ضوابط وشروط معينة بما يناسب صغار المستثمرين، ويستلزم ذلك إعادة تقويم الوحدات الاستثمارية على فترات دورية حتى يسهل للمشاركين من استرداد قيمة مساهمتهم، وهذا ما يوجب الالتزام بمعايير المحاسبة الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة المالية الإسلامية؛
- توزيع العوائد بين الأطراف المعنية وفقاً لضوابط عقود المضاربة والوكالة والسمسرة وذلك طبقاً للمعايير الشرعية والمحاسبية الصادرة في هذا الشأن من هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية.

الفرع الثاني: الفرق بين صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية: يمكن التفرقة بين صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار التقليدية فيما يلي¹:

أولاً - مجالات الاستثمار: تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بأن مجالات الاستثمار التي توجه إليها مدخرات المساهمين هي مجالات لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، فلا يمكن أن يكون من بين مجالات الاستثمار فيها كمصانع الخمور، والمصارف الربوية وأنشطة تبييض الأموال، إلا أن هذا لا يعنى بالضرورة محدودية مجالات صناديق الاستثمار لأن مجالات الاستثمار المباحة كثيرة، ومتعددة ومتنوعة؛

ثانياً - صيغ التمويل "الأدوات الاستثمارية": تتميز صناديق الاستثمار الإسلامية بأن أدواتها الاستثمارية تتفق أيضاً مع أحكام الشريعة الإسلامية، فلا يمكن لهذه الصناديق أن تستثمر مدخرات المساهمين فيها من خلال الفوائد الربوية، وإنما من خلال صيغ التمويل الإسلامية المختلفة كالمراجحة للأمر بالشراء، والإجارة المنتهية بالتملك وعقود الاستصناع، وشركة المضاربة، أو الشركة المتناقصة المنتهية بالتملك إلى غير ذلك من صيغ التمويل الإسلامية؛

ثالثاً - وجود هيئات للإفتاء والرقابة الشرعية على هذه الصناديق: تشرف هيئات الفتوى والرقابة الشرعية على هذه الأنشطة الاستثمارية، وتتأكد من موافقتها للأحكام الشرعية الإسلامية، ولا يقتصر دور هذه الهيئات على مجرد الإفتاء في المسائل والمعاملات المالية والأنشطة الاستثمارية، بل يتعدى ذلك إلى مراقبة هذه الأنشطة والتأكد من عدم مخالفتها لأحكام الشريعة الإسلامية، كما تقوم هذه الهيئات بتصحيح المخالفات إن وجدت، وتقوم أيضاً بإنتاج وتصميم العقود المتوافقة وأحكام الشريعة.

¹ عبد المجيد الصالحين، "صناديق الاستثمار الإسلامية، مفهوماً، خصائصها وأحكامها"، ورقة بحثية مقدمة في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 6-8 مارس 2007، ص4.

المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية

تنقسم صناديق الاستثمار الإسلامية إلى عدة تصنيفات وأيضاً على حسب نوع النشاط الذي يستثمر فيه.

الفرع الأول: صناديق الاستثمار بحسب المكونات: تنقسم حسب هذا النوع إلى:

أولاً - صناديق الأسهم الإسلامية: تمثل صناديق الأسهم أهم صناديق الاستثمار الإسلامية، ويجمع فيها الجزء الأكبر من الأموال المستثمرة في الصناديق الإسلامية، وقد ظهرت صناديق الاستثمار الإسلامية بالأسهم استجابة لرغبات المسلمين الذين يحرصون على المباح من الدخل، فهي إذا صناديق التي تقوم باستثمار الأموال في شكل شركة مساهمة مشتركة التي يكون نشاطها مباحاً¹، حيث يتم تحصيل الأرباح أصلاً من الأرباح المحققة من بيع وشراء الأسهم، كما تحصل على الربح أيضاً من عوائد الأسهم المستثمر فيها².

وعليه فإن عمل صناديق الاستثمار الإسلامية تقوم على المبادئ التالية:

- اختيار الشركات التي يكون أساس نشاطها مباحاً فلا يستثمر الصندوق في البنوك الربوية أو الشركات التي تمارس نشاطها في إنتاج المواد المحرمة³؛

- أن يحسب المدير ما دخل على الشركات التي تكون أسهمها في الصندوق من إيرادات محرمة مثل الفوائد المصرفية، ثم يقوم باستبعادها من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق⁴؛

- أن يتقيد مدير الصندوق بشروط صحة البيع فلا يشتري أسهم شركة تكون أصولها من الديون أو النقود⁵؛

- أن لا يمارس المدير في الصندوق عمليات غير جائزة مثل البيع القصير للأسهم أو أن يشتري الخيارات المالية أو الأسهم الممتازة وما إلى ذلك⁶.

ثانياً - صناديق المتوازنة: "هي صناديق الاستثمار التي تكون أصولها خليطاً من أسهم وسندات (صكوك) وأدوات مالية مختلفة، بنسب مدروسة بحسب أهداف الصندوق، ويشترط في صناديق الاستثمار المتوازنة أن تكون متوافقة مع الشريعة الإسلامية، مثلها مثل باقي صناديق الاستثمار الإسلامية"⁷.

¹ هشام جبر، مرجع سبق ذكره، ص 19.

² صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص 817.

³ صفية أحمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص 844.

⁴ وليد هوميل عوجان، مرجع سبق ذكره، ص 36.

⁵ نزيه عبد المقصود مبروك، مرجع سبق ذكره، ص 108.

⁶ صفية أحمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص 845.

⁷ نفس المرجع السابق، ص 163.

رابعاً: صناديق السلع: هذا النوع من الصناديق يكون نشاطه الأساسي شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالأجل، ونظراً إلى خصوصية عمل الصندوق وضرورة أن تكون المخاطرة فيه قابلة للقياس بدقة وتوجيه أموال الصندوق بطريقة تحقق أكبر قدر من السيولة، اتجهت هذه الصناديق بصفة أساسية إلى أسواق السلع الدولية¹. ولصناديق الاستثمار الإسلامية في السلع ضوابط منها أن تقتصر على السلع المباحة، والتي يجوز شراءها بالنقد وبيعها بالأجل، وتعمل صناديق السلع وفق الصيغ التالية:

1- صناديق المراجعة: "تقوم صناديق المراجعة على التمويل بالأجل بطريق المراجعة وبخاصة في أسواق السلع الدولية، فيقوم الصندوق بشراء كمية من سلعة ما نقداً، ثم يبيعها إلى طرف ثالث (غير من اشتراها منه) بالأجل، ويكون الأجل قصيراً في الغالب يتراوح بين شهر وستة أشهر²، ويستفيد من عمليات التمويل الشركات المتعاملة في أسواق السلع لتمويل المخزون ومصافي البترول لتمويل حصولها على الخام وشركات المواد الأولية كالسكر ونحوه، وأن أصول هذه الصناديق هي ديون تتعلق بذمة العملاء الذين اشتروا هذه السلع ويتحدد مقدار المخاطرة بالتصنيف الائتماني للمدين، ولذلك يمكن لمدير الصندوق التحكم بمقدار المخاطرة بحيث تكون عند المستوي الذي يرغب المستثمرين، وتسمى هذه الصناديق بصناديق السلع، حيث تقدم هذه الصناديق التمويل إلى الشركات والمؤسسات الكبرى ذات التصنيف الائتماني الجيد"³؛

2- صناديق التأجير: "هي صناديق تقوم باستخدام الأموال المكتتة في شراء الأصول المولدة وتأجيرها لمدة طويلة للعملاء ذوي الملاءة، بحيث تولد دخلاً مستقراً على الاستثمار وتبقى ملكية هذه الأصول للصندوق ويتم تحصيل الإيجارات من المستأجرين أو المستخدمين للأصول، وهذه الإيجارات تعد هي مصدر الدخل للصندوق وتوزع بالنسب على المكتتبين، ويحصل كل مكتتب على شهادة تضمن وتحدد نسبة ملكيته في الصندوق وتسمى هذه الشهادات بالصكوك، وهذه الصكوك تكون قابلة للتداول ويمكن بيعها أو شرائها بالسوق الثانوية، ومن يشتري هذه الصكوك يحل محل البائعين في احتفاظه بنسبة الملكية للأصول، وتكون عليه كل الالتزامات وله كل الحقوق التي كانت لمالكها الأول، وتحدد أسعار هذه الصكوك على أساس العرض والطلب في السوق، ويعتمد عمل صناديق التأجير على امتلاك الصندوق للأصول المؤجرة مثل المعدات والسيارات والطائرات وأحياناً العقار، وتولد الدخل من الإيرادات الإيجارية"⁴. وتنقسم عقود الإيجار إلى نوعين:

¹ منى محمد الحسيني عمار، مرجع سبق ذكره، ص 98.

² صفية أحمد أبو بكر، مرجع سبق ذكره، ص 850.

³ خالد بن علي ثويني الثنيان، مرجع سبق ذكره، ص 165.

⁴ صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص 818.

- تأجير مباشر وهو صيغة التمويل المعروفة حيث يقدم البنك الأموال لشراء أصل من الأصول ثم تأجيرها بأقساط ايجارية شهرية أو دورية، بحيث يسترد رأس ماله والربح المتفق عليه، ويبقى الأصل ملكاً للبنك حتى نهاية العقد؛
- تأجير غير مباشر مثال ذلك أن تكون عمليات التأجير جزءاً من عمل صندوق استثماري أو تكون وحدات نمطية قابلة للتداول في أسواق منظمة.

ومن أهم الضوابط التي يجب أن تتوفر في عملية التأجير التي يقوم بها الصندوق ما يلي:¹

- أن يكون الصندوق مالكا للأصول المؤجرة المولدة للدخل طوال مدة حصول ذلك الدخل، ولا يكفي أن تكون رهناً لتوثيق التدفقات النقدية من تلك الأصول، وأن تكون تلك الأصول مما يمكن بقاءه وتوليده للمنافع طول مدة العقد؛
- أن تصاغ العقود بحيث تحدد بوضوح عليها أن التأجير يبيع لمنفعة الأصل المؤجر، بحيث لو توقف الأصل عن توليد المنافع المعقود عليها انفسخ العقد؛
- لا مانع من بيع المؤجر الأصل إلى المستأجر أو إلى طرف ثالث، ولا مانع أيضاً أن يتضمن العقد وعداً بالبيع يقدمه المالك إلى المستأجر، دون أن يكون المستأجر ملزماً بالشراء فإذا حل الأجل فله الخيار؛
- يجوز تداول وحدات صندوق التأجير لأنها تمثل حصة ملكية شائعة في تلك الأصول.

3- صناديق السلم: السلم بيع يؤجل فيه قبض البيع ويعجل فيه قبض الثمن، وهو من البيوع الجائزة، ومن شروطه أن يكون في سلعة قابلة لأن تكون موصوفة في الذمة، وأن يدفع الثمن كاملاً عند التعاقد، وتحديد أجل ومكان التسليم. ويمكن توليد الربح من بيع السلم في الصناديق الاستثمارية عن طريق الدخول في عقد سلم محله بضاعة موصوفة في الذمة كالقمح أو الشعير... الخ تسلم إلى الصندوق بعد 90 يوم مثلاً، ولكن الصندوق لا يرغب حتماً في تسلم السلعة، كما لا يجوز له بيع بضاعة السلم قبل القبض لأنها دين، ولا يجوز بيعه لغير المدين بشروطه. ولذلك فإن الصندوق يدخل في عقد سلم موازي أي أنه يبيع سلعة مماثلة بنفس الشروط وتاريخ التسليم مع اختلاف المدة، أي أن السلم الأول مدته 90 يوماً والثاني 30 يوماً ويحقق الربح من فرق السعر نتيجة لتغيرات الأسواق.²

¹ خالد بن علي ثويني الثنيان، مرجع سبق ذكره، ص 168

² غادة ابراهيم نور الدين عبد الحليم شرف هاشم، " دور صناديق الاستثمار في توجيه الاستثمارات في سوق الأوراق المالية في مصر في ظل آليات السوق -دراسة مقارنة"، رسالة دكتوراه في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2007، ص 24.

4- صناديق الاستصناع: يعتبر عقد الاستصناع* من الصيغ الهامة التي تطبقها صناديق الاستثمار على نطاق واسع لما له من دور كبير في المساهمة في حل مشكلات المجتمع، وما يتميز به من خصائص عديدة غير متوافرة في العديد من العقود. وفي الاستصناع يلتزم البائع بتقديم المبيع بأوصاف معينة، ويظهر من هذا الالتزام أن المبيع في الاستصناع يكون في ذمة البائع ونتيجة لهذا الالتزام في الذمة، فإن المبيع يجب أن يكون محدد المواصفات والمبيع المصنوع بمواد من الصانع مثل المواد الأولية التي يُصنع منها المبيع، وكل ما يحتاجه الصانع من مواد أساسية أو كمالية يجب أن يقدمها البائع للصانع من عنده، بأن تكون مملوكة لديه أو يشتريها من ماله من جهات أخرى. ومن الطبيعي أن يحسب الصانع في ثمن المبيع تكلفة مواد الصنع المستخدمة بالإضافة إلى جهده وعمله، ويدفع الثمن حسب الاتفاق عند التعاقد أو بعد التسليم أو في أجل محدد، فالثمن لا يجب تعجيله في الاستصناع.

5- رأس المال "المأمون": تقوم فكرة صندوق المأمون على الاستجابة لرغبات كثير من المستثمرين الذين يحبون الجمع بين الأرباح العالية والمخاطر المتدنية، فمن المعلوم أن الأرباح العالية تتطلب تحمل مخاطر عالية لأن الربح في النهاية هو مكافأة عن الخطر¹.

الفرع الثاني: صناديق الاستثمار الإسلامية بحسب إمكانية تداول وثائقها: يمكن تقسيمها حسب هذا المعيار إلى:

أولاً: صناديق الاستثمار المغلقة: "هي التي يتحدد فيها عند تأسيسها مدتها وغرضها وحجم رأسمالها، بحيث يبقى ثابتاً دون زيادة أو نقصان، ويتم تقسيمه إلى صكوك مضاربة (وحدات) متساوية القيمة وتطرح لجمهور المستثمرين فيه، ويقفل الاشتراك بنفاذ هذه الصكوك"².

ولا تتعهد إدارة الصندوق بإعادة شراء هذه الصكوك إذا ما رغب أحد مالكيها الانسحاب من المشاركة، وإنما يقوم عادة بتكوين سوق ثانوية لتداول هذه الصكوك بين العملاء، وبالتالي يتحقق للمشاركين فرص الدخول والخروج من الصندوق بالقدر الذي تحكمه ظروف العرض والطلب على هذه الصكوك، وقد يتخصص نشاط هذه الصناديق في الاستثمار في قطاع معين، أو في دولة معينة، أو منطقة أو إقليم محدد بحسب الغرض الذي تم تأسيسه من أجله وبذلك، فإن العمر الزمني لهذه الصناديق يختلف باختلاف تحقيقه

* **الاستصناع:** هو عقد يشتري به شيء، أي أنه أحد أنواع البيع، وبالتالي يجب أن يتوافر فيه الإيجاب والقبول وجميع شروط الانعقاد المطلوبة في عقود البيع، ويشترط في المبيع أن يكون مما يصنع، فلا يجري الاستصناع في المنتجات الطبيعية التي لا تدخلها الصنعة، مثل الحبوب والبقول والثمار وغيرها.

¹ وليد هومل عوجان، مرجع سبق ذكره، ص 41.

² أحمد بن حسن أحمد الحسني، مرجع سبق ذكره، ص 25.

الفصل الثالث: صناديق الاستثمار في السوق المالية

لهدفه الاستثماري، فمن هذه الصناديق ما يكون قصير الأجل ومنها ما يكون متوسط أو طويل الأجل. يتم توزيع الأرباح والتصفية في هذه الصناديق حسب الشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار¹.

ثانياً: **صناديق الاستثمار المفتوحة:** "هي التي لا تحدد لها مدة زمنية معينة، ولا يحدد فيها مقدار رأس المال، وإنما يتم تحديد سعر صكوكها من قبل إدارة الصندوق المصدرة لها عند بدء الاشتراك فيها²، وتظل الفرصة متاحة للجمهور ومفتوحة للحصول على صكوك جديدة، كما تتعهد إدارة الصندوق بإعادة شراء هذه الصكوك إذا رغب أحد مالكيها في التخلص منها جزئياً أو كلياً وفقاً لإجراءات تحددها نشرة الإصدار، وتتحدد قيمة الصكوك حينئذ بقسمة إجمالي موجودات الصندوق على عدد الصكوك التي تم إصدارها، ويتم ذلك خلال فترات زمنية تعلن خلالها إدارة الصندوق قيمة هذه الصكوك التي تعكس حجم الأرباح التي يحققها الصندوق، حيث يتم إضافة الأرباح المحققة إلى قيمة الصكوك ليعاد استثمارها من جديد إلى أن يتم تصفيتها، وتوزيع أرباحها حسب الشروط المنصوص عليها في نشرة الإصدار"³.

¹ صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص 820.

² أحمد بن حسن أحمد الحسني، مرجع سبق ذكره، ص 25.

³ صفوت عبد السلام عوض الله، مرجع سبق ذكره، ص 821.

المبحث الثالث: مكونات محفظة أصول صناديق الاستثمار

تشكل المحفظة الاستثمارية من توليفة من الأوراق المالية، تدار من خلال هيئة لها خبرة ودراية في إدارة وتكوين المحافظ الاستثمارية، حيث تتباين وتختلف أهدافها من حيث القيمة ومعدل العائد المطلوب من المستثمرين.

المطلب الأول: ماهية المحفظة الاستثمارية

الفرع الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية

أولاً- نشأة المحفظة الاستثمارية

يعود تاريخياً ظهور المحفظة إلى بداية عقد الخمسينيات تحديداً عام 1952 عندما قام المحلل الأمريكي ماركوتز بوضع الأسس لنظرية المحفظة، وقد قدم أول فكرة عن المحفظة ونشر بحث سمي اختيار المحفظة، وبين كيف يتم بناء المحفظة الاستثمارية المثلى، ثم جاء من بعده عدد من الباحثين أمثال شارب ولنتز، حيث وضع عام 1966 نموذج عرف بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية وأصبح معيار لقياس كفاءة المحفظة الاستثمارية، ثم بعد ذلك طور روس عام 1976 النموذج السابق إلى نموذج آخر سمي بنموذج الأسعار المرجحة التي تقوم على أساس اختيار البدائل بين الأوراق المالية بالمضاربة بين العائد والمخاطر. وتوالت الإضافات لنظرية المحفظة خاصة مع التطورات الاقتصادية وارتفاع الفوائض المالية لدى الشركات والبنوك وصناديق التوفير، ثم توسع استخدام نظرية المحفظة ليشمل البنوك التي تتراكم لديها المدخرات، وتقوم باستثمارها في مختلف الأدوات المتاحة في السوق المالي ومع تطور دور البنوك في الاستثمار تم تأسيس صناديق الأموال في بداية الستينيات من القرن العشرين لتتخصص في الاستثمارات المالية، وقد أفلست البعض منها بسبب سوء إدارتها في حين نجح القسم الآخر الذي اعتمد على الأساليب العلمية السليمة في إدارة المحفظة وعلى إثر ذلك تكونت شركات الاستثمارات المالية التي تدير الأموال من خلال صناديق أو محافظ بهدف استغلال الأموال أفضل استغلال¹.

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 14.

ثانيا- تعريف المحفظة الاستثمارية

التعريف الأول "هي تشكيلة من الأوراق المالية يتم اختيارها بعناية ودقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك نجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك...) تتباين وتختلف من حيث القيمة ومعدل العائد المتولد عنها ومدة استحقاقها"¹.

التعريف الثاني : هي كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكها هو تنمية القيمة السوقية أو المحافظة على القيم الاجمالية للثروة².

وعليه يمكن القول أن المحفظة الاستثمارية هي مجموعة من الأوراق المالية يتم اختيارها بعناية من أجل تحقيق أهداف المستثمرين وذلك من تعظيم العائد وتخفيض المخاطرة.

ثالثا- أهداف المحفظة الاستثمارية: تكمن أهداف المحفظة الاستثمارية فيما يلي:

- المحافظة على رأس المال الأصلي: يعتبر من أهم الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها صاحب المحفظة، إلا أن الاستعداد لتحمل مخاطر يجب أن يتعد عن رأسمال الأصلي، فالمخاطرة يجب أن ترتبط بنسبة معينة من العائد بحيث يتطلب أن يكون توازن بين العائد والمخاطرة من أجل المحافظة على رأس مال المستثمر في المحفظة³؛

- قابلية تحويل أصول المحفظة إلى سيولة: وذلك من خلال الاستثمار في أدوات لها قابلية للتحويل إلى نقد بدون خسارة لمواجهة احتمالات العسر المالي والتعثر لدى شركات الاستثمار.

- تحقيق أكبر عائد ممكن مع أقل المخاطر المتوقعة: من خلال تنويع مكونات محفظة الأوراق المالية، ولذلك تعمل الإدارة الفعالة على تحقيق هذا الهدف من خلال التكوين الكفء لمحتويات المحفظة⁴؛

- تحقيق الدخل بشكل مستمر ومستقر يتيح فرصة الاستهلاك أو إعادة استثمار المتحقق من العائد لتوسيع المحفظة⁵، لذا فاستقرار الدخل يوفر حماية ومنفعة للمحفظة، وبالتالي تحقيق عائد دوري⁶؛

¹ أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 205.

² بن موسى كمال، "المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها"، مجلة الباحث، العدد الثالث، جامعة ورقلة، 2004، ص 37.

³ أنظر: - عماد عزازي، دور المصارف الإسلامية في تدعيم السوق المالي، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2010، ص 101.

- محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 204.

⁴ مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص 205.

⁵ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص 195.

⁶ محمد الصبري، مرجع سبق ذكره، ص 209.

- تحقيق السيولة المناسبة: تعمل إدارة المحفظة على توفير سيولة مناسبة والتي تكفي لمواجهة الالتزامات¹، إذ أن اختيار مكون نسبي مستقر من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (مثلا السندات)، فضلا عن الأوراق المالية سريعة التسويق (أسهم الشركات الكبرى) في أسواق التداول، كفيل بتوفير تدفق نقدي مستمر²؛
- التنوع يعتبر تنوع أصول المحفظة من أهم الأعمال التي تهتم بها إدارة المحفظة الاستثمارية، حيث أن الهدف من التنوع هو الحصول على أكبر العوائد بأقل درجات المخاطرة³.

الفرع الثاني: مبادئ وأسس محفظة الأوراق المالية

أولاً - مبادئ تكوين محفظة الأوراق المالية: من أجل تكوين محفظة الأوراق المالية يجب الاعتماد على عدة مبادئ وهي:

- **مبدأ القياس الكمي:** "يعني ذلك إمكانية قياس العائد المتوقع من الاستثمارات المالية التي تتضمنها المحفظة باستخدام القيمة المتوقعة مع إمكانية قياس درجة المخاطرة المصاحبة للمحفظة عن طريق الأساليب الإحصائية (التباين، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف)، ولكي يتحقق ذلك يجب توفر بيانات عن العائد المحقق من سلسلة زمنية ماضية عن كل نوع من الاستثمارات وعن العائد والظروف الاقتصادية المتوقعة في المستقبل والمؤثرة في العائد المتوقع من كل نوع من الاستثمارات المكونة للمحفظة"⁴؛
- **مبدأ التنوع:** "تتضمن محفظة الأوراق المالية أنواعا مختلفة من الاستثمارات في الأوراق المالية المختلفة، والتي تحقق درجة معينة من الثبات والاستقرار للعائد الذي تحقق المحفظة، ويجب تجنب المغالاة في التنوع"⁵؛
- **مبدأ الشمول:** "ويعني أن تتكون المحفظة من كل أنواع الأوراق المالية المصدرة والمتداولة في السوق المالي أي من أسهم، سندات، صكوك تمويل، سندات حكومة وأذون الخزانة، حتى يتحقق عائد مستقر نسبيا للمستثمر مع انخفاض درجة المخاطرة إلى الحد الذي يقبله المستثمر، ولكن يواجه هذا المبدأ نفس المشاكل التي يواجهها المستثمر عند إتباع مبدأ التنوع، كما أن المستثمر قد لا يحقق العوائد التي يرغب في تحقيقها من الكمية المشتراة من كل نوع"؛

¹ أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 206.

² محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 204

³ سامي خطاب، "المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار"، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007، ص 9.

⁴ أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 208.

⁵ عبد المطلب عبد المجيد، "اقتصاديات الاستثمار في البورصة"، مرجع سبق ذكره، 139.

- مبدأ الارتباط: "يهدف إلى تقليل درجة المخاطرة المصاحبة لتكوين محفظة الأوراق المالية في ضوء درجة الارتباط بين العوائد المحققة من الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها إحدى الشركات والعائد المحقق من أوراق مالية تصدرها شركة أخرى، فكلما انخفض معدل الارتباط بين العوائد المحققة من الأوراق المالية المشتركة، دل على انخفاض درجة المخاطرة للانخفاض التباين والانحراف المعياري"¹.

ثانياً-أسس (قواعد) لإدارة المحفظة الاستثمارية: هناك عدة أسس لإدارة المحفظة الاستثمارية نذكر منها ما يلي:²

- التخطيط: يتطلب التخطيط للمحفظة تحديد الأهداف بوضوح لإمكانية الحد من المخاطر المحتملة، إذ أن الاختيار العشوائي لمكوناتها يعرض المستثمر إلى صعوبات تترك آثارها على رأس المال المستثمر؛

- التوقيت: على إدارة المحفظة الاستثمارية اختيار الوقت المناسب لعمليات الشراء والبيع سواء كانت الأوراق المالية طويلة الأجل أو القصيرة، بحيث لا تتم عملية البيع إلا في حالات انخفاض وتدهور القيمة وذلك لمحاولة وقف الخسارة أو التقليل منها؛

- التحفظ والتعقل: يجب أن يكون هناك سلوك استثماري متزن عند إعداد وبناء محفظة الأوراق المالية طبقاً إلى مبدأ المنفعة، فالمستثمر الذي يدير محفظة عليه أن يحدد المستويات المرغوبة من المخاطر المحتملة تجنباً للأحداث غير متوقعة التي قد تؤثر على رأس مال المحفظة؛

- الإشراف والمتابعة: إن تحركات الأسعار السوقية بصورة مستمرة وعدم الاستقرار النسبي لها، تدعو مدير المحفظة أن يقوم بمراجعة دورية وإشراف مباشرة على مكونات محفظته، إذ أن إستراتيجية الشراء والاحتفاظ دون متابعة وإشراف على ظروف السوق يعرض المحفظة إلى الخسائر، قد تطول رأس المال المستثمر؛

- الاعتماد على المتخصصين: الاعتماد على أصحاب الخبرات المالية وبيوت الخبرة المالية لمساعدة المستثمر على إدارة محفظته الاستثمارية. ويوجد العديد من المؤسسات المالية والادخارية التي تقوم بعمل إدارة المحفظة الاستثمارية لحسابها ولصالح الغير مقابل الحصول على عمولة أو أجر مقطوع.

¹أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 211.

² - وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص ص 209-210.

-أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص ص 194-195.

ثالثاً: أوجه التشابه والاختلاف بين الصناديق والمحافظ الاستثمارية

توجد علاقة وثيقة بين كل من المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار فكلاهما من الأنشطة التي تباشرها الشركات العاملة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية، غير أن هذا لا يمنع من وجود اختلاف بينهما¹.

1- أوجه التشابه

تتفق المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار في عدة أوجه وهي:

- تعتبر أسلوبين جديدين من أساليب إدارة الأموال؛
- تتكون كل من المحافظ وصناديق الاستثمار من تشكيلة من الأوراق المالية القابلة للتداول؛
- إن كل منهما يعتبر وعاء من أوعية الاستثمار المهدف منها الحفاظ على أصل المال وتحقيق أكبر عائد ممكن وبأقل مخاطر؛
- يتولى الإدارة في كل منها جهة متخصصة ومحترفة وذات خبرة في الإدارة المالية.

2- أوجه الاختلاف

- رغم التشابه الكبير بين المحافظ والصناديق الاستثمارية إلا أن بينهما اختلافات وتمثل فيما يلي:
- تختلف المحافظ الاستثمارية عن صناديق الاستثمار من حيث نوعية المستثمر المتعامل معه وإمكانياته المادية، فالمحافظ تعتبر أسلوباً لإدارة أموال المستثمر الكبير الذي يسلم أمواله لإحدى شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية أما الصناديق فهي أسلوب لتجميع وإدارة مدخرات صغار المستثمرين إما لضيق وقتهم أو لعدم توفر الخبرة.
 - تختلف من حيث أسلوب الإدارة فالمحفظ تدار بإحدى طريقتين إما أن يتولى المستثمر إدارة محفظته بنفسه إذا كان خبيراً بمسائل الاستثمار المالي أو أن ينوب عنه شخص آخر وذلك إذا افتقد المستثمر عنصري الخبرة والتخصص في أسس الاستثمار المالي وقواعده. في حين أن صندوق الاستثمار يدار من خلال مدير متخصص مستقل في الإدارة عن الجهة المالكة للصندوق.
 - يمكن لصناديق الاستثمار أن تكون جزءاً من محفظة الاستثمار ولكنها لا تملك المقومات الأساسية لتكون بديلاً عنها، فالمحفظ في هذا الجانب أعم من الصناديق.

¹ أنظر:

— هشام فضيلي، "إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير دراسة قانونية مقارنة"، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر، 2004، ص 43.

— وليد محمد علي كرسون، "أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية دراسة مقارنة"، دار الفكر الجامعي الاسكندرية، مصر، 2012، ص 76.

— أحمد معجب العتيبي، "المحافظ المالية الاستثمارية (أحكامها وضوابطها في الفقه الاسلامي)"، دار النفائس، ط 1، الأردن، 2007، ص 97.

المطلب الثاني: تصنيفات المحافظ الاستثمارية وإستراتيجية التنوع

يمكن أن نجد للمحافظ الاستثمارية عدة تصنيفات، وذلك حسب الأهداف ورغبات المستثمرين، بالإضافة إلى إستراتيجية التنوع التي تتبعها هذه المحافظ

الفرع الأول: تصنيفات المحافظ الاستثمارية

هناك عدة معايير لتصنيف المحافظ الاستثمارية يمكن إيجازها فيما يلي:

أولاً: حسب معيار مكونات المحفظة الاستثمارية: يمكن تصنيف مكونات المحفظة الاستثمارية حسب هذا المعيار إلى¹:

- **المحفظة المتخصصة:** وهي غالباً حالة نادرة أو مؤقتة لأن التخصص في أداة معينة أو في عدد من أدوات مؤسسة ما، والذي يميز هذه المحفظة لا يتلاءم عادة مع أهم مبدأ للمحفظة الاستثمارية وهو التنوع. وتظهر المحفظة المتخصصة لأسباب عديدة أهمها:

- تفضيل السيولة في ظروف اقتصادية (أو سوقية) معينة على الاستثمار في الأوراق المالية أو الموجودات الاستثمارية الأخرى؛

- عدم توافر المعلومات الكافية حول الفرص الاستثمارية المتاحة؛

- قلة الإمكانيات المتاحة للمستثمر؛

- عدم تقبله للمخاطرة والبحث عن الأمان والشفافية في العمل.

- **المحفظة المتوازنة:** تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها، وهو ما يمكن انجازه من خلال ربط التوازنين القصير الأجل (في مجال الأدوات التي تصنف بالتحول السريع إلى السيولة)، والطويلة الأجل (في مجال البحث عن التدفقات للعوائد)، وهذا ما يتطلب توافقاً دقيقاً بين العائد والمخاطرة، وبما يتجاوز حالات الإفراط في التحول أو المخاطرة؛

- **المحفظة المتنوعة:** تعمل إدارة المحفظة الاستثمارية بشكل عام على تنوع محتويات المحفظة الخاصة بها، لتشمل غالبية الأدوات الاستثمارية التي من المتوقع أن تعطى عوائد إيجابية، وذلك في تشكيلات تتسم بالتوازن، حيث يمكن خلال العمليات الجارية أن تعوض الخسائر المتأتية من بعض الأدوات بالأرباح التي تحقق من استثمار أدوات أخرى، فيكون التوازن مستمراً، وتهدف المحفظة المتنوعة إلى تحقيق عائد فوق المتوسط السائد في السوق المالية، ولكن دون تجاوز المتوسط العام للمخاطرة السائدة في هذه السوق.

¹ أنظر:- هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص ص 227-229.

- محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص ص 204-205.

ثانيا: حسب معيار أهداف المحفظة الاستثمارية: يمكن تصنيفها حسب هذا المعيار إلى:

- **محافظ الدخل أو العائد:** "هي التي تهدف إلى تحقيق دخل جاري وذلك في إطار محدود من المخاطر، وعادة ما تشمل هذه المحفظة على سندات حكومية وغير حكومية متوسطة وطويلة الأجل وعلى أسهم شركات كبيرة ومستقرة"¹؛

- **محافظ النمو أو الربح:** "هي التي تهدف إلى تحقيق ربح رأسمالي وتحسين القيمة السوقية، كاستثمار في أسهم المضاربة التي تتغير أسعارها في السوق المالي وتحقق نموا متواصلا في الأرباح الرأسمالية للمحفظة نتيجة ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات، أو الاستثمار في صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للمحفظة"²؛

- **محافظ استثمارية متنوعة (محافظ الدخل والنمو):** "هي المحافظ التي تضم مجموعات متنوعة من الأوراق المالية مختلفة العائد والمخاطر وقد تحقق إيرادات جارية ورأسمالية أو إيرادات جارية فقط أو إيرادات رأسمالية فقط، وعادة تسمى إدارة هذه المحافظ بالإدارة الرشيدة ويفضلها المستثمر الرشيد الذي يوازن بين العائد والمخاطر"³.

ثالثا: حسب معيار أسلوب الإدارة: يتم تصنيف المحافظ الاستثمارية حسب هذا المعيار إلى⁴:

- **المحافظ المرنة:** هي التي تخضع في تكوينها لقواعد مرنة، ويقصد بالقواعد المرنة هي التي تترك للإدارة الحرية والسلطة المطلقة في اختيار مكونات المحفظة، ومن مزايا هذه المحافظ أنها تسمح لإدارتها بإجراء المقارنات المناسبة بين الأوراق المالية واستبعاد الرديئة منها وإضافة الأنواع الجيدة، ومن سلبياتها أنها تترك لمدير المحفظة في اختيار ما يراه صالحا ولا يحكمه سوى الضمير الاستثماري.

- **المحافظ الجامدة:** هي التي ينص في عقدها بإلزام الإدارة بتكوين المحفظة بقائمة محددة للأوراق المالية ولا يخرج عنها إلا إذا كانت هناك إجراءات تعديل نص العقد، ومن إيجابيات هذا النوع وضع رقابة سابقة على نشاط إدارتها سواء في التكوين أو الإدارة.

- **المحافظ ذات التكوين شبه الثابت:** هي نوع وسيطي بين النوعين السابقين كأن تتكون المحفظة من قائمة أوراق مالية محددة لكن يجوز للإدارة استبعاد بعض الأوراق المالية عند انخفاض عائدها لمستوى معين، وكذا جواز ضم بعض الأنواع التي ليست من ضمن القائمة إذا كان هناك توقع بارتفاع عائدها.

¹ عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 205.

² دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص ص 21-22.

³ مصطفى يوسف كافي، " بورصة الأوراق المالية "، ط1، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2009، ص 241.

⁴ وليد محمد علي كرسون، مرجع سبق ذكره، ص 68.

-المحافظ ذات الإدارة التقليدية: حيث يقتصر دور إدارة المحفظة على اختيار الأوراق المالية التي يراها أكثر تطابقاً مع أهداف المستثمر وذلك وفقاً لتوقعات كل من اتجاهات البورصة وأسعار الفائدة وأسعار الصرف.

- المحافظ ذات الإدارة الكمية: ويتم إدارة المحفظة بأساليب كمية تعتمد على استخدام النماذج الرياضية لقياس كفاءة مكونات المحفظة ومتابعة أدائها.

الفرع الثاني: استراتيجيات تنويع المحفظة الاستثمارية

يعتبر أسلوب التنويع الميزة الرئيسية من أجل تكوين محفظة استثمارية، وعليه يمكن أن نجد عدة استراتيجيات لتنويع المحفظة الاستثمارية، يمكن أن نذكر منها¹:

أولاً: تنويع جهة الإصدار: ويقصد بتنويع جهة الإصدار بعد توجيه مخصصات المحفظة إلى أوراق مالية تصدرها شركة واحدة بل ينبغي تعدد جهات إصدار تلك الأوراق، ويوجد في هذا المجال طريقتان هما: التنويع الساذج: يقوم هذا الأسلوب على فكرة أساسية وهي أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تضم للمحفظة كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدها واختيار الأصول في المحفظة يتم عشوائياً دون طريقة محددة ودون مراعاة علاقة الارتباط بين مختلف الأصول، إلا أن المغالاة في التنويع يؤدي إلى آثار عكسية والمتمثلة في:

__ صعوبة إدارة المحفظة؛

__ ارتفاع تكاليف البحث عن استثمارات جديدة؛

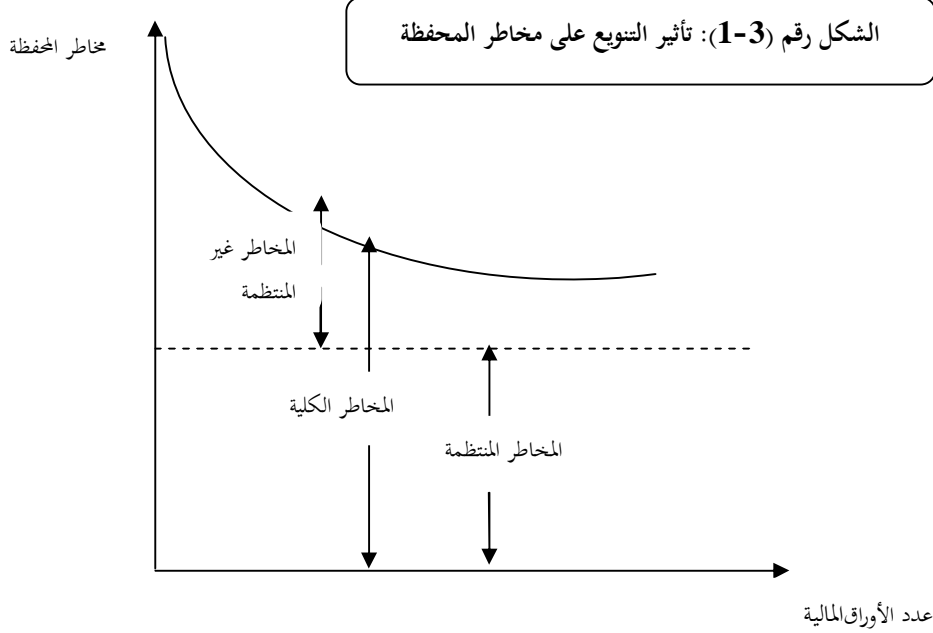
__ احتمال اتخاذ قرارات غير سليمة نتيجة كثرة الأوراق المالية؛

__ ارتفاع متوسط تكاليف الشراء وذلك لأن زيادة التنويع يعني شراء كميات قليلة من كل نوع من إصدار الأوراق المالية مما يؤدي إلى ارتفاع متوسط العمولات المدفوعة للسماسرة.

هذا النوع من التنويع يساهم في تخفيض المخاطر غير المنتظمة فقط أي التي تتعلق بالشركة المصدرة للأوراق المالية ولا يساهم في تخفيض المخاطر المنتظمة، ويمكن توضيح هذه المخاطر في الشكل التالي:

¹ - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 171-182.

- أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص ص 225-230. بتصرف



Source :J-Hamon, **Bourse et gestion de portefeuille**, 2^{me} édition, Ed Economica, Paris, France, 2005, p225.

يمكن أن نلاحظ من خلال الشكل أن هناك نوعين من المخاطر تتعرض لها المحفظة الاستثمارية وهي المخاطر المنتظمة ، ويتم تمثيلها على شكل خط مستقيم، مما يعني أن هذه المخاطر لا يمكن التخلص منها عن طريق تكوين محفظة استثمارية مهما يكن عدد الأوراق المالية، أما المخاطر غير المنتظمة فهي تتناقص تدريجياً كلما زادت عدد الأوراق المالية في المحفظة، حتى يصل عدد هذه الأوراق إلى حد معين، عنها يصبح إضافة أوراق مالية أخرى إلى المحفظة غير ذات جدوى في تخفيض المخاطرة.

2- تنوع ماركوتز: أن أسلوب ماركوتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الاستثمارات وذلك بمراعاة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الأصول التي تتكون منها المحفظة فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة وهذا الأسلوب في التنوع ينجح في التخلص من المخاطر غير المنتظمة وجزء من المخاطر المنتظمة، ويتراوح معامل الارتباط بين 1+ و 1- فإذا كان:

- معامل الارتباط 1+ (ارتباط موجب تام): يعني أن العلاقة بين العوائد على الورقتين الماليتين هي علاقة طردية خطية تامة، وبالتالي فإن معرفة اتجاه حركة العائد على ورقة مالية واحدة يجعل من الممكن توقع اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الأخرى بشكل تام؛

- معامل ارتباط 1- (ارتباط سالب تام): يعني أن العلاقة بين العوائد على الورقتين الماليتين هي علاقة عكسية خطية تامة، ولذلك فإن معرفة اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الأولى يعني أن اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الثانية هو في الاتجاه المعاكس تماماً؛
- عدم وجود ارتباط (معامل الارتباط=0): يعني أنه لا وجود لعلاقة واضحة بين حركة العوائد، ولذلك فإن معرفة اتجاه حركة العائد للورقة المالية الأولى لا يفيد المستثمر في معرفة اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الثانية.

ثانياً: تنوع تواريخ الاستحقاق: تتعرض الأوراق المالية لمخاطر سعر الفائدة، ويقصد بذلك المخاطر الناجمة عن أثر تقلبات سعر الفائدة على القيمة السوقية للأوراق المالية، أي أن درجة استحباب القيمة السوقية للأوراق المالية للتغير في سعر الفائدة تزداد كلما ازدادت فترة الاستحقاق، وبالتالي فإن خسارة المستثمر نتيجة ارتفاع سعر الفائدة تكون أكبر في حالة الأوراق المالية طويلة الأجل، وعليه يمكن تركيز الاستثمارات في أوراق مالية قصيرة الأجل من أجل التقليل من مخاطر سعر الفائدة، ولكنه من ناحية أخرى يعني تقلبات كبيرة في العائد من سنة إلى أخرى بسبب تقلبات سعر الفائدة بشكل مستمر. كما أن تركيز الاستثمارات في أوراق مالية طويلة الأجل يزيد من مخاطر سعر الفائدة من ناحية، ولكنه من ناحية أخرى يؤدي إلى استقرار العائد بسبب انخفاض تقلبات أسعار الفائدة طويل الأجل بالمقارنة مع سعر الفائدة قصير الأجل.

ثالثاً: التنوع الدولي: يهدف هذا التنوع إلى تخفيض المخاطر المنتظمة وتحسين الأداء الكلي للمحفظة خاصة مع تطور الأسواق المالية العالمية الذي أصبح التنوع أكثر سهولة في الأوراق المالية الدولية، ويتميز هذا التنوع بمجموعة من الخصائص¹:

- **تنوع الأصول:** وذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأدوات الاستثمارية.
- **التنوع الجغرافي:** لأن رأسمال المحفظة يكون موزعاً على أدوات استثمارية في عدة دول وعدم الاقتصار على منطقة جغرافية واحدة.
- **تنوع العملات:** إذ أنه بسبب التنوع الجغرافي لأصول المحفظة تنوع أيضاً العملات المشكلة للمحفظة التي تقيم بها هذه الأصول.

¹ محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 148.

المطلب الثالث: عوائد المحفظة الاستثمارية ومخاطرها

ترتكز عملية الاستثمار في الأوراق المالية على تحمل أمرين بالنسبة للمستثمر وهي المخاطرة التي يتحملها من جراء الاستثمار مقابل توقعه الحصول على عائد مقبول.

الفرع الأول: عائد المحفظة الاستثمارية

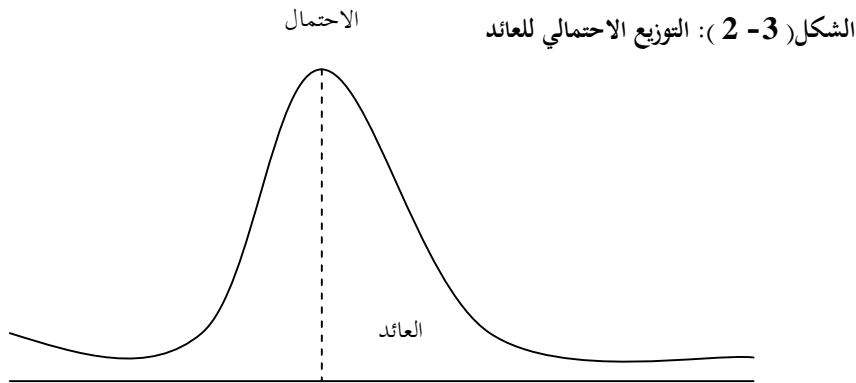
يمكن تعريف العائد بأنه "مجموع المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي والذي يؤدي إلى تعظيم الثروة، بمعنى آخر هو مقدار التغير في ثروة المحفظة خلال فترة زمنية معينة"¹. ويمكن حساب العائد بالمعادلة التالية²

$$R_t = \frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}}$$

حيث: R_t : يمثل عائد الأصل في الفترة t . D_t : توزيعات الأرباح خلال الفترة t

P_t : سعر الأصل في الزمن t (عند البيع) P_{t-1} : سعر الأصل في الزمن $t-1$ (عند الشراء)

يصعب المستثمر في تحديد حجم العائد المتوقع لأنه مرتبط بالمستقبل الذي يمتاز بظروف عدم التأكد، لذلك يلجأ المستثمر إلى وضع احتمالات مختلفة للعوائد في إطار التوزيع الاحتمالي لهذا العائد. وهذا ما يوضحه الشكل التالي:



المصدر: منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في الاستثمار"، مرجع سبق ذكره، 239.

¹ دريد كامل آل شبيب، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، مرجع سبق ذكره، ص 61.

² N. amenc, V.lesourd, " Théorie du Portefeuille et Analyse de sa performance", édition Economica, Paris, 2002, P38.

الفصل الثالث: صناديق الاستثمار في السوق المالية

من خلال الشكل يمكن للمستثمر الذي يرغب في شراء أوراق مالية أن يضع تقديرات للعوائد بناء على الاحتمالات المرتبطة بمستويات مختلفة.

وعليه فإن **العائد المتوقع** هو "مجموع العوائد المقدرة حسب ظروف مستقبلية معينة معدلة باحتمالات حدوثها"¹، ويمكن كتابتها على النحو التالي:²

$$E(R) = \sum_{k=1}^n R_k \cdot P_k$$

حيث:

$E(R)$: العائد المتوقع R_k : العائد المتوقع الحصول عليه في حالة حدوث الحدث k

P_k : احتمال حدوث الحدث k عدد الاحتمالات

يجب التفرقة بين العائد المتوقع لكل أصل من أصول المحفظة والعائد المتوقع على المحفظة ككل.

- **عائد محفظة أوراق مالية مكونة من أصليين فقط:**

إن العائد من اقتناء محفظة ما يتحدد في ضوء العائد المتوقع من الأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة وذلك كما يلي:³

$$R_p = R_1 W_1 + R_2 (1 - W_1)$$

حيث:

R_p : عائد المحفظة

R_1 : العائد المتوقع للأصل الأول

R_2 : العائد المتوقع للأصل الثاني

W_1 : نسبة الثروة المستثمرة في الأصل الأول

$(1 - W_1)$: نسبة الثروة المستثمرة في الأصل الثاني

¹أسعد حميد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 233.

²N. amenc, V.lesourd, op-cit , P39.

³حسين عطا غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 388.

- عائد محفظة أوراق مالية مكونة من n أصل: ¹

$$R_p = \sum_{i=1}^n W_i R_i$$

حيث:

R_p : عائد المحفظة

R_i : العائد المتوقع للأصل i

W_i : نسبة الثروة المستثمرة في الأصل i

الفرع الثاني: مخاطر المحفظة الاستثمارية وقياسها

تتأثر المحفظة الاستثمارية بنوعين من المخاطر وهما المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة وبالتالي تؤثر على أداء المحفظة.

أولاً - مخاطر المحفظة الاستثمارية

1- **المخاطر المنتظمة:** هي المخاطر العامة التي تتعرض لها الشركات كافة وتؤدي إلى تقلب العائد المتوقع لجميع الاستثمارات القائمة فيها، ولا يمكن التخلص من هذه المخاطر بتنويع المحفظة الاستثمارية²، والتي تصيب كافة أسعار الأوراق المالية بصرف النظر عن الشركة المصدرة لتلك الأوراق المالية، وترتبط هذه المخاطر بالظروف الاقتصادية والسياسية... الخ³، فإنه يصعب على المستثمر التخلص منها أو تخفيضها بتنويع المحفظة⁴.

ومن بين العوامل التي تسبب المخاطر المنتظمة هي: ⁵

أ- **مخاطر سعر الفائدة:** هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات الفائدة المتوقعة ومعدلات الفائدة الفعلية بسبب تغير في أسعار الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية، وبالرغم من أن

¹ أنظر: - محمد محمود الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 205.

- حسين عطا غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 392.

² منير الحكيم، "صناديق الاستثمار: عمليات، أسس إدارتها، مخاطرها، وقياس أدائها والعوامل المؤثرة على أدائها"، الجزء الثاني، مقالة منشورة في مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، مح 19، ع 1، 2011، ص 50.

³ مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص 215.

⁴ منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، مرجع سبق ذكره، ص 249.

⁵ أنظر: - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص ص 60-62.

- منير الحكيم، "صناديق الاستثمار: عمليات، أسس إدارتها، مخاطرها، وقياس أدائها والعوامل المؤثرة على أدائها"، مرجع سبق ذكره، ص 50.

الفصل الثالث: صناديق الاستثمار في السوق المالية

سعر الفائدة السوقي تصنف ضمن المخاطر المنتظمة لأنها تمس جميع الأوراق المالية، إلا أن تأثيرها يختلف حسب نوع الورقة؛

ب- **مخاطر التضخم** : أو تغير القوة الشرائية لوحدة النقد فاحتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للمدخلات أو للمبلغ المستثمر نتيجة وجود حالة التضخم في الاقتصاد مما يعكس على القيمة الشرائية لوحدة النقد فتدنى قيمتها، أو بعبارة أخرى هي حالة عدم التأكد المحيطة بمستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر؛

ج- **المخاطر السوقية**: احتمال وقوع بعض الحوادث المهمة على المستوى المحلي أو الدولي تؤدي إلى التأثير في الاقتصاد المحلي كإجراء تغييرات جوهرية في النظام الاقتصادي للدولة ذاتها أو لدول أخرى ترتبط بها علاقة وثيقة مما يؤدي إلى تأثر الحالة الاقتصادية العامة للدولة وتؤثر بالتالي التدفقات النقدية للاستثمارات في المؤسسات كافة، كما ينتقل التأثير إلى السوق مما يترتب عليه تغير في سلوك المستثمرين أو نتيجة لوقوع حوادث غير متوقعة يترتب عليها انخفاض في أسعار الأوراق المالية إلى أقل من قيمتها الحقيقية.

2- **المخاطر غير المنتظمة**: هي المخاطر الخاصة بالشركة المستثمر فيها، التي تؤدي إلى تقلبات في العائد المتوقع لكافة الاستثمارات القائمة أو المقترحة الناتجة عن هذه العوامل. وتتناقص هذه المخاطر كلما ازداد عدد الأوراق المالية في محفظة الصندوق وكلما تنوعت هذه الأوراق. ومن العوامل التي تسبب المخاطر غير المنتظمة:¹

أ- **مخاطر الإدارة**: من الممكن أن تسبب أخطاء الإدارة في شركة معينة في اختلاف معدل العائد الفعلي عن العائد المتوقع من الاستثمار على الرغم من جودة منتجاتها وقوة مركزها المالي، لذلك تدخل المخاطر الناتجة عن الأخطاء الإدارية ضمن المخاطر غير المنتظمة، لأنها قد تحدث انخفاضاً في معدل العائد في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي؛

ب- **مخاطر الصناعة**: وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح وملحوس، دون أن تكون لها تأثيرها خارج هذا القطاع.

وقد تنبع مخاطر الصناعة عن عوامل عديدة منها:

- عدم توفر مواد الخام للصناعة؛
- ظهور قوانين تمس صناعات معينة مثل قوانين حماية البيئة؛
- تغير أذواق المستهلكين؛
- توقف عن استخدام منتج معين نتيجة ظهور اختراعات.

¹ محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 47-49 (بتصرف) .

ثانياً- قياس مخاطر المحفظة: يمكن قياس مخاطر المحفظة المشكلة لأوراق المالية وفق الطرق التالية:

1- الانحراف المعياري: يقيس الانحراف المعياري مدى انحراف القيم عن وسطها الحسابي أي تقلب العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي ، وفقاً لهذا المقياس كلما كانت قيمة الانحراف المعياري كبيرة كلما كان ذلك مؤشراً على ارتفاع درجة تقلب عوائد الورقة حول متوسطها. وبالتالي أصبح الاستثمار في هذه الورقة محفوفاً أكثر بالمخاطرة وأقل جاذبية¹. وأن الانحراف المعياري هو الجذر التربيعي للتباين²

$$\delta = \sqrt{\text{var}}$$

ويقيس التباين مقدار تشتت أو انحراف العوائد عن وسطها الحسابي

$$\text{var} = \sum_{i=1}^n P_i (R_i - \bar{R})^2 \quad \text{أو} \quad = \sum_{i=1}^n P_i (R_i - E(R))^2$$

حيث: P_i : هي احتمال الحصول على العائد i

R_i : العائد المحتمل i

n : عدد العوائد المحتملة \bar{R} أو $E(R)$: يمثل القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة

2- معامل الاختلاف: (المقياس النسبي للمخاطر): يمكن أن تظهر بعض المشاكل في استخدام الانحراف المعياري كمقياس للخطر بحيث يمكن أن يتساوى الانحراف المعياري لأصليين ماليين، وبالتالي تتساوى الخطورة مع العلم أن النسبة المئوية لانحراف للعوائد لأحدهما أكبر من الآخر أو تختلف، ويمكن تجنب هذه المشكلة لو استخدمنا معامل الاختلاف كمقياس للخطر بدلاً من الانحراف المعياري³:

$$\text{covar} = \frac{\delta}{R}$$

أي أن حجم المخاطر المقابلة لكل وحدة واحدة من القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية (العوائد) الاستثمار، وعليه يمكن تفضيل الورقة المالية ذات الاختلاف الأقل. وبالتالي فإن معامل الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد الاستثمار.

3- التغاير Covariance: "يرتبط التغاير ارتباطاً مباشراً بالمخاطر المنتظمة، وكلما زادت قيمة التغاير كان ذلك دليلاً على أن الحجم المطلق للمخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الورقة المالية كبيراً، وهذا المعامل يحدد اتجاه العلاقة بين عائد الأصل المالي وعائد السوق"⁴.

¹ إبراهيم الكراسنة، "الإرشادات في تقييم الأسهم والسندات"، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2005، ص 43

² مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص 230.

³ دريد كامل آل شبيب، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، مرجع سبق ذكره، ص 72.

⁴ منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، مرجع سبق ذكره، ص ص 251-253. (بتصرف)

الفصل الثالث: صناديق الاستثمار في السوق المالية

وهو متوسط حاصل ضرب انحراف كل من عائد السوق وعائد السهم عن قيمتهما المتوقعة، ويحسب كما يلي:

$$\text{cov}(R_j, R_m) = \sum_{i=1}^n \sum_{k=1}^n P_{ik} (R_{ji} - \bar{R}_j)(R_{mk} - \bar{R}_m)$$

حيث: $\text{cov}(R_j, R_m)$ تمثل التباين بين عائد الورقة المالية وعائد السوق m

R_{ji} : معدل عائد الورقة المالية j في الزمن i

\bar{R}_j : القيمة المتوقعة لعائد الورقة j .

R_{mk} : معدل عائد السوق m في الزمن k

\bar{R}_m : القيمة المتوقعة لعائد السوق.

4- معامل بيتا (β) (مقياس المخاطر المنتظمة): يقيس معامل بيتا المقياس حجم المخاطر المنتظمة، ويعبر هذا المعامل عن مقدار التغير الحاصل في عوائد الورقة المالية محل الاستثمار نتيجة التغير في مؤشرات أسعار السوق¹، والذي يعبر بدوره عن عائد محفظة السوق، ويمكن حساب معامل بيتا على النحو التالي²

$$B = \frac{\text{cov}(R_x, R_m)}{\sigma_{R_m}^2} = \frac{r(R_x, R_m) \partial R_x \partial R_m}{\sigma_{R_m}^2} = \frac{r(R_x, R_m) \partial R_x}{\sigma_{R_m}}$$

حيث:

B : معامل بيتا ؛ COV : التباين المشترك ؛ r : معامل الارتباط بين العائدين ؛ R_x : عائد الورقة المالية

R_m : عائد السوق ؛ ∂R_x : الانحراف المعياري لعائد الورقة المالية ؛ σ_{R_m} : الانحراف المعياري لعائد السوق

حيث إن: $\text{cov}(R_x, R_m)$ التباين بين عائد الورقة المالية وعائد السوق m ويدعى التباين المشترك. أما مقدار

σ_{R_m} فيمثل تباين عائد محفظة السوق، وهو عبارة عن مربع الانحراف المعياري لعائد السوق. ويقاس التباين

المشترك بضرب الانحراف المعياري لعائد الورقة المالية في الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق.

$$\text{cov}(R_x, R_m) = P_{im} \partial_i \partial_m$$

حيث :

P_{im} : درجة الارتباط بين عائد الورقة المالية وعائد السوق

∂_i : الانحراف المعياري للعائد المتوقع من الورقة المالية i

∂_m : الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق

¹ أنظر -رياض دهال، "تحليل الأوراق المالية"، سلسلة جسر التنمية: سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأفق العربي، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد السابع والعشرون، مارس 2004، ص 19.

- محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر"، مرجع سبق ذكره، ص 177.

² دريد كامل آل شبيب، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، مرجع سبق ذكره، ص 90.

الفصل الثالث: صناديق الاستثمار في السوق المالية

ووفقاً لنموذج السوق إذا كانت قيمة المعامل "بيتا" أكبر من الواحد فيعني ذلك أن مخاطر الورقة المالية أكبر من مخاطر السوق، أما إذا كانت قيمة المعامل مساوية للواحد فيدل ذلك على أن مخاطر الورقة مساوية لمخاطر السوق، وعندما تكون قيمة المعامل أقل من الواحد فيعني ذلك أن مخاطر الورقة أقل من مخاطر محفظة السوق.

ويمكن حساب مخاطر المحفظة كما يلي:

- مخاطر المحفظة من أصلين ماليين: تقاس مخاطر المحفظة المكونة من أصليين بالانحراف المعياري، ويمكن حسابها كما يلي¹:

$$\sigma_p = \sqrt{m_1^2 \sigma_1^2 + m_2^2 \sigma_2^2 + 2m_1 m_2 c_{12}} \quad \text{أو} \quad \sigma_p = \sqrt{m_1^2 \sigma_1^2 + m_2^2 \sigma_2^2 + 2m_1 m_2 r_{12}}$$

حيث:

σ_p : الانحراف المعياري للمحفظة (مخاطر المحفظة)

σ_1, σ_2 : الانحراف المعياري للأصليين الأول والثاني

cov_{12} : التباين المشترك بين الأصلين

r_{12} : معامل الارتباط بين الأصل الأول والثاني

- مخاطر المحفظة مكونة من n أصل: يمكن حساب معادلة المخاطر المحفظة المكونة من n كما يلي²:

$$\sigma_p = \sqrt{\sum_{i=1}^n m_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{k=1}^n m_i m_k c_{ik} \sigma_i \sigma_k}$$

حيث:

σ_p : الانحراف المعياري للمحفظة، m_i : النسبة المئوية للاستثمار المخصص في الأصل i

m_k : النسبة المئوية للاستثمار المخصص في الأصل k ، c_{ik} : معامل الارتباط بين الورقة i ، والورقة k

$\sigma_i \sigma_k$: الانحراف المعياري للورقتين i و k على التوالي، n : تمثل عدد الأصول التي تتضمنها المحفظة.

وعليه كلما تعدد مكونات المحفظة (عدد أكبر من الأوراق) فإن المقدار m_i^2 يصغر وبالتالي تنخفض مخاطر الورقة.

¹ أنظر -محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 213

- محمد صالح الحناوي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 288-289. (بتصرف)

² محمد صالح الحناوي وآخرون، "تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 233 (بتصرف).

المطلب الرابع: طرق تقييم أداء صناديق الاستثمار

توجد هناك العيد من النماذج لتقييم أداء محافظ أصول صناديق الاستثمار ، سواء كانت هذه الاساليب أو النماذج بسيطة أو مركبة لقياس أدائها.

الفرع الأول: أسس قياس وتصنيف أداء مدير المحفظة الاستثمارية

أولاً: أسس قياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية

لقياس أداء مدير المحفظة الاستثمارية لابد من الأخذ بعين الاعتبار عدة مبادئ:¹

- إن قياس القيمة الصافية لأصول المحفظة يجب أن يتم على أساس القيمة السوقية وليس على أساس تكلفتها التاريخية؛
- أن تتم مقارنة الأداء الفعلي المتوقع من هذه الاستثمارات، وذلك وفق آلية السوق المالية بعد أخذ حساسية أصول المحفظة ممثلة بمعامل "بيتا" للمحفظة بعين الاعتبار؛
- يجب أن تتم عملية التقييم والأداء في إطار مراعاة عنصري العائد والمخاطرة؛
- كلما طالت الفترة الزمنية التي تنقضي بين عملية التقييم والتي تليها، كلما زادت النتائج دقة وموضوعية؛
- أن يتم مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية بأداء السوق المالي ككل مقاساً بأحد الأرقام القياسية أو المؤشرات المالية المتعارف عليها (مؤشر Dow Jones، مؤشر Standard & poor ..).

ثانياً - تصنيف أداء مدير المحفظة

يمكن تصنيف أداء مدير المحفظة ضمن إحدى المستويات التالية:²

- أداء مقبول؛
- أداء جيد؛
- أداء غير مقبول.

أما الأداة المستخدمة في هذا التصنيف فهي ما يعرف بمعادلة خط السوق والذي يمثل العلاقة بين متوسط العائد على الاستثمار في السوق ومتوسط المخاطرة المرجحة، ويمكن صياغة المعادلة كما يلي:

$$R_p^* = R_f + \alpha \delta_p^*$$

حيث:

R_p^* : معدل العائد المرجح للمحفظة R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة

¹ محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص ص 139-140.

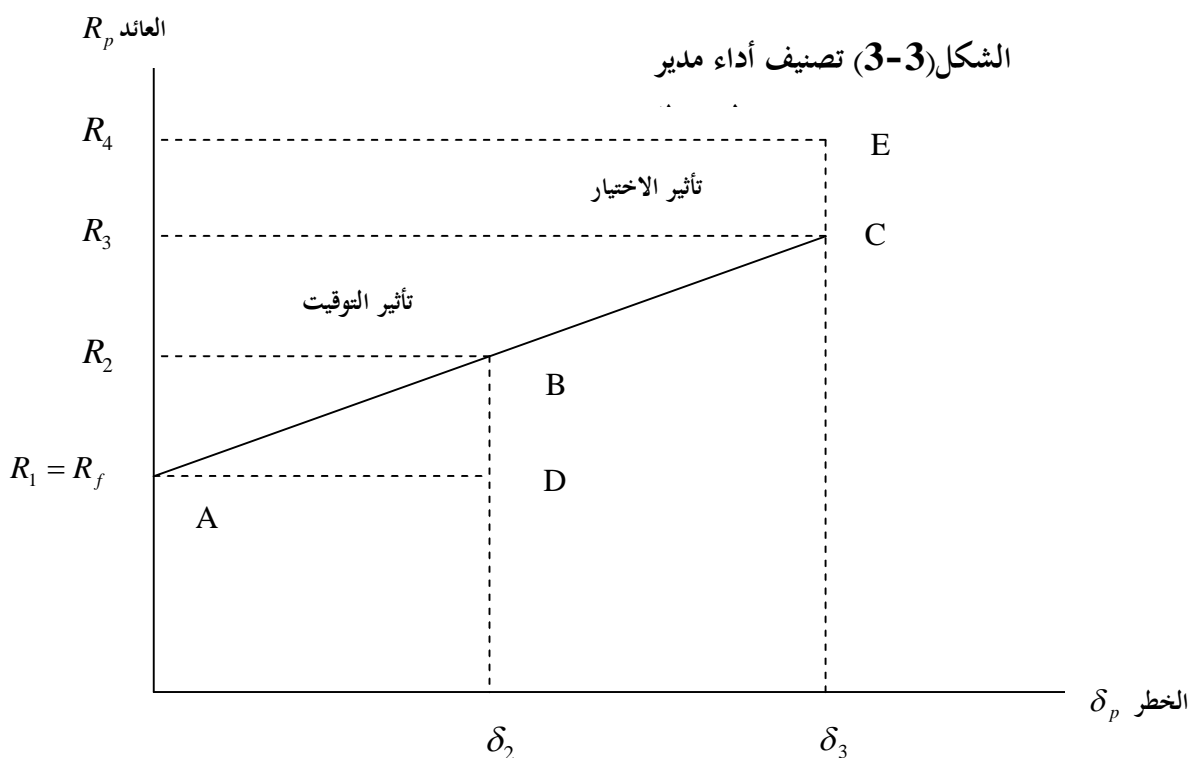
² محمد مطر، فايز تيم مرجع سبق ذكره، ص ص 186-189.

الفصل الثالث: صناديق الاستثمار في السوق المالية

α : معامل المقايضة بين المخاطرة والعائد δ_p^* : المخاطر المرححة للمحفظة

ويتم تصنيف أداء المدير بموجب ما تقدم على النحو التالي:

- إذا كان R_p^* مساوياً تماماً للعائد المحدد وفق معادلة خط السوق يكون أداءً مقبولاً؛
 - إذا كان R_p^* العائد المحدد وفق معادلة خط السوق يكون أداءه جيداً؛
 - إذا كان R_p^* أقل من العائد المحدد وفق معادلة خط السوق يكون أداءه ضعيفاً وغير مقبول .
- ويمكن توضيح كيفية الاستفادة من معادلة خط السوق في تصنيف أداء مدير المحفظة من خلال الشكل أدناه:



المصدر: محمد مطر، فايز يتم، مرجع سبق ذكره، ص 188.

يتضح من الشكل:

أن خط ABC يمثل خط أداء السوق، والذي يبدأ من النقطة A التي تمثل العائد عديم (خالي) من المخاطرة R_f أي أن:

- أداء مديري المحفظة A مقبول لأنه استطاع تحقيق R_1 والذي يمثل العائد الخالي من المخاطرة؛
- كما أن أداء مدير المحفظة B هو الآخر مقبول لأنه حقق عائد R_2 بمخاطر مقبولة هي δ_2 ، كما أن أداء مدير المحفظة C هو الآخر مقبول طالما أنه يمكن من تحقيق عائد R_3 وفقاً للمخاطرة المقبولة لمستوي هذا وهي δ_3 ؛

الفصل الثالث: صناديق الاستثمار في السوق المالية

- أما أداء مدير المحفظة D فهو غير مقبول، لأنه لم يحقق سوى العائد R_1 وذلك بمستوى مخاطرة δ_2 ، علماً بأن المفروض به أن يحقق نفس معدل العائد ولكن بدون أي مخاطرة؛
- وبالمقابل فإن أداء مدير المحفظة E كان جيداً، لأنه تفوق على أداء السوق محققاً عائداً R_4 بمستوى مخاطرة δ_3 فقط؛
- بمقارنة أداء مدير المحفظتين B و C يمكن إرجاع الفرق في الأداء الذي حققه المستثمر E عن المستثمر C بما يعرف بتأثير إدارة المحفظة Management Influence وذلك بفضل عاملين هما:
 - أ- تأثير التنوع: ويقصد به أن مدير المحفظة E استعمل الوقت بطريقة كفؤة، وذلك عن طريق تغيير حساسية المحفظة (معامل بيتا)، وذلك بتعديل أسعار محفظته باختيار أسهم ذات معامل (بيتا) منخفض أو باختيار أسهم ذات معامل (بيتا) مرتفع قبل ارتفاعها؛
 - ب- تأثير الاختيار: يقصد بذلك قدرة مدير المحفظة E على اختيار أدوات الاستثمار التي تفوق قيمتها سعرها السوقي.

الفرع الثاني: نماذج تقييم أداء محافظ أصول صناديق الاستثمار

ترتكز نماذج تقييم أداء محافظ أصول صناديق الاستثمار على أسلوبين هما:

أولاً - النموذج البسيط: وفقاً لهذا النموذج "يتم قياس معدل العائد على الأموال المستثمرة في الصندوق من خلال نشر الصناديق ذات النهاية المفتوحة يومياً لقيمة الموجودات الصافية للأسهم، وعليه بمقتضاه يتم اختيار الاستثمارات المكونة للمحفظة عشوائياً، ويقوم هذا الأسلوب على فرض أساسي وهو أن المخاطر التي يتعرض لها عائد الاستثمارات تنخفض كلما تنوعت الاستثمارات التي تضمها المحفظة، على أساس أن توزيع المبلغ المتاح على عدد أكبر من الاستثمارات يُمكن إلى حد ما تجنب بعض المخاطر الاستثمارية. والتنوع البسيط ذو فائدة محدودة في تخفيض المخاطر، ويقوم هذا الأسلوب على تحديد العائد خلال فترة زمنية قصيرة، وكذلك باعتماد على الأرباح الرأسمالية والأرباح الموزعة. وتعتبر هذه المعلومات كافية لحساب قيمة مؤشر بسيط ومفيد"¹

ويمكن قياس معدل العائد وفق المعادلة التالية²:

$$R = \frac{(P_1 - P_0) + D + D_C}{P_0}$$

¹ أنظر: - دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 320

- منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 382. (بتصرف).

² أنظر: - منير إبراهيم هندي، "إدارة المنشآت المالية أسواق المال"، مرجع سبق ذكره، ص 316.

- فارس ناصيف الشبيري، غسان سالم الطالب، مبادئ المالية، دار وائل للنشر، ط 1، عمان، الأردن، 2012، ص 184.

الفصل الثالث: صناديق الاستثمار في السوق المالية

P_0 : قيمة الأصل في بداية الفترة (سعر الشراء) ؛ P_1 قيمة الأصل في نهاية الفترة (سعر البيع)

D : توزيعات الأرباح ؛ D_c : معدل العائد على الاستثمار ؛ $(P_1 - P_0)$: الأرباح الرأسمالية

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

ثانياً: الأساليب الكمية (الأسلوب المزدوج)

يتم قياس مستوى أداء صناديق الاستثمار على أساس الأساليب الكمية بإدخال كل من العائد والمخاطرة في الحساب، ومن أبرز هذه النماذج ما يلي:

1- نموذج شارب Sharpe Model (أسلوب المخاطر الكلية): يهدف هذا النموذج المركب إلى قياس أداء محفظة الأوراق المالية، حيث يقوم على أساس العائد والمخاطر عند تقييم أداء المحفظة، وأطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد¹، وهو يحدد العائد الإضافي الذي تحققه الأوراق المالية المكونة لمحفظة الصندوق نظير كل وحدة من المخاطر الكلية التي تنطوي عليها استثمارات المحفظة.

ويقوم مقياس شارب على عدة نقاط:

- معدل العائد الخالي من المخاطر
- متوسط معدل العائد للصندوق
- المخاطر الكلية للصندوق مقاساً بدلالة δ الانحراف المعياري، وبذلك يقاس المؤشر لكل صندوق كما يلي²:

$$S = \frac{R_p - R_f}{\delta_p}$$

حيث:

S : تمثل مؤشر شارب ؛ R_p : تمثل معدل العائد على الاستثمار للصندوق

R_f : تمثل معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر ؛ δ_p : يمثل الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمارات للصندوق، وهو يعبر عن المخاطر الكلية للاستثمارات الصندوق.

¹ - دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص 322.

² أنظر:- عصران جلال عصران، "الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 339.

- محمد صالح الحناوي وآخرون، "تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 240.

- إبراهيم بن عبد العزيز بن ناصر المزيني، مرجع سبق ذكره، ص 16.

2- نموذج ترينور (أسلوب المخاطر المنتظمة) Treynor's Performance model's 1965:

يقوم هذا النموذج على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، يفترض التنويع الجيد للمحفظة وبالتالي يتم القضاء على المخاطر غير المنتظمة (مخاطر الشركة). وعليه يتم فقط قياس المخاطر النظامية (مخاطرة السوق) باستخدام معامل β كمقياس لمخاطر المحفظة (المخاطر المنتظمة للمحفظة) بدلا من الانحراف المعياري الذي يقيس المخاطر الكلية للمحفظة¹، ويمكن حساب معادلة النموذج على النحو التالي:²

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

حيث : T : تمثل قيمة المؤشر؛ R_p : تمثل معدل العائد على الاستثمار للصندوق

R_f : تمثل معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر

ويحسب β بالمعادلة التالية:³

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

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

3- نموذج جنسن: Jensen's Model: تقوم فكرة هذا النموذج المعروف بـ "معامل ألفا" على إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد:⁴

- المقدار الأول: يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي؛
 - المقدار الثاني: فيتمثل في حاصل ضرب المعامل β في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، والتي أطلق عليها علاوة مخاطرة السوق.
- وإن هذا النموذج يقوم على الفكرة الأساسية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، والذي يفرض وجود دالة خطية بين العائد والمخاطرة.

¹ محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص 240.

² الياس خضير الحمدوني، "تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي"، مقالة منشورة في مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، العراق، المجلد 4، العدد 7، 2011، ص 321.

³ مؤيد عبد الرحمن الدوري، مروان جمعة درويش، "الأداء الاستثماري لمحافظ القيمة ومحافظ النمو وعلاقته بكفاءة الأسواق المالية - دراسة

اختيارية في بورصة عمان"، المجلة العربية للإدارة، مج 30، ع 2، الأردن، 2010، ص 142.

⁴ رياض محمد الشحات، مرجع سبق ذكره، ص ص 267-268.

وعليه يمكن إعداد المعادلة على النحو التالي¹:

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

حيث:

R_p : عائد الصندوق ؛ R_f : تمثل معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر ؛ R_m : تمثل عائد السوق

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

4- مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر (RAP) Risk adjusted Performance

قدم (Leah&franco Madigliani 1997) مؤشر أطلق عليه نموذج الأداء المعدل بالمخاطر، ويسمى أيضا نموذج (M^2)، نسبة إلى الأحرف الأولى من أسميهما، حيث أن مقياس شارب وترينور مقياس جيدة عند تقييم أداء صناديق الاستثمار الاستثمارية، بينما يصبح تقييم أداء صندوق استثماري واحد باستخدام هذه المقاييس أمراً صعباً، حيث أن مقياس الأداء المعدل بالمخاطر هو مقياس مبني على أساس حساب النقاط الأساسية للمحفظة، وهو ما يجعل إمكانية تقييم محفظة استثمارية أمراً سهلاً. ويمكن صياغة معادلته كما يلي:²

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

حيث:

RAP : معامل 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

ويعكس 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 في سندات حكومية خالية من المخاطر.

¹ الياس خضير الحمدوني، مرجع سبق ذكره، ص 322.

² جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 25.

الفصل الثالث: صناديق الاستثمار في السوق المالية

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.

ثالثاً: جوانب أخرى لقياس أداء صناديق الاستثمار

هناك جوانب أخرى لقياس الأداء يمكن إيجازها فيما يلي¹:

1 - المحافظة على مستوى المخاطر: هو يبين مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطرة التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق. وذلك بالمقارنة مع مستوى المخاطرة المحدد في الهدف من إنشائه. ويقصد بها مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق، وذلك بمقارنة مع مستوى المخاطر المحدد في هدف إنشائه؛

2 - قياس مستوى التنوع: يضمن التنوع الجيد لتشكيلة الأوراق المالية في محفظة صناديق الاستثمار تقليل المخاطرة إلى حدها الأدنى. من بين الأسباب المشجعة لشراء أسهم شركات الاستثمار، المستوى العالي من التنوع الذي تتسم به تشكيلات الأوراق المالية التي تتضمنها صناديق الاستثمار، الأمر الذي يجعل الاطمئنان على أن تشكيلة الأوراق المالية التي يتضمنها الصندوق هي على مستوى عالٍ من التنوع؛

3 - قياس متوسط معدل العائد مع مؤشرات أخرى: إذ يتم بالمقارنة بين متوسط العائد المتولد عن الصندوق مع متوسط العائد لأحد المؤشرات العالمية المعروفة مثل مؤشر ستاندر آند بورز أو مؤشر داو جونز؛

4 - قياس تكاليف الاستثمار: وذلك بهدف تقليل هذه التكاليف ما أمكن من أجل تحسين أداء الصندوق

¹ أنظر: - منير إبراهيم هندی، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المستثمرين"، مرجع سبق ذكره، ص 77-81.

- منير الحكيم، "صناديق الاستثمار: عمليات، أسس إدارتها، مخاطرها، وقياس أدائها والعوامل المؤثرة على أدائها"، الجزء الثاني، مقالة منشورة في مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، مح 19، ع 1، 2011، ص 51.

خلاصة الفصل الثالث

تعتبر صناديق الاستثمار وعاء ماليا لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية وفقا لرغبات المستثمرين ودرجة تقبلهم للمخاطر، وخاصة صغار المدخرين الذين ليست لهم خبرة في هذا المجال. كما يختلف الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار حسب تنوع أغراض الصندوق، وكذلك تبعا لحجم استثماراته ووفقا لشروط عقد تكوينه. أما فيما يخص العمليات التي تقوم بها صناديق الاستثمار فتتمثل في تسعير الوحدات الاستثمارية، وتحديد رسوم الاشتراك، بالإضافة إلى الاسترداد والتداول.

وتبعا لاختلاف أنواع صناديق الاستثمار (صناديق الاستثمار التقليدية أو الإسلامية) وأهداف المستثمرين، تختلف السياسات الاستثمارية المتبعة من أجل ذلك، فنجد أن هناك السياسة المتحفظة تختلف السياسات الاستثمارية المتبعة في الصندوق باختلاف أهداف الصندوق ومعدل العائد المحقق ومستوى المخاطرة، فنجد أن هناك سياسة متحفظة التي تتبعها عادة الصناديق الاستثمارية التي تضم مستثمرين غير مستعدين لتحمل المخاطر والمجازفة أي المستثمرين المتحفظين لذلك، فإن الصندوق يركز في هذه الحالة على الأمان والسيولة، أما السياسة الاستثمارية الهجومية هي السياسة التي تتضمن استثماراتها درجة مخاطرة كبيرة من أجل الحصول على أرباح أعلى. بالإضافة إلى السياسة المتوازنة التي تجمع بين عنصري الأمان والمخاطرة، وبالشكل الذي يحقق قدرا مقبولا من الأرباح

يعتمد تكوين محفظة استثمارية على التنوع في أصول محفظته، ويعتبر التنوع أسلوباً لمواجهة المخاطر الاستثمارية وتحقيق مستوى معين من العائد، وبأخذ التنوع عدة أشكال سواء كان تنوعاً من جهة الإصدار، أو تنوع تواريخ الاستحقاق، أو التنوع الدولي الذي يؤدي إلى تقليل المخاطر. وعليه، يمكن قياس أداء أصول محافظ صناديق الاستثمار وفق نماذج (الأسلوب البسيط أو الطرق الكمية) لحساب العائد والمخاطرة، وتفضيل المحفظة التي تعود بعائد أكبر مع أقل مخاطرة وهذا ما سوف نتطرق إليه في الفصل الرابع

الفصل الرابع

تقييم أداء صناديق الاستثمار

(تجارب دولية)

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

تمهيد

أدى التطور الكبير الذي عرفته الأسواق المالية العالمية إلى سعي الدول العربية والإسلامية هي الأخرى إلى تطوير أسواقها المالية، حيث تحظى هذه الأخيرة باهتمام كبير نظراً لأهميتها ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية المستدامة، إضافة إلى توفير قنوات استثمارية مهمة كصناديق الاستثمار التي تساهم في استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، وتسهيل التداول بإدخال تقنيات حديثة للسوق كنظام التداول الإلكتروني، وذلك لإعطاء صورة عن حالة السوق سواء محليين أو أجانب من أجل الاستثمار ومعرفة التطورات الحاصلة في أسعار الأدوات المالية المتداولة في السوق من أجل اغتنام الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى تحقيق الأرباح، ومن بين هذه الأدوات المالية المتداولة في السوق صناديق الاستثمار التي تهدف إلى السماح لصغار المستثمرين وعديمي الخبرة بمجال الاستثمار في السوق المالية من أجل تقييم أداء هذه الصناديق وفق المؤشرات المركبة (السعودية، البحرين وماليزيا) أما فيما يخص الجزائر، فتطرقنا فيها إلى صناديق الاستثمار المتداولة في السوق دون التقييم وذلك لصعوبة وجود الإحصائيات والمعلومات لتطبيق المؤشرات.

وعليه، يمكن تقسيم هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: تقييم أداء سوق الأسهم السعودي؛

المبحث الثاني: تقييم أداء سوق البحرين للأوراق المالية؛

المبحث الثالث: تقييم أداء البورصة الماليزية؛

المبحث الرابع: صناديق الاستثمار في الجزائر.

المبحث الأول: تقييم أداء سوق الأسهم السعودي

يحتل سوق الأسهم السعودي المراكز الريادية من بين الأسواق المالية العربية سواء كان ذلك، من حيث قيمة وحجم التداول أو عدد الصفقات المنفذة، بالإضافة إلى وجود عدد معتبر من الصناديق الاستثمارية المدرجة داخل السوق.

المطلب الأول: سوق الأسهم السعودي

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى نشأة سوق الأسهم السعودي، والتطرق إلى أداء سوق الأسهم بما فيه عدد الشركات المدرجة ومؤشرات التداول بالإضافة إلى عدد الصناديق وحجم التداول فيها

الفرع الأول: نشأة سوق الأسهم السعودي

أولاً: مراحل إنشاء سوق الأسهم السعودي: مر السوق المالي السعودي بعدة مراحل، حيث تعود بداية تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية إلى عام 1934، وهي شركة السيارات، تلتها ثلاث شركات كهرباء، ثم شركة الاسمنت العربية والتي تأسست عام 1954، ليتزايد بعد ذلك تأسيس شركات المساهمة لمواكبة احتياجات التنمية الاقتصادية في تلك المرحلة.

وفي نهاية السبعينيات من القرن العشرين عندما تزايد عدد شركات المساهمة بشكل ملحوظ، والذي تزامن مع قيام الحكومة بدمج شركات الكهرباء في شركة موحدة نتج عنه توزيع أسهم إضافية بدون مقابل على مساهميها وقيامها بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة، حيث تم طرح أسهمها للاكتتاب العام، حيث ساهمت هذه العوامل في زيادة عدد الأسهم المتاحة للتداول بين الجمهور، ومن ثم نشأت الحاجة إلى تبادل تلك الأسهم فيما بينهم¹، مما ترتب عليه نشوء سوق غير رسمي للأسهم لدى مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم، ونظراً لعدم وجود الأسس السليمة التي تتعامل بها هذه المكاتب في هذا المجال، وظهور بعض الممارسات غير القانونية، ومنها نشر أسعار غير واقعية للأسهم، فقد صدر المرسوم رقم 8/1230 في 1403/7/11 هـ الموافق لعام 1983م بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية². وفي 23 نوفمبر 1983 صدر أمر بتنظيم تداول الأسهم بتشكيل لجنة وزارية للإشراف على السوق مكونة من وزير المالية ووزير التجارة ومحافظ مؤسسة النقد العربي السعودي، وانبثق عنها لجنة إشراف مشكلة من تلك الجهات. وقد أوكلت لمؤسسة النقد العربي السعودي مهمة المراقبة والمتابعة والإشراف اليومي على تداول الأسهم في السوق.

¹ وليد أحمد صافي، "الأسواق المالية العربية، الواقع والأفاق"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2002-2003، ص 200.

² نادية بن شاعة، "إمكانيات وأهداف التعاون في مجال بورصات الأوراق المالية (دراسة حالة البورصات العربية)"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الشلف، 2007، ص 117.

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

وفي عام 1990 تم تطبيق أول نظام الكتروني متكامل للتداول والتسويات والمقاصة المعروف ESIS، واستمر العمل به إلى غاية أكتوبر من عام 2001 حيث تم استبداله بنظام "تداول"، وهو نظام آلي متكامل ومتطور من حيث آليات التداول والتسوية والمقاصة.¹

وبهدف تنظيم السوق المالية في المملكة على أسس حديثة تواكب التطور الاقتصادي وتعزز ثقة المستثمرين وتوفير المزيد من الإفصاح والشفافية والعدالة في معاملات الأوراق المالية، تأسست هيئة السوق المالية بموجب "نظام السوق المالية" الصادر بالمرسوم الملكي رقم (م/30) بتاريخ 1434/6/2 هـ الموافق 2003/7/31 لتتولى الدور الإشرافي والرقابي على الأطراف الخاضعة لإشراف الهيئة. وتعد هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، وتتولى الإشراف على تنظيم السوق المالي وتطويره، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالي.²

ثانياً: المهام الأساسية للهيئة: ومن بين المهام الأساسية للهيئة:³

- تنظيم السوق المالي وتطويره، وتنمية أساليب الجهات العاملة في تداول الأوراق المالية؛
 - حماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة أو غير السليمة أي التي تنطوي على احتيال، أو تدليس؛
 - العمل على تحقيق العدالة، المصداقية والشفافية في معاملات الأوراق المالية؛
 - تطوير الضوابط التي تحد من المخاطر المرتبطة بعمليات الأوراق المالية؛
 - تنظيم وإصدار الأوامر المالية ومراقبة التعامل بها؛
 - تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الأطراف الخاضعة لإشراف هيئة السوق المالية؛
 - تنظيم ومراقبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية والجهات المصدرة لها.
- الفرع الثاني: أداء سوق الأسهم السعودي:** يعد سوق الأسهم السعودي من أكبر الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية وقيمة التداول في الشركات المدرجة ضمنها، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

أولاً- عدد الشركات المدرجة في الأسواق المالية السعودية: عملت الهيئة منذ إنشائها على توسيع قاعدة السوق المالي عن طريق زيادة عدد الشركات المدرجة في السوق المالية، وذلك لتنمية السوق المالي وتطويره واستقطاب الاستثمارات وتنويع الأدوات الاستثمارية. وذلك ما نلاحظه من خلال الجدول رقم (4-1) أدناه حيث أن هناك تزايد في عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي، حيث كانت في سنة 2007 تقدر بـ 111 شركة وصلت إلى 169 شركة خلال سنة 2014

¹ منى قاسم، " دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية"، الدار المصرية اللبنانية، ط1، القاهرة، مصر، 2007، ص240.

² هيئة السوق المالية، " التقرير السنوي 2013"، السعودية 1435/1436 هـ الموافق لـ 2013م، ص 16.

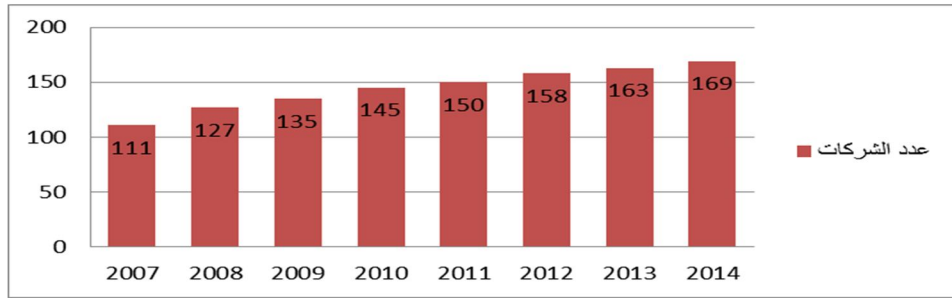
³ هيئة السوق المالية، " التقرير السنوي 2014"، السعودية 1435/1434 هـ الموافق لـ 2014م، ص 16.

الجدول رقم (4-1): عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية 2007-2014

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
عدد الشركات	111	127	135	145	150	158	163	169
نسبة التغير	-	%14.4	%6.30	%7.41	3.45%	%5.33	%3.16	%3.68

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، "النشرة الإحصائية الشهرية مارس 2015"، السعودية، 2015، ص 56.

الشكل رقم (4-1) عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2007 - 2014



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (4-1)

ثانياً - حجم التداول: يمكن تبين حجم التداول بقيمة وعدد الاسهم المتداولة بالإضافة إلى عدد الصفقات المنفذة في السوق على النحو التالي:

الجدول رقم (4-2): حجم التداول لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2007-2014

العام	قيمة الأسهم (ريال)	نسبة التغير %	عدد الأسهم	نسبة التغير %	عدد الصفقات (مليون صفقة)	نسبة التغير %
2007	2.557.712.529.502,75	-	70.599.042.228	-	65.665.500	-
2008	1.962.945.580.483,05	23.25-	62.229.796.834	11.85-	52.135.929	20.60-
2009	1.264.011.091.721,80	35.61-	59.003.512.606	5.18-	36.458.326	30.07-
2010	759.184.484.995,00	39.94-	34.237.365.810	41.97-	19.536.143	46.42-
2011	1.098.836.028.656,75	44.74	49.614.374.459	44.91	25.546.933	30.77
2012	1.929.318.274.741,75	75.58	84.400.918.384	70.11	42.105.048	64.81
2013	1.369.665.791.887,89	29.01-	53.527.139.241	36.58-	28.967.694	31.20-
2014	2.146.511.896.920,60	56.72	70.803.282.504	32.28	35.761.091	23.45

المصدر: السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير السنوي الإحصائي 2014، السعودية، ص 36

من خلال الجدول رقم (4-2) نلاحظ أن:

شهد عام 2008 انخفاض في القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في سوق الأسهم السعودي، حيث وصلت إلى 1.962,945 مليار ريال أي ما يعادل 523,45 مليار دولار أمريكي مقابل 2.577,71 مليار ريال في عام

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

2007 أي بنسبة انخفاض تقدر بـ 23,25 % . وفي المقابل شهد إجمالي عدد الأسهم المتداولة إذا ما قمنا بمقارنة إجمالي عدد الأسهم المتداولة خلال عام 2008 والتي بلغت بنحو 59,003 مليار سهم مقابل 70.599 مليار سهم تم تداولها خلال عام 2007 نجد أن هناك انخفاض بنسبة 11.85 %. وذلك بسبب الأزمة المالية العالمية 2008 حيث كان تأثيرها مستمر إلى غاية 2010 مما أدت إلى انخفاض في قيمة الأسهم المتداولة إلى نسبة 39.94 % وكذلك بالنسبة إلى عدد الأسهم المتداولة فقد انخفضت إلى 49.97 %، بالإضافة إلى انخفاض عدد الصفقات المنفذة إلى 19.53 مليون صفقة أي بنسبة 46.42 %. لكن شهد السوق انتعاشا منذ بداية سنة 2011 في قيمة الأسهم حيث وصلت قيمة تداول الأسهم إلى حدود 44.74 % وكذلك فيما يخص عدد الأسهم وصلت إلى حدود 44.91 %، أما فيما يخص عدد الصفقات فقد ارتفعت إلى حدود 30.77 % هذا الانتعاش إلى غاية 2012، أما فيما يخص 2013 فقد شهد انخفاض في أداء السوق سواء من ناحية قيمة الأسهم وعددها المتداول بالإضافة إلى عدد الصفقات المنفذة، ولكن استرجع السوق عافيته قليلا خلال سنة 2014.

ثالثا- القيمة السوقية المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي: شهدت القيمة السوقية والمؤشر العام لسوق الأسهم السعودي عدة تغيرت حسب الفترة الزمنية محل الدراسة

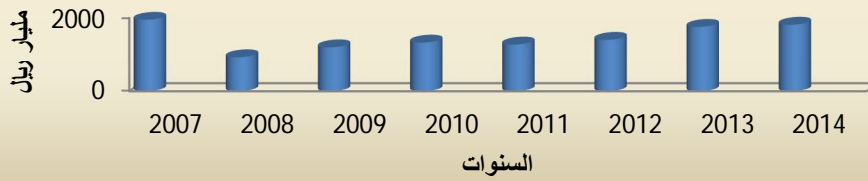
الجدول رقم (4-3) القيمة السوقية للأسهم المصدرة والمؤشر العام للسوق المنفذة خلال 2007-2014

العام	القيمة السوقية (مليار ريال)	نسبة التغير %	المؤشر العام (نقطة)	نسبة التغير %
2007	1.946,35	-	11.038,66	-
2008	924,53	-52.50	4.802,99	-56.49
2009	1.195,51	29.31	6.121,76	27.46
2010	1.325,39	10.86	6.620,75	8.15
2011	1.270,84	-4.12	6.417.73	-3.07
2012	1.400,34	10.19	6.801,22	5.98
2013	1.752,86	25.17	8.538,60	25.50
2014	1.812,89	3.42	8.333,30	-2.37

المصدر: السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير السنوي الإحصائي 2014، السعودية، ص 44.

السوق المالية السعودية (تداول)، النشرة الإحصائية الشهرية مارس 2015، السعودية، ص 56.

الشكل رقم (4-2): تطور القيمة السوقية للأسهم المصدرة في السوق من الفترة 2014-2007



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (3-4)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (3-4) أن:

القيمة السوقية قد انخفضت إلى 924.53 مليون ريال سنة 2008 بعدما كانت في حدود 1.946.35 مليار ريال سعودي والسبب وراء هذا الانخفاض هو تداعيات الأزمة المالية العالمية 2008 أي نسبة الانخفاض وصلت إلى 52.50%، كما شهد المؤشر العام للسوق انخفاض 4802.99 نقطة أي بنسبة انخفاض في حدود 56.49%. كما شهد السوق تحسن سواء من ناحية القيمة السوقية أو قيمة المؤشر خلال سنتي 2009 و2010، ولكن طرأ على القيمة السوقية سنة 2011 انخفاض وصلت إلى 1.270.84 مليار ريال سعودي أي بنسبة انخفاض تقدر بـ 4.12%، كما شهد مؤشر السوق انخفاض وصل إلى 6417.73 نقطة بنسبة انخفاض تقدر بـ 3.07%. وكان هذا الانخفاض ناتج عن انخفاض في مؤشر القطاعات خاصة قطاع المصارف والخدمات بنسبة انخفاض يقدر بـ 12.72%، قطاع الصناعات البتروكيماوية بانخفاض 4.38%، قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات -13.92% بالإضافة إلى قطاع الطاقة، المرافق الخدمية والتطوير العقاري نسبته 0.82% و1.92% على التوالي، كما شهد السوق سنة 2012 و2013 انتعاش من حيث القيمة السوقية إلى حدود 10.19% و25.17% على التوالي، أما فيما يخص قيمة المؤشر فهي الأخيرة شهدت ارتفاع بين سنتي 2012 و2013 في حدود 5.98% و25.5% على التوالي، وفيما يخص 2014 فقد شهدت السوق من حيث القيمة السوقية انتعاش قليل جدا عن سنة 2013، أما فيما يخص المؤشر العام فشهد انخفاض في قيمته وصلت إلى حدود 8333.30 نقطة أي بنسبة انخفاض تقدر بـ 2.37% ويرجع سبب الانخفاض إلى أسعار النفط خلال الربع الرابع من سنة 2014. حيث أشار مؤشر الأسعار حسب القطاعات (الصناعات الكيماوية) انخفاض وصل إلى 5857.2 نقطة (-22.37%) في نهاية 2014 بعدما كان يقدر بـ 7545.5 نقطة خلال نهاية سنة 2013.

الفرع الثالث: صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي

تعتبر سوق السهم السعودي من بين أهم الأسواق المالية الموجودة على المستوى العربي، إذ تعتبر أول دولة عربية أنشأت صندوق استثماري سنة 1979، بالإضافة تركيز حجم وعدد كبير من صناديق الاستثمار داخل السوق

أولاً: نشأة صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية: جاءت فكرة صناديق الاستثمار السعودية تلبية لرغبات وطلبات المستثمرين لفئاتهم المختلفة وإقبالهم على هذه الصناديق التي تسوق محلياً وعالمياً. وقد صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في البنوك المحلية بناءً على توصيات مؤسسة النقد العربي السعودي والقرار الوزاري رقم 2052/3 بتاريخ 14/07/1413 هـ الموافق لـ 7 جانفي 1993. وقد عرفت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار بأنه برنامج استثماري مشترك ينشؤه البنك المحلي بموافقة مسبقة من مؤسسة النقد العربي السعودي بهدف إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه بالمشاركة جماعياً في نتائج أعمال البرنامج، وتتم إدارته من قبل البنك مقابل أتعاب محددة، وبالنسبة للأغراض الاستثمارية للصناديق في السعودية فلم تحصرها قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في مجال معين وتركبتها لعقد إنشاء الصندوق بين المدير والمستثمرين¹.

ثانياً: تطور الصناديق المدرجة في السوق السعودي

الجدول رقم (4-4): تطور عدد الصناديق المدرجة في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2007-2014

السنوات	عدد الصناديق المدرجة	التغير (%)	عدد المشتركين (ألف مشترك)	التغير (%)
2007	252	-	462,1	-
2008	262	4	375,0	-12.0
2009	244	-6.9	356,3	-5.0
2010	243	-0.4	320,4	-10.1
2011	249	2.5	293,9	-8.3
2012	240	-3.6	275,6	-6.2
2013	236	-1.7	258,1	-6.4
2014	252	6.8	246,0	-4.7

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي (46) لسنة 2010، ص 93.

مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي (51) لسنة 2014، ص 98.

¹ - حسن محمد الفطافطه، مرجع سبق ذكره، ص ص 77-78.

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

الشكل رقم (3-4): تطور عدد صناديق الاستثمار المدرجة في السوق للفترة 2007-2014



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (4-4).

نلاحظ من خلال الجدول والشكل المبين أعلاه

أن هناك تطور في عدد الصناديق المدرجة في سوق الأسهم السعودي، وذلك حرصاً من هيئة السوق المالي من زيادة وحدات صناديق الاستثمار بشتى أنواعها. حيث شهدت صناديق الاستثمار في عام 2008 زيادة عدد الصناديق المدرجة في السوق المالي وصلت إلى 262 صندوقاً بزيادة نسبتها 4% مقارنة بسنة 2007 حيث كانت عدد الصناديق العاملة 252 صندوقاً. أما فيما يخص سنتي 2009 و 2010 فشهدت انخفاض في عدد الصناديق المدارة في السوق إلى 6.9% و 0.4% على التوالي، كما شهدت انخفاض فيما يخص عدد المشتركين بمقدار 5% و 10.1%، أما فيما يخص سنة 2011 فقد شهدت زيادة في عدد الصناديق لتصل إلى 249 صندوقاً برغم من ذلك فقد انخفض عدد المشتركين فيها إلى 293.4 ألف مشترك أي بنسبة انخفاض تقدر بـ 8.3%. كما شهدت 2012 و 2013 انخفاض في عدد الصناديق المدرجة في السوق إلى 240 و 236 صندوقاً على التوالي ويعود سبب الانخفاض إلى تداعيات أزمة الديون السيادية اليونانية وإلى تجميد هيئة السوق المالي لعمل بعض الصناديق نتيجة لعدم الإفصاح والشفافية على التقارير المالية. أما فيما يتعلق بسنة 2014 فقد شهدت زيادة في الصناديق وصلت إلى حدود 252 صندوقاً بنسبة زيادة تقدر بـ 6.8%، بالرغم من ذلك نجد انخفاض في عدد المشتركين خاصة في الربع الرابع من سنة 2014 بنسبة 2.3% (5725 مشترك) ليصل إلى 246.0 ألف مشترك أي بنسبة -4.7%.

2- الاستثمارات بالأصول المحلية والأجنبية في صناديق الاستثمار

الجدول رقم (4-5) الاستثمارات بالأصول المحلية والأجنبية في صناديق الاستثمار الوحدة: مليار ريال

السنوات	الأصول المحلية	نسبة التغير %	الأصول الأجنبية	نسبة التغير %	إجمالي الأصول	نسبة التغير %
2007	79,9	-	25,2	-	105,1	-
2008	61,3	-23,3	13,6	-46,2	74,8	-28,8
2009	74,1	21	15,4	13,7	89,5	19,7
2010	74,4	0,4	30,3	31,7	94,7	5,8
2011	64,5	-13,3	17,7	-13,0	82,2	-13,2

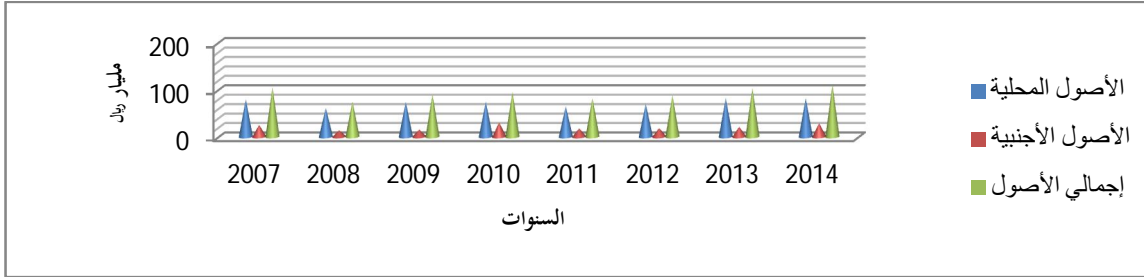
الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

7,1	88,1	3.4	18,3	8,2	69,8	2012
17,2	103,2	16.8	21,3	18,3	81.9	2013
7,3	110,7	35.3	28,8	0,0	81,9	2014

المصدر : مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي (46)، مرجع سبق ذكره، ص 93

مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي (51)، مرجع سبق ذكره، ص 98.

الشكل رقم(4-4): تطور الاستثمارات الأصول المحلية والأجنبية في صناديق الاستثمار للفترة 2007-2014



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (4-5)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن هناك تطور في إجمالي الأصول، حيث انخفض حجم أصول صناديق الاستثمار في عام 2008 إلى نحو 74.8 مليار ريال مقارنة بـ 105.1 مليار ريال خلال عام 2007 بنسبة مقدارها 28.8%. وأن إجمالي أصول صناديق الاستثمار التابعة للمصارف التجارية وشركات الاستثمار سجلت انخفاض خلال الربع الرابع 2008 بنسبة 23.06 % (22.426 مليار ريال) ليبلغ 74.814 مليار ريال، مقارنة بانخفاض نسبته 11.5 % (12.607 مليار ريال) في الربع الثالث 2008، وسجلت معدل نمو سنوي سلبي بنسبة -28.81 % أي 30.286 مليار ريال. وتحليل إجمالي لأصول الصناديق، نلاحظ انخفاض الأصول المحلية بنسبة 19.61 % أي 14.946 مليار ريال في الربع الرابع 2008 ليبلغ 61.259 مليار ريال، مقارنة بانخفاض نسبة 14.259 % أي 12.663 مليار ريال في الربع الثالث 2008، وسجلت الأصول المحلية معدل نمو سنوي سلبي بنسبة 23.14 % أي ما يعادل 18.45 مليار ريال، بتسجيلها انخفاضا بنسبة تقدر بـ 35.56 % أي ما يعادل 7.48 مليار ريال في الربع الرابع 2008 ليبلغ 13.555 مليار ريال، مقارنة بارتفاع 0.26 % أي ما يعادل 0.056 مليار ريال في الربع الثالث 2008، وسجل معدل نمو سنوي سلبي للأصول الأجنبية بـ 10.538 مليار ريال أي بنسبة 43.73 % وذلك بسبب الأزمة المالية العالمية 2008. أما فيما يخص سنتي (2009، 2010) فشهدت تطور في حجم إجمالي الأصول قدر بـ 89.5 و 94.7 مليار ريال على التوالي وارتفعت الأصول المحلية لصندوق الاستثمار من 74.1 مليار ريال إلى 74.4 مليار ريال سعودي، أما فيما يخص الأصول الأجنبية فقد شهدت هي الأخيرة ارتفاع يقدر بـ 15.4 و 30.3 مليار ريال سعودي على التوالي. أما فيما يخص سنة 2011 فقد شهدت انخفاض في إجمالي الأصول وصلت نسبته إلى 13.2 % نتيجة تداعيات أزمة الديون السيادية

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

اليونانية. أما إذا ما تطرق إلى سنوات 2012، 2013 و 2014 فنلاحظ تحسن في إجمالي أصول الصناديق بنحو 7.3% بمقدار 103.2 مليار ريال سعودي نهاية عام 2013 إلى نحو 110.7 مليار ريال سعودي في عام 2014

المطلب الثاني: تقييم أداء عينة من صناديق الاستثمار في سوق الأسهم السعودي

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى تقييم أداء عينة من صناديق الاستثمار خلال فترة الدراسة (2007-2014) وذلك باستخدام المؤشرات المركبة (مؤشر شارب، مؤشر ترينور، مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M2) وعليه كانت حوصلت النتائج المتوصل إليها كما يلي:

الجدول رقم (4-6) : نتائج تقييم مؤشرات أداء الصناديق على عينة من الصناديق السعودية

بيانات متعلقة بالسوق					
عائد أذون الخزانة	عائد السوق	δ_m	تباين السوق	مؤشر شارب للسوق	
%1.29	%5.54	%27.38	0.0749	0.155	
بيانات متعلقة بالصندوق الأسهم 1					
\bar{R}_p	δ_p	β	مؤشر شارب	مؤشر ترينور	مؤشر M^2
%11.4	%28.8	1.031	0.35	9.8	%10.9
بيانات متعلقة بالصندوق المساهم للأسهم السعودية					
\bar{R}_p	δ_p	β	مؤشر شارب	مؤشر ترينور	مؤشر M2
%8.87	%27.27	0.951	0.27	7.97	%8.9
بيانات متعلقة بالصندوق صائب للأسهم السعودية					
\bar{R}_p	δ_p	β	مؤشر شارب	مؤشر ترينور	مؤشر M^2
%9.18	%28.62	1.037	0.275	7.6	%8.84
بيانات متعلقة بالصندوق العربي للأسهم السعودية					
\bar{R}_p	δ_p	β	مؤشر شارب	مؤشر ترينور	مؤشر M^2
%6.86	%18.5	0.647	0.316	8.6	%8.63

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 1

الفرع الأول: تطبيق مؤشر شارب على سوق الأسهم السعودي

أولاً: حساب قيمة مؤشر شارب

- المتوسط السنوي لعوائد سوق الأسهم السعودي بلغت 5.54%
- متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.29%
- المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للسوق بلغت 27.38%

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على سوق الأسهم السعودي خلال فترة الدراسة على النحو التالي :

$$S = \frac{5.54 - 1.29}{27.38} = 0.1552279$$

ثانياً: التحليل: نلاحظ من خلال حساب مؤشر شارب لسوق الأسهم السعودي أن السوق استطاع تحقيق عائد إضافي عن كل وحدة مخاطرة كلية (0.155) وحدة عائد، ويرجع عدم ارتفاع معدلات ربحية سوق الأسهم السعودية المرجحة بالمخاطر الكلية إلى ارتفاع قيمة المخاطر غير المنتظمة لعوائد السوق نتيجة التذبذبات القوية التي حصلت في السوق خاصة سنة 2008 (الأزمة المالية العالمية) حيث وصل العائد إلى -56.49%، وكذلك سنة 2011 (أحداث ما يسمى بالربيع العربي وأزمة الديون السيادية في اليونان) جعل انخفاض العائد على سوق السهم السعودي ليصل إلى -3.07%، ثم ارتفع سنتي 2012 و2013 ليصل إلى 5.98% و25.5% على التوالي، إلا أن ما شهدته سنة 2014 من تراجع أسعار النفط في الربع الأخير من السنة تأثير على سوق الأسهم السعودي حيث انخفض معدل العائد إلى 2.37%.

الفرع الثاني: تطبيق مؤشر شارب على عينة من الصناديق محل الدراسة

أولاً: مؤشر شارب لصندوق الأسهم 1 (شركة الرياض المالية)

1- حساب قيمة مؤشر شارب لصندوق الأسهم 1

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغت 11.4%

- متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.29%

- المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق بلغت 28.80%

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب للصندوق خلال فترة الدراسة على النحو التالي :

$$S = \frac{11.4 - 1.29}{28.80} = 0.351042$$

2- التحليل: إن العائد الإضافي الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.35 وحدة

عائد، حيث نلاحظ ان هناك زيادة في معدلات عائد المخاطرة في صندوق الأسهم 1 على معدلات المخاطرة في سوق الأسهم السعودي، ومن ثم تكون العوائد المرجحة للمخاطرة للصندوق (مؤشر شارب للصندوق) أكبر من قيمة معدل شارب لسوق الأسهم، حيث نجد أن هناك فارق يقدر بـ (0.195 وحدة) عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح الصندوق، وعليه فإن المخاطر الكلية للصندوق (28.28%) أكبر من المخاطر الكلية للسوق (27.38%). وأن ارتفاع متوسط العائد

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

على الصندوق على الصندوق قدر بـ (11.4%) أكبر من متوسط العائد على السوق الذي قدر بـ (5.54%)، ويرجع سبب ارتفاع عائد الصندوق على عائد السوق إلى طبيعة الاستثمارات في الصندوق، حيث تكمن هذه الاستثمارات في أسهم الشركات السعودية المدرجة في السوق.

ثانياً: مؤشر شارب صندوق المساهم للأسهم السعودية (شركة سامبا كابيتال)

1- حساب مؤشر شارب لصندوق المساهم للأسهم السعودية

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغت 8.87%
 - متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.29%
 - المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق بلغت 27.27%
- بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر للصندوق خلال فترة الدراسة على النحو التالي :

$$S = \frac{8.87 - 1.29}{27.27} = 0.277961129$$

2- التحليل: أي أن العائد الإضافي الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.27

وحدة عائد. وأن معدل عائد المخاطرة في السوق (27.38%) أكبر من عائد المخاطرة على الصندوق (27.27%)، وعليه تكون العوائد المرجحة للصندوق أكبر مقارنة بقيمة معدل شارب في السوق، حيث أن هناك فارق يقدر بـ (0.123) وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح الصندوق. وأن متوسط العائد على الصندوق (8.87%) أكبر من متوسط العائد على السوق (5.54%) ويرجع سبب ارتفاع عائد الصندوق على عائد السوق نتيجة استثمارات الصندوق حيث يقوم باستثمار 90% من أصوله في الأسهم السعودية في ظروف السوق العادية والباقي في شكل استثمارات بسوق النقد.

ثالثاً: مؤشر شارب على صندوق صائب للأسهم السعودية (الاستثمار كابيتال)

1- حساب مؤشر شارب لصندوق صائب للأسهم السعودية

- متوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغت 9.18%
 - متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.29%
 - المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق بلغت 28.62%
- بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب للصندوق خلال فترة الدراسة على النحو التالي :

$$S = \frac{9.18 - 1.29}{28.62} = 0.275681341$$

2- التحليل: أي أن العائد الإضافي الذي تحقق من الصندوق من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.2756 وحدة عائد، وهو ما نلاحظه على أن تفوق معدل عائد المخاطرة في الصندوق على معدل عائد المخاطرة في السوق، ومن ثم تكون العوائد المرجحة بالمخاطرة للصندوق أكبر مقارنة بقيمة مؤشر شارب في السوق. حيث هناك فارق قدره 0.1205 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح وحدة الصندوق. وعليه فإن ارتفاع المخاطرة الكلية لعوائد الصندوق (28.62%) مقابل المخاطرة الكلية لمؤشر السوق (27.38%)، وأن ارتفاع متوسط العائد للصندوق (9.18%) أدى إلى ارتفاع قيمة عوائد الصندوق المرجحة بالمخاطر الكلية مقارنة بسوق الأسهم السعودي.

رابعاً: مؤشر شارب على الصندوق العربي للأسهم السعودية (شركة العربي للاستثمار)

1- حساب مؤشر شارب لصندوق العربي للأسهم السعودية

- متوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغت 6.86%

- متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.29%

- المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق بلغت 18.5%

بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب للصندوق خلال فترة الدراسة على النحو التالي :

$$S = \frac{6.86 - 1.29}{18.50} = 0.316756756$$

2- التحليل: أي أن العائد الإضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة كلية (0.316 وحدة عائد)، فإننا نلاحظ أن هناك تفوق معدلات عائد المخاطرة في السوق على معدل عوائد المخاطرة في الصندوق، ومن ثم تكون العوائد المرجحة بالمخاطرة أقل مقارنة بقيمة معدل شارب في حالة مؤشر السوق، حيث نجد أن هناك فرق يقدر بـ 0.161 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لفائدة السوق، وذلك بالرغم من انخفاض المخاطرة الكلية لعوائد الصندوق (18.5%) مقابل مخاطرة كلية في حالة مؤشر السوق (27.38%). وعليه فإن ارتفاع متوسط عائد الصندوق (6.86%) أدى إلى ارتفاع قيمة عوائد الصندوق المرجحة بالمخاطرة الكلية مقارنة بقيمة عوائد السوق .

الفرع الثالث: تطبيق مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M^2 على عينة من الصناديق
أولاً: مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M^2 لصندوق الأسهم 1

$$M^2 = \frac{\delta_m}{\delta_p} (R_p - R_f) + R_f$$

1- حساب مؤشر M^2 لصندوق الأسهم 1

- الانحراف المعياري لسوق الأسهم السعودي يقدر بـ 27.38%؛

- الانحراف المعياري لصندوق الاسهم 1 يقدر بـ 28.80%؛

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.29%؛

- متوسط العائد لصندوق الأسهم 1 يقدر بـ 11.4%.

وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي :

$$M^2 = \frac{27.38}{28.80} (11.4 - 1.29) + 1.29$$

$$M^2 = 10.90\%$$

2- التحليل: إن العوائد البسيطة لمؤشر الصندوق سوف تصبح 10.90% بدلا من 11.4% في

حالة خفض معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لتصل لنفس مستوى معدل المخاطرة الكلية في حالة الاستثمار المباشر في السوق.

ثانياً: مؤشر M^2 لصندوق المساهم للأسهم السعودية

1- حساب مؤشر M^2 لصندوق المساهم للأسهم السعودية

- الانحراف المعياري لسوق الأسهم السعودي يقدر بـ 27.38%؛

- الانحراف المعياري لصندوق المساهم للأسهم السعودية يقدر بـ 27.27%؛

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.29%؛

- متوسط العائد لصندوق المساهم للأسهم السعودية يقدر بـ 8.87%.

وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي :

$$M^2 = \frac{27.38}{27.27} (8.87 - 1.29) + 1.29$$

$$M^2 = 8.90055\%$$

2- التحليل: يمكن القول أن عوائد الصندوق سوف تصبح 8.9% بدلا من 8.87% في حالة رفع

معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لتصل لنفس مستوى معدل المخاطرة الكلية في حالة الاستثمار المباشر في السوق.

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

بالرغم من رفع درجة المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لنفس مخاطرة السوق فإننا نلاحظ أن عوائد الصندوق (8.87%) أكبر من عوائد السوق (5.54%)، أي بفارق (3.33%) وهذا راجع كله إلى استثمارات الصندوق.

ثالثاً: مؤشر M^2 لصندوق صائب للأسهم السعودية

1- حساب مؤشر M^2 لصندوق صائب للأسهم السعودية

- الانحراف المعياري لسوق الأسهم السعودي يقدر بـ 27.38%؛
- الانحراف المعياري لصندوق صائب للأسهم السعودية يقدر بـ 28.62%؛
- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.29%؛
- متوسط العائد لصندوق صائب للأسهم السعودية يقدر بـ 9.18%.

وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي :

$$M^2 = \frac{27.38}{28.62} (9.18 - 1.29) + 1.29$$

$$M^2 = 8.83813\%$$

2- التحليل: نلاحظ من خلال النتيجة المتوصل إليها أن عوائد الصندوق سوف تصبح 8.84% بدلا من 9.18% في حالة انخفاض معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لتصل إلى نفس المخاطرة الكلية في حالة الاستثمار في السوق.

وعلى الرغم من خفض درجة المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لنفس مخاطرة السوق فإن عوائد الصندوق لا تزال أكبر من عوائد السوق، وهذا راجع إلى الإستثمارات التي يستثمر فيها الصندوق

رابعاً: مؤشر M^2 لصندوق العربي للأسهم السعودية

1- حساب مؤشر M^2 لصندوق العربي للأسهم السعودية

- الانحراف المعياري لسوق الأسهم السعودي يقدر بـ 27.38%؛
- الانحراف المعياري لصندوق العربي للأسهم السعودية يقدر بـ 18.50%؛
- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.29%؛
- متوسط العائد لصندوق العربي للأسهم السعودية يقدر بـ 6.86%.
- وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي :

$$M^2 = \frac{27.38}{18.50} (6.86 - 1.29) + 1.29$$

$$M^2 = 8.63037\%$$

2- التحليل: وعليه فإن عوائد الصندوق سوف تصبح 8.63% بدلا من 6.86% في حالة رفع معدل المخاطرة في استثمارات الصندوق لتصل إلى نفس مستوى مخاطرة السوق في حالة الدخول المباشر في استثمارات السوق. وعلى الرغم من رفع درجة المخاطرة الكلية للاستثمارات الصندوق لنفس المخاطرة السوق نجد أن عائد الصندوق أكبر من عائد السوق.

الفرع الرابع: تطبيق مؤشر ترينور على عينة من الصناديق

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

أولا: مؤشر ترينور لصندوق الأسهم 1

1- حساب مؤشر ترينور لصندوق الأسهم 1

- متوسط العائد لصندوق الأسهم 1 يقدر بـ 11.4%

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.29%

- معامل β (المخاطر المنتظمة) لصندوق الأسهم 1 يقدر بـ 1.031

$$T = \frac{11.4 - 1.29}{1.031}$$
$$T = 9.80601$$

2- التحليل:

أي أن العائد الإضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ 9.8 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية هذا الصندوق خلال فترة الدراسة (2007-2014) مقارنة بعائد السوق في نفس الفترة.

بما أن معامل $\beta > 1$ أي $\beta = 1.031$ ، هذا يعني أن مخاطر الصندوق تكون أكبر من مخاطر السوق، مما أدى إلى انخفاض العائد على الصندوق من 11.4% إلى 9.81% في ظل المخاطر المنتظمة.

ثانياً: مؤشر ترينور لصندوق المساهم للأسهم السعودية

1- حساب مؤشر ترينور لصندوق المساهم للأسهم السعودية

- متوسط العائد لصندوق المساهم يقدر بـ **8.87%**
- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ **1.29%**
- معامل β (المخاطر المنتظمة) لصندوق المساهم يقدر بـ **0.951**

$$T = \frac{8.87 - 1.29}{0.951}$$

$$T = 7.97056$$

2- التحليل:

أي أن العائد الإضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ **7.91** وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية الصندوق مقارنة بربحية السوق بما أن معامل $\beta < 1$ ($\beta = 0.951$) هذا يعني أن مخاطر الصندوق أقل من مخاطر السوق، بالرغم من ذلك فإن عوائد الصندوق انخفضت من **8.87%** إلى **7.97%** في ظل المخاطر المنتظمة.

ثالثاً: مؤشر ترينور لصندوق صائب للأسهم السعودية

1- حساب مؤشر ترينور لصندوق صائب للأسهم السعودية

- متوسط العائد لصندوق المساهم يقدر بـ **9.18%**
- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ **1.29%**
- معامل β (المخاطر المنتظمة) لصندوق المساهم يقدر بـ **1.037**

$$T = \frac{9.18 - 1.29}{1.037}$$

$$T = 7.60849$$

2- التحليل:

أي أن العائد الإضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ **7.61** وحدة عائد، يعني هذا أن عوائد الصندوق قد انخفضت من **9.18%** كمتوسط عائد إلى **7.61%** في ظل المخاطر المنتظمة

أن معامل $\beta > 1$ أي $\beta = 1.037$ هذا يعني أن مخاطر الصندوق أكبر من مخاطر السوق في ظل المخاطر المنتظمة مما أدى إلى انخفاض العائد.

رابعاً: مؤشر ترينور لصندوق العربي للأسهم السعودية

1- حساب مؤشر ترينور لصندوق العربي للأسهم السعودية

- متوسط العائد لصندوق العربي يقدر بـ **6.86%**
- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ **1.29%**
- معامل β (المخاطر المنتظمة) لصندوق العربي يقدر بـ **0.647**

$$T = \frac{6.86 - 1.29}{0.647}$$
$$T = 8.60896$$

2- التحليل:

أي أن العائد الإضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ **8.61** وحدة عائد، هو ما يشير إلى ارتفاع عائد الصندوق في ظل المخاطر المنتظمة إلى **8.61%**.
نلاحظ أن $\beta < 1$ ($\beta = 0.647$) هذا يعني أن مخاطر الصندوق المرجحة بالمخاطر المنتظمة أقل من مخاطر السوق

المبحث الثاني: تقييم أداء سوق البحرين للأوراق المالية

تتميز سوق البحرين للأوراق المالية بتعدد الأدوات المالية خاصة الإسلامية منها، والمتمثلة في الصكوك الإسلامية، بالإضافة إلى أنها تعتبر من أوائل الأسواق المالية العربية

المطلب الأول: مفهوم سوق البحرين للأوراق المالية

يتم التطرق في هذا المطلب إلى نشأة هذه البورصة وكذلك شروط الإدراج فيها.

الفرع الأول: نشأة سوق البحرين للأوراق المالية

مر تأسيس بورصة البحرين بمجموعة من المراحل يمكن إيجازها فيما يلي¹:

— تعود البدايات الأولى للظهور إلى تأسيس أول شركة مساهمة عامة بحرينية في 1957 ليتواصل بعدها تأسيس شركات مساهمة أخرى، ثم قامت حكومة البحرين بإجراء دراسة بالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية IFC لإنشاء سوق نظامي للأسهم في البحرين، وكنتيجة لذلك تم تأسيس سوق البحرين للأوراق المالية في عام 1987 بموجب المرسوم رقم 04 لياشر السوق عمله بشكل رسمي في سنة 1989 تحت اسم سوق البحرين للأوراق المالية وكانت عدد الشركات المدرجة فيه آنذاك 29 شركة مساهمة في حين أن الأداة الاستثمارية الوحيدة المتداولة هي الأسهم العادية، وكان نظام التداول المطبق فيه هو نظام التداول اليدوي وكان يدعى نظام المزايدة المكتوبة.

— ومع تطور البورصة بدأت المؤسسات الحكومية والشركات في إصدار عدد من الأدوات الاستثمارية مستفيدة من البنية التشريعية والفنية التي أرستها البورصة بحيث تم إدراج وتسجيل الأسهم الممتازة والسندات والصكوك الإسلامية بالإضافة إلى الصناديق الاستثمارية، وفي عام 1999 تم تطبيق نظام التداول الآلي والذي يتم من خلاله تنفيذ جميع الصفقات في البورصة بشكل الكتروني بدلاً عن النظام اليدوي، كما شهدت سنة 2002 انتقال المسؤوليات التشريعية والرقابية من وزارة التجارة إلى بنك البحرين المركزي. بموجب مرسوم رقم 60 لسنة 2010 تأسست بورصة البحرين كشركة مساهمة مقفلة لتحل محل سوق البحرين للأوراق المالية

— منذ تأسيس البورصة انضمت العديد من المنظمات الإقليمية والدولية مثل اتحاد البورصات وأسواق المال العربية والإتحاد الدولي للبورصات (WFE) وإتحاد البورصات الآسيوية والأوروبية (FEAS) ومنظمات الإيداع لإفريقيا والشرق الأوسط (AMEDA)، ومؤسسة الترميز العالمية (ANNA)، مما أتاح لها الإطلاع بشكل دائم على آخر المستجدات التشريعية والفنية والإدارية في قطاع رأس المال.

ومن أهم أهداف بورصة البحرين مايلي:

¹ www.bahrainbourse.net/bhb/about_us_ar.asp?page=about_us&sec=History

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

__ تطوير سوق الأوراق المالية على نحو يخدم عملية التنمية الاقتصادية ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة؛

__ تشجيع الادخار ونشر الوعي الاستثماري بما يكفل توجيه هذه المدخرات إلى القطاعات المنتجة؛

__ تطوير وترشيد أساليب التعامل في السوق بما يكفل توفير السيولة والاستمرارية والعدالة وسلامة التعامل؛

__ الإشراف على تنظيم إصدار الأوراق المالية في السوق بالتنسيق مع الجهات المختصة سواء في مرحلة التأسيس أو تعديل رأسمال الشركات ؛

__ دعم الصلات والروابط مع أسواق الأوراق المالية الأخرى بغرض الاستفادة من أساليب التعامل فيها مما يساعد على تطوير السوق المحلية.

الفرع الثاني: شروط الإدراج في بورصة البحرين

سيتم تناول في هذا الفرع كل من شروط إدراج الشركات المحلية والأجنبية في البورصة¹

أولاً: شروط إدراج الشركات المحلية في البورصة: من أهم الشروط مايلي

- أن يكون قد مضى على تأسيس الشركة عامين؛
- ألا يقل رأسمال الشركة المدفوع عن 500.000 دينار بحريني أو ما يعادلها بالعملات الأخرى، وألا يقل عدد الأسهم الصادرة عن 500.000 سهم؛
- ألا يقل عدد المساهمين المسجلين في سجلات الشركة عن 100 مساهم؛
- أن تكون حقوق المساهمين في الشركة متساوية بالنسبة لكل فئة من فئات الأسهم؛
- أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً في سنتين ماليتين سابقتين على تقديم الطلب؛
- أن تعقد الجمعية العامة العادية للشركة مرة على الأقل في السنة؛
- أن يكون للشركة مكتب تحويل ومكتب تسجيل في البحرين؛
- أن تكون الأوضاع المالية للشركة سليمة من حيث موجوداتها وسيولتها وتوازن هيكلها المالي وكفاءة الأداء.

ثانياً: شروط إدراج الشركات الأجنبية في البورصة

- أن تكون الشركة مساهمة عامة ومدرجة في سوق الدولة الأم ومضى عليها ثلاث سنوات على الأقل؛
- ألا يقل رأسمال الشركة المدفوع عن 10 مليون دولار أمريكي؛
- أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً صافية من أنشطتها الرئيسية للسنوات الثلاثة السابقة على تقديم طلبها للبورصة؛

¹ http://www.bahrainbourse.net/bhb/regulations_ar.asp?page=regulations&sec=Foreign_Comp

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

- سلامة الأوضاع المالية للشركة؛
- ألا يقل عدد المساهمين المسجلين في الشركة عن 100 مساهم؛
- تعيين الشركة مكتباً لها في البحرين يكون ممثلاً عنها ويقوم بمهام تسجيل الأسهم وتوزيع الأرباح وغيرها.

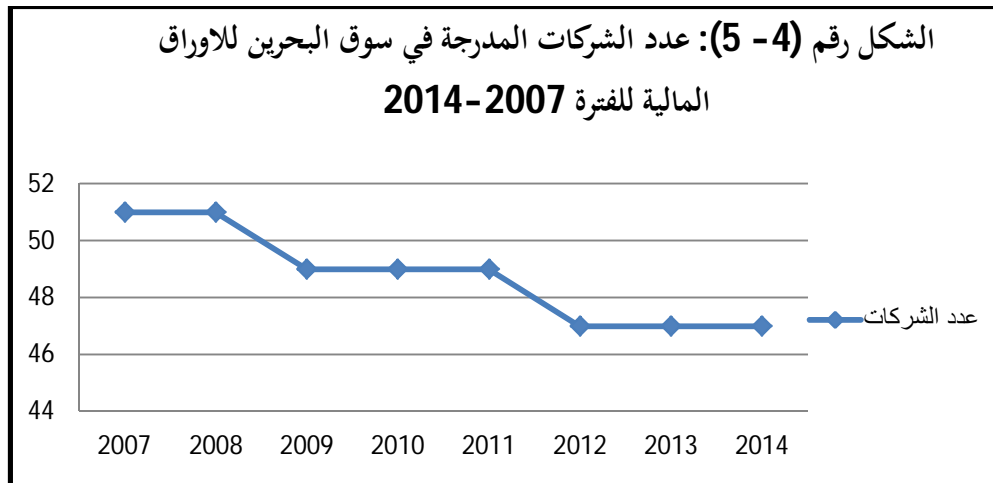
الفرع الثالث: أداء سوق البحرين للأوراق المالية

أولاً: عدد الشركات المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية

الجدول رقم (4-7): عدد الشركات المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية 2007 - 2014

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
عدد الشركات	51	51	49	49	49	47	47	47

المصدر: مصرف البحرين المركزي، النشرة الإحصائية فبراير 2015، البحرين، ص 36.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (4-7)

- نلاحظ من خلال الجدول والشكل أعلاه أن عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية البحريني وصل إلى 51 شركة مدرجة خلال سنتي 2007 و 2008، لكن بعد سنة 2008 شهدت انخفاض في عدد الشركات المدرجة في السوق حيث وصلت سنة 2014 إلى حدود 47 شركات، ويعود سبب هذا الانخفاض إلى تداعيات الأزمة المالية العالمية بالإضافة إلى الأحداث التي شهدتها البحرين (أحداث داخلية) وأيضاً إلى أزمة الديون السيادية وأزمة انخفاض أسعار النفط في العالم في الربع الرابع من سنة 2014.

ثانياً - حجم التداول:

الجدول رقم (4-8): حجم التداول وعدد الصفقات المنفذة خلال الفترة 2007-2014

العام	قيمة الأسهم (ألف دينار)	نسبة %	عدد الأسهم (ألف)	نسبة %	عدد الصفقات (صفقة)	نسبة %
2007	403.086	-	851.075	-	27.707	-
2008	787.350	95,3%	1.675.843	96,9%	43.540	57,1%
2009	178.357	-77,3%	852.249	-49,1%	30.317	-30,4%
2010	108.411	-39,2%	612.189	-28,2%	19.647	-35,2%
2011	104.966	-3,2%	520.224	-15,0%	11.818	-39,8%
2012	110.244	5,0%	627.708	20,7%	10.168	-14,0%
2013	225.868	104,9%	1.867.761	197,6%	14.197	39,6%
2014	269.333	19,2%	1.127.448	-39,6%	16.217	14,2%

- المصدر: مصرف البحرين المركزي، النشرة الإحصائية فبراير 2015، البحرين، ص 36.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه ما يلي:

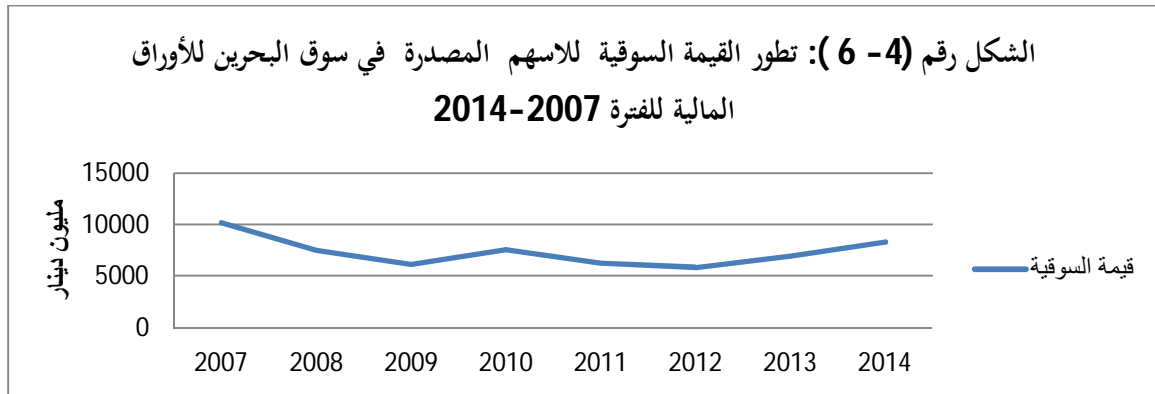
- أن قيمة الأسهم المتداولة وصلت إلى 787.350 ألف دينار بحريني بعدما كانت في حدود 403.086 ألف دينار بحريني سنة 2007 أي بنسبة زيادة وصلت إلى 95.3% ، كما شهد السوق إرتفاع في عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات المنفذة وصل إلى 96.9% و 57.1% على التوالي. لكن بدأ تأثير الأزمة المالية العالمية على سوق البحرين للأوراق المالية خلال سنة 2009 حيث انخفضت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 77.3%، كما شهد السوق انخفاض في عدد الأسهم المتداولة وعدد الصفقات المنفذة إلى 49.1% و 30.4% على التوالي ، كما شهد السوق انخفاض في قيمة وعدد الأسهم وعدد الصفقات المنفذة خلال سنة 2011 بسبب الأحداث الداخلية للبحرين. كما شهد السوق تحسن في عدد الأسهم المتداولة خلال سنوات 2012، 2013 و 2014، حيث وصل عدد الأسهم المتداول خلال سنة 2014 إلى حدود 269.333 ألف دينار بحريني أي بنسبة زيادة تقدر بـ 19.2% عن سنة 2013.

ثالثاً- القيمة السوقية وعدد الصفقات لسوق البحرين للأوراق المالية:

الجدول رقم (4-9) القيمة السوقية للأسهم المصدرة والمؤشر العام خلال 2007-2014

العام	القيمة السوقية (مليون دينار)	نسبة التغير %	المؤشر العام (نقطة)	نسبة التغير %
2007	10.185,22	-	2.755,25	-
2008	7.520,15	-26,2%	1.804,07	-34,5%
2009	6.131,01	-18,5%	1.458,24	-19,2%
2010	7.562,52	23,3%	1.432,26	-1,8%
2011	6.254,41	-17,3%	1.143,69	-20,1%
2012	5.855,64	-6,4%	1.065,61	-6,8%
2013	6.962,95	18,9%	1.248,86	17,2%
2014	8.327,07	19,6%	1.426,57	14,2%

المصدر: المصرف المركزي البحرين، النشرة الإحصائية جانفي 2015، ص 36.



نلاحظ من خلال الجدول والشكل أعلاه أن:

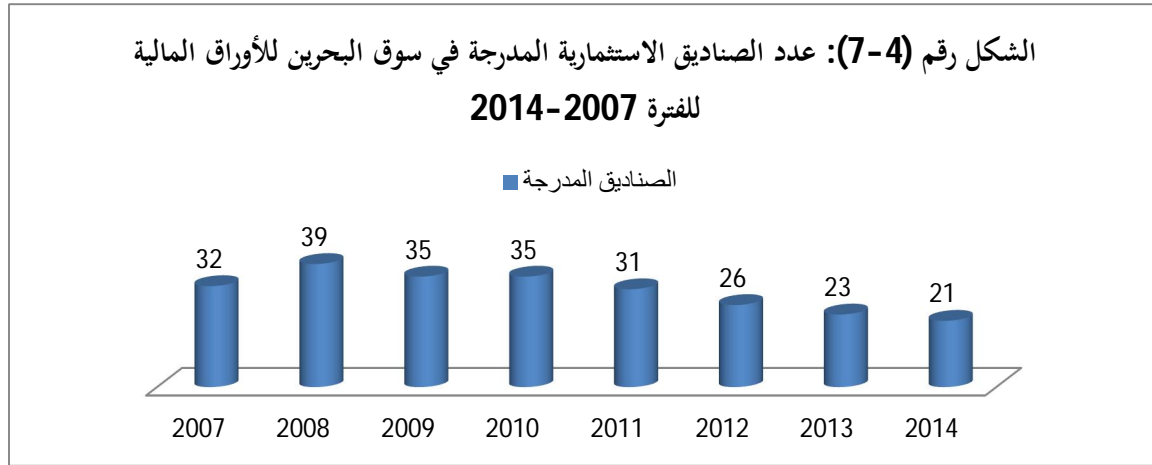
- القيمة السوقية لسوق البحرين انخفضت إلى حدود 7.520,15 مليون دينار بحريني أي بنسبة انخفاض 26.2%، كما شهد المؤشر العام للسوق بدوره انخفاض وصل إلى 1.804,07 نقطة أي بنسبة انخفاض يقدر بـ 34.5% وذلك نتيجة تداعيات الأزمة المالية العالمية، وبقي تأثير الأزمة على السوق حتى سنة 2009، أما فيما يخص سنة 2010 فشهدت تحسن في القيمة السوقية للسوق البحريني وصلت إلى 7.562,52 مليون دينار بحريني. أما سنة 2011 فشهدت انخفاض في القيمة السوقية والمؤشر العام إلى 17.3% و 20.1% على التوالي وبقي هذا الانخفاض حتى سنة 2012. أما فيما يتعلق بسنتي 2013 و 2014 فشهد تحسن في أداء السوق من ناحية القيمة السوقية وأيضاً من ناحية أداء المؤشر العام للسوق حيث وصل سنة 2014 إلى 19.6% و 14.2% على التوالي.

رابعاً: تطور الصناديق المدرجة في البحرين للأوراق المالية

الجدول رقم (4-10): تطور عدد الصناديق المدرجة في سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة 2007-2014

السنوات	عدد الصناديق المدرجة	التغير (%)
2007	32	-
2008	39	21,9%
2009	35	-10,3%
2010	35	0,0%
2011	31	-11,4%
2012	26	-16,1%
2013	23	-11,5%
2014	21	-8,7%

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على التقارير السنوية (2008-2014)، سوق البحرين للأوراق المالية
ص 24



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (4-10)

- نلاحظ من خلال الجدول والشكل اعلاه أن عدد صناديق الاستثمار المتداولة في السوق وصلت سنة 2008 إلى 39 صندوق مقارنة بسنة 2007 أي بنسبة زيادة تقدر بـ 21.9%. لكن ما نلاحظه على باقي سنوات الدراسة نجد أن عدد الصناديق في انخفاض مستمر حتى وصلت إلى 21 صندوق سنة 2014 ويرجع هذا السبب إلى الأزمة المالية العالمية 2008 وايضا إلى الأحداث التي مرت بها المملكة، بالإضافة إلى قرارات هيئة السوق المالي بتوقيف نشاط بعض الصناديق لعدم التزامها بالافصاح والشفافية عن التقارير المالية.

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

المطلب الثاني: تقييم أداء عينة من صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية
سوف نتطرق في هذا المطلب إلى تباين طرق تقييم صناديق الاستثمار وفق النماذج المركبة على عينة من من صناديق الاستثمار خلال فترة الدراسة 2007-2014، وعليه كانت النتائج المتوصل إليها على النحو التالي:
الجدول رقم (4-11): نتائج تقييم مؤشرات أداء الصناديق على عينة من الصناديق البحرينية

بيانات متعلقة بالسوق					
عائد أذن الخزنة	\bar{R}_m	δ_m	تباين السوق	مؤشر شارب للسوق	
%1.53	%3.46-	%19.58	0.038	0.255-	
بيانات متعلقة بالصندوق جلوبل الخليجي الاسلامي					
\bar{R}_p	δ_p	β	مؤشر شارب	مؤشر ترينور	مؤشر M^2
%3.14	%18.55	0.711	0.087	2.264	%3.23
بيانات متعلقة بالصندوق مكاسب النمو العربي					
\bar{R}_p	δ_p	β	مؤشر شارب	مؤشر ترينور	مؤشر M^2
%11.4	%26.47	1.07	0.37	9.224	%8.83
بيانات متعلقة بالصندوق زينت البحرين					
\bar{R}_p	δ_p	β	مؤشر شارب	مؤشر ترينور	مؤشر M^2
%1.51-	%5.38	0.127	0.565-	23.94-	%9.53-
بيانات متعلقة بالصندوق أسهم الخليج سيكو					
\bar{R}_p	δ_p	β	مؤشر شارب	مؤشر ترينور	مؤشر M^2
%17.74	%15.6	0.208	1.039	77.93	%21.88

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 2

الفرع الأول: تطبيق مؤشر شارب على سوق البحرين للأوراق المالية

قبل القيام بحساب مؤشر شارب للسوق سوف نقوم بحساب الانحراف المعياري والتباين للسوق، بالإضافة إلى معدل العائد على أذن الخزينة، ثم التطرق إلى حساب مؤشر شارب على عينة من الصناديق
أولاً: مؤشر شارب لسوق الأوراق المالية البحريني

1. حساب قيمة المؤشر

- المتوسط السنوي لعوائد سوق البحرين بلغت - 3.46 %
- متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.53 %

- المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للسوق بلغت 19.58% بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على سوق الأوراق المالية البحريني خلال فترة الدراسة على النحو التالي :

$$S = \frac{-3.46 - 1.53}{19.58} = -0.25485189$$

2. التحليل:

أي أن العائد السلبي الذي وصلت إليه سوق البحرين من كل وحدة مخاطرة كلية إلى (-0.255) وحدة عائد، ويرجع سبب انخفاض معدلات ربحية سوق البحرين المرجحة بالمخاطرة الكلية إلى ارتفاع المخاطرة غير المنتظمة لعوائد السوق ابتداءً من سنة 2008 بسبب الأزمة المالية العالمية حتى سنة 2012، إضافة إلى ذلك الأحداث التي شهدتها مملكة البحرين (المشاكل الداخلية)، ثم عاود السوق إلى الارتفاع سنة 2013 ليصل إلى 17.2% ثم انخفضت قيمته سنة 2014 إلى 14.23% نتيجة انخفاض أسعار النفط في الربع الأخير من نفس السنة.

الفرع الثاني: تطبيق مؤشر شارب على عينة من الصناديق محل الدراسة

أولاً: مؤشر شارب لصندوق جلوبل الخليجي الاسلامي

1- حساب مؤشر شارب على صندوق جلوبل الخليجي الاسلامي

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغت 3.14 %
 - متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.53%
 - المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق بلغت 18.55%
- بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على الصندوق خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{3.14 - 1.53}{18.55} = 0.08679245$$

2- التحليل:

أي أن العائد الإضافي الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.087 وحدة عائد، حيث نلاحظ أن معدل عائد المخاطرة في السوق (19.58%) أكبر من معدل المخاطرة في الصندوق (18.55%)، وعليه كانت العوائد المرجحة للصندوق أكبر مقارنة بقيمة العوائد المرجحة بمؤشر شارب للسوق. ويرجع السبب في ذلك إلى الإستراتيجية الصندوق في الاستثمار، حيث يستثمر في الأسهم المدرجة في أسواق المال لدول مجلس التعاون الخليجي، بالإضافة إلى الاستثمار في الأدوات المالية الإسلامية مثل الصكوك وعمليات المراجعة، أي تكون استثمارته متوافقة مع الشريعة الاسلامية.

ثانياً: مؤشر شارب لصندوق مكاسب النمر العربية

1- حساب مؤشر شارب على صندوق مكاسب النمر العربية

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغت 11.4 %
 - متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.53 %
 - المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق بلغت 26.47 %
- بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على الصندوق خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{11.4 - 1.53}{26.47} = 0.3728795$$

- 2- التحليل:** أي أن العائد الإضافي الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 0.373 وحدة عائد، نلاحظ أن معدل عائد المخاطرة في الصندوق (26.47%) أكبر من معدل عائد السوق (19.58%)، بالرغم من ذلك حقق الصندوق عوائد أكبر مقارنة بعائد السوق والذي وصل إلى 3.14%. ويرجع السبب في ذلك إلى استراتيجية التي يقوم عليها الاستثمار في أسهم الشركات القيادية المدرجة في أسواق الأوراق المالية خاصة الشرق الأوسط وأفريقيا، والهدف من ذلك هو تحقيق نمو رأس مال على المدى الطويل.

ثالثاً: مؤشر شارب لصندوق زينت البحرين

1- حساب مؤشر شارب على صندوق زينت البحرين

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغت -1.51 %
 - متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.53 %
 - المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق بلغت 5.38 %
- بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على الصندوق خلال فترة الدراسة كما يلي:

$$S = \frac{-1.51 - 1.53}{5.38} = -0.56505576$$

2- التحليل:

أي أن العائد السلبي الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ -0.565 وحدة عائد سالب، ويرجع سبب انخفاض معدلات ربحية الصندوق المرجحة بالمخاطر الكلية إلى ارتفاع المخاطر غير المنتظمة، حيث تمكن استراتيجية الاستثمار الخاصة بالصندوق بالاستثمار في الأسهم والدخل الثابت والعملات والسلع في الأسواق المالية العالمية، هذا بالرغم من انخفاض معدل المخاطر الكلية للصندوق إذا ما تم مقارنتها بمعدل المخاطر الكلية للسوق.

رابعاً: مؤشر شارب لصندوق أسهم الخليج سيكو

1- حساب مؤشر شارب على صندوق أسهم الخليج سيكو

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغت 17.74 %
 - متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 1.53 %
 - المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق بلغت 15.6 %
- بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على الصندوق خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{17.74 - 1.53}{15.6} = 1.039102564$$

2- التحليل:

العائد الإضافي الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ 1.039 وحدة عائد، على الرغم من أن معدل عائد المخاطرة الكلية في السوق أكبر من معدل المخاطرة الكلية في الصندوق فإن الصندوق حقق عوائد أكبر من السوق، أما إذا مقارنة العوائد المرجحة للصندوق بمؤشر شارب مع العوائد المرجحة للسوق بمؤشر شارب نجد أن الصندوق حقق عائد (1.039 وحدة) أكبر من عائد السوق. ويرجع السبب في ذلك إلى استراتيجية الاستثمار التي كانت جل استثمارات الصندوق في الأسهم الخليجية الرائدة.

الفرع الثالث: تطبيق مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M^2 على عينة من الصناديق أولاً: مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M^2 لصندوق جلوبل الخليجي الاسلامي

$$M^2 = \frac{\delta_m}{\delta_p} (R_p - R_f) + R_f$$

1- حساب مؤشر M^2 لصندوق جلوبل الخليجي الاسلامي

- الانحراف المعياري لسوق البحرين يقدر بـ 19.58 %؛
 - الانحراف المعياري لصندوق جلوبل الخليجي الاسلامي يقدر بـ 18.55 %؛
 - متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.53 %؛
 - متوسط العائد لصندوق جلوبل الخليجي الاسلامي يقدر بـ 3.14 %.
- وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي :

$$M^2 = \frac{19.58}{18.55} (3.14 - 1.53) + 1.53$$

$$M^2 = 3.23\%$$

2- التحليل:

نلاحظ من خلال النتيجة المتوصل إليها أن عائد الصندوق سوف تصبح 3.23% بدلا من 3.14% في حالة رفع معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لتصل إلى نفس المخاطرة الكلية في حالة الاستثمار المباشر في السوق.

وعلى الرغم من رفع درجة المخاطر الكلية في استثمارات الصندوق لنفس المخاطرة الكلية للسوق فإنه نلاحظ أن عائد الصندوق (3.23%) تبقى أكبر من عائد السوق (-3.46%) ويرجع السبب في ذلك إلى استثمارات الصندوق.

ثانيا: مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M^2 لصندوق مكاسب النمر العربية

1- حساب مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M^2 لصندوق مكاسب النمر العربية

- الانحراف المعياري لسوق البحرين يقدر بـ 19.58%؛
 - الانحراف المعياري لصندوق مكاسب النمر العربية يقدر بـ 26.47%؛
 - متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.53%؛
 - متوسط العائد لصندوق مكاسب النمر العربية يقدر بـ 11.4%.
- وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي :

$$M^2 = \frac{19.58}{26.47} (11.4 - 1.53) + 1.53$$
$$M^2 = 8.83\%$$

2- التحليل:

نستنتج من النتيجة المتوصل إليها أن عوائد الصندوق سوف تصبح 8.83% بدلا من 11.4% في حالة انخفاض معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لتصل إلى نفس مستوى معدل المخاطرة الكلية للسوق في حالة الاستثمار المباشر في السوق. وبالرغم من انخفاض المخاطرة الكلية للصندوق يبقى مستوى عائد الصندوق أكبر من عائد السوق والسبب في ذلك يعود إلى توجهات الاستثمار الخاصة بالصندوق.

ثالثا: مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M^2 لصندوق زيت

1- حساب مؤشر M^2 لصندوق زيت

- الانحراف المعياري لسوق البحرين يقدر بـ 19.58%؛
- الانحراف المعياري لصندوق زيت يقدر بـ 5.38%؛
- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.53%؛

- متوسط العائد لصندوق زيت يقدر بـ -1.51%.

وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي :

$$M^2 = \frac{19.58}{5.38} (-1.51 - 1.53) + 1.53$$
$$M^2 = -9.53\%$$

2- التحليل:

نلاحظ من النتيجة المتوصل إليها أن عوائد الصندوق سوف تصل إلى -9.53% بدلا من -1.51% في حالة رفع معدل المخاطرة الكلية للصندوق لتصل إلى نفس المخاطرة الكلية للسوق في حالة الاستثمار المباشر في السوق. وعليه سوف ينخفض معدل العائد للصندوق عن معدل العائد للسوق.

رابعا: مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M^2 لصندوق أسهم الخليج سيكو

1- حساب مؤشر M^2 لصندوق أسهم الخليج سيكو

- الانحراف المعياري لسوق البحرين يقدر بـ 19.58%؛

- الانحراف المعياري لصندوق أسهم الخليج سيكو يقدر بـ 5.38%؛

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.53%؛

- متوسط العائد لصندوق أسهم الخليج سيكو يقدر بـ -1.51%.

وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي :

$$M^2 = \frac{19.58}{15.6} (17.74 - 1.53) + 1.53$$
$$M^2 = 21.88\%$$

2- التحليل:

وعليه سوف تصبح عوائد الصندوق 21.88% بدلا من 17.74% في حالة رفع معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لتصل إلى نفس المخاطرة الكلية للسوق في حالة دخول مباشرة الاستثمار في السوق، وعلى الرغم من رفع نسبة المخاطرة إلا أن عائد الصندوق أكبر من عائد السوق بفارق يقدر بـ 18.42%، والسبب في ذلك يعود إلى توجهات الاستثمار الخاصة بالصندوق.

الفرع الرابع: تطبيق مؤشر ترينور على عينة من الصناديق

أولاً: مؤشر ترينور لصندوق جلوبل الخليجي الاسلامي

1- حساب مؤشر ترينور لصندوق جلوبل الخليجي الاسلامي

- متوسط العائد لصندوق جلوبل الخليجي الاسلامي يقدر بـ 3.14%

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.53%

- معامل β (المخاطر المنتظمة) لصندوق جلوبل الخليجي الاسلامي يقدر بـ 0.711

$$T = \frac{3.14 - 1.53}{0.711}$$
$$T = 2.264$$

2- التحليل:

أي أن العائد الإضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ 2.264 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية الصندوق مقارنة بربحية السوق.

بما أن معامل $\beta < 1$ ($\beta = 0.711$) هذا يعني أن مخاطر الصندوق أقل من مخاطر السوق، بالرغم من ذلك فإن عوائد الصندوق انخفضت من 3.14% إلى 2.264% في ظل المخاطر المنتظمة.

ثانياً: مؤشر ترينور لصندوق مكاسب النمر العربية

1- حساب مؤشر ترينور لصندوق مكاسب النمر العربية

- متوسط العائد لصندوق مكاسب النمر العربية يقدر بـ 11.4%

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 1.53%

- معامل β (المخاطر المنتظمة) لصندوق مكاسب النمر العربية يقدر بـ 1.07

$$T = \frac{11.4 - 1.53}{1.07}$$
$$T = 9.224$$

2- التحليل: أي أن العائد الإضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة

تقدر بـ 9.224 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية الصندوق مقارنة بربحية السوق

بما أن معامل $\beta > 1$ ($\beta = 1.07$) هذا يعني أن مخاطر الصندوق أكبر من مخاطر السوق بالرغم من

ذلك فإن عوائد الصندوق انخفضت من 11.4% إلى 9.224% في ظل المخاطر المنتظمة.

ثالثاً: مؤشر ترينور لصندوق زيت

1- حساب مؤشر ترينور لصندوق زيت

- متوسط العائد لصندوق زيت يقدر بـ -1.51%
 - متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ -1.53%
 - معامل β (المخاطر المنتظمة) لصندوق زيت يقدر بـ 0.127
- $$T = \frac{-1.51 - 1.53}{0.127}$$
- $$T = -23.94$$

2- التحليل: أي أن العائد السالب الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ -23.94 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية الصندوق مقارنة بربحية السوق بما أن معامل $\beta < 1$ ($\beta = 0.127$) هذا يعني أن مخاطر الصندوق أقل من مخاطر السوق بالرغم من ذلك فإن عوائد الصندوق انخفضت من -1.51% إلى -23.94% في ظل المخاطر المنتظمة.

رابعاً: مؤشر ترينور لصندوق أسهم الخليج سيكو

1- حساب مؤشر ترينور لصندوق أسهم الخليج سيكو

- متوسط العائد لصندوق أسهم الخليج سيكو يقدر بـ -17.74%
 - متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ -1.53%
 - معامل β (المخاطر المنتظمة) لصندوق أسهم الخليج سيكو يقدر بـ 0.208
- $$T = \frac{17.74 - 1.53}{0.208}$$
- $$T = 77.93$$

2- التحليل: أي أن العائد الإضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ 77.93 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية الصندوق مقارنة بربحية السوق بما أن معامل $\beta < 1$ ($\beta = 0.208$) هذا يعني أن مخاطر الصندوق أقل من مخاطر السوق بالرغم من ذلك فإن عوائد الصندوق ارتفعت من -17.74% إلى 77.93% في ظل المخاطر المنتظمة.

المبحث الثالث : تقييم أداء سوق الأوراق المالية الماليزية

يعتبر سوق الأوراق المالية من أبرز الأسواق المالية الإسلامية والآسيوية من حيث حجم التداول، وأيضاً من حيث الإفصاح والشفافية في التعاملات المالية داخل السوق، بالإضافة إلى أنه يعتبر من الأسواق الرائدة في مجال المعاملات الإسلامية في العالم

المطلب الأول: نشأة ووظائف سوق الأوراق المالية الماليزية

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى نشأة السوق المالي الإسلامي والوظائف التي يقوم بها، بالإضافة إلى التطرق إلى سوق الأوراق المالية الإسلامية

الفرع الأول: سوق الأوراق المالية الماليزية

أولاً: نشأة السوق المالي الماليزي

بدأت صناعة التعامل بالأوراق المالية في ماليزيا في أواخر القرن التاسع عشر بظهور الشركات البريطانية العاملة في مجال الصناعات المطاطية والتعدينية. في عام 1930 أسست كأول جمعية Singapore Stock "brokers' Association" جمعية سماسرة بورصة سنغافورة منظمة رسمية في إجراءات التعامل بالأوراق المالية، لكن ظهور سوق رأس المال في ماليزيا بالبعد الحقيقي كان أوائل الستينيات من القرن العشرين، وتمت عملية تطوير هذا السوق تدريجياً، ويعد هذا السوق قطاعاً جديداً مقارنة بقطاع العمل المصرفي في تمويل الأنشطة الاقتصادية والذي بدأ نشاطه في أوائل الستينيات والسبعينيات من القرن العشرين، إلا أن بداية نمو سوق رأس المال كانت في أوائل التسعينيات العشرين لسد احتياجات القطاع العام .

وتعتبر شركة "Arab Malaysian Finance Bond AMF" أولى شركات القطاع الخاص التي أصدرت أول سندات الشركات الخاصة في ماليزيا في عام 1980 م. وتزايد إصدار السندات من قبل الشركات الخاصة أكثر بكثير مقارنة بإصداراتها من القطاع العام. وتطور سوق رأس المال في ماليزيا تطوراً ملحوظاً بعد عام 1993م بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية، وبورصة كوالالمبور للأسهم Kuala Lumpur Stock "Exchange – KLSE" التي أسست في عام 1994، وبعد تاريخ 20 أبريل 2004 عرفت باسم "البورصة الماليزية" Bursa Malaysia " وسوق المشتقات، وسوق السندات، بجانب تقديم بعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء من الأسهم الموجودة "Call Warrants" ليصبح هذا السوق مصدراً رئيساً للتمويل "Warrants" وشهادات الشراء من الأسهم الجديدة للمشروعات ذات رؤوس الأموال الكبيرة التكوين الرأسمالي الذي كان يحصل عليه القطاع العام والخاص¹.

¹ نبيل خليل طة سمور، "سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق -دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا"، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، جامعة غزة، فلسطين، 1428هـ، 2007م، ص ص 84-85.

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

ولتدعيم هذا السوق التزمت الحكومة الماليزية باعتماد الخطة الرئيسة لسوق رأس المال الماليزي وتحت رعاية وزير المالية الماليزية في تاريخ 22 فبراير 2001، وتضمنت الخطة ستة أهداف رئيسية¹:

- اعتبار سوق رأس المال مصدراً للحصول على الموارد التمويلية للشركات الماليزية؛
- تشجيع إدارة الاستثمار الفعالة والبيئة الاستثمارية المثلى للمستثمرين؛
- إيجاد موقع تنافسي وكفاءة لمؤسسات السوق؛
- تطوير بيئة حسنة وتنافسية لخدمات الوساطة؛
- توفر أنظمة الرقابة الفاعلة والمنظمة؛
- جعل ماليزيا مركزاً دولياً لسوق رأس المال الإسلامي.

ثانياً: وظائف سوق الأوراق المالية الماليزية: تكمن أهم وظائف سوق الأوراق المالية الماليزية فيما يلي²:

- تعتبر سوق الأوراق المالية الماليزية أحد عناصر القطاع المالي الماليزي، وأصبح الوسيط الذي يتم عبره تدفق الأموال بين القطاعات التي تحقق فوائض لاسيما المؤسسات المالية والتأمينات الماليزية، وهيئة شؤون صندوق الحاجج والأفراد من جهة والقطاعات التي تعاني عجزاً على وجه الخصوص من جهة أخرى مثل قطاعات الصناعة والزراعة والسياحة والخدمات والأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا. أي بمعنى آخر الوساطة بين عرض الأموال بالطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد، ويتم ذلك التوفيق بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينهما بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في السوق الماليزي؛
- من خلال هذا السوق استطاعت المؤسسات المالية الماليزية التي تتكون من المصارف الماليزية والشركات المالية، وصندوق التوفير للعاملين والأفراد بتجميع رؤوس الأموال بعضها إلى بعض للوصول إلى تمويل المشاريع التنموية الاقتصادية والاجتماعية، وتلبية احتياجات القطاعات الخاصة في ماليزيا؛
- تشجيع وتطور الشركات الخاصة في ماليزيا، بتوفير خدمة الوسطاء لتجميع المدخرات والصناديق للحصول على الموارد المالية، ورؤوس الأموال بهدف استثمارها في الأنشطة الاقتصادية الماليزية؛
- يساعد السوق في عمليات التطور الاقتصادي الماليزي، وذلك بتجميع الموارد المالية متوسطة وطويلة الأجل من كل مشاركي السوق لتمويل المشاريع التنموية العامة، واستثمارات الشركات الخاصة؛
- يعتبر سوق رأس المال الماليزي أداة لقياس ومعرفة مستوى النمو والتقدم الماليزي، لاسيما في تدفق أسعار الأسهم المتغيرة وتعاملاتها يومياً في البورصة الماليزية للأوراق المالية، والتدفق الجاري في الأنشطة الاقتصادية الأخرى في ماليزيا.

¹ عبد الحميد فيجل، "تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال - التجربة الماليزية أنموذجاً"، مذكرة ماجستير الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014/2015، ص 183.

² بن الضيف محمد عدنان، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظرة اسلامية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2007-2008، ص ص 174-175.

- يساهم سوق رأس المال الماليزي في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار متوسطة وطويلة الأجل في ماليزيا، ويساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية.

الفرع الثاني: نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية الإسلامية

أولاً : نشأة سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعود نشأة أنشطة الاستثمار الإسلامي في ماليزيا إلى أوائل الستينات عندما تم إنشاء هيئة صندوق الحاج في نوفمبر 1962، والتي تدير أموال الحاج بشكل متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، أما البداية الحقيقية لتطور نظام العمل المصرفي الإسلامي في ماليزيا "Islamic Banking Act 1983" فكانت في عام 1983 مع إصدار قانون العمل المصرفي الإسلامي، والذي بدأ تطبيقه في 7 أبريل 1983 عبر مجموعة من الخدمات والمعاملات المصرفية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، وتم تأسيس أول بنك إسلامي ماليزي "Bank Islam Malaysia Berhad BIMB" والذي بدأ عملياته في 1 جويلية 1983 بفرع وحيد في العاصمة كوالالمبور، تبع ذلك تأسيس شركة التأمين التكافلي الإسلامي الماليزي في عام 1984 بعد صدور قانون التأمين الإسلامي في العام نفسه. وقد أدى هذا إلى ظهور نافذة المعاملات الإسلامية في البنوك التجارية التقليدية المعروفة باسم نظام العمل المصرفي اللاروي "Interest-Free Banking Scheme" في عام 1993، التي تلقت مساندة من قبل الحكومة الماليزية حيث أجاز البنك المركزي الماليزي للبنوك التقليدية الربوية توفير خدمات المعاملات الإسلامية فيها. أما التطور الحقيقي لسوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا فيعود إلى أوائل التسعينات من القرن العشرين عندما قامت شركة "Shell MDS Sdn Bhd" بإصدار وطرح الصكوك الإسلامية للتداول لأول مرة في السوق المحلي في عام 1990، تبع ذلك إصدار العديد من الأدوات المالية الإسلامية الأخرى، مما أدى إلى تعميق وترسيخ العمل بالأدوات الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا واتساعه¹.

ثانياً: تعريف سوق الأوراق المالية الإسلامية الماليزية: هو السوق الذي تتوفر فيه فرص الاستثمار والتمويل متوسطة وطويلة الأجل المتوافقة تماماً مع أحكام الشريعة الإسلامية، وخالية من الأنشطة المحرمة شرعاً كالتعامل بالربا، والمقامرة، وبيع الغرر، وغيرها، إذن هو سوق مالي يتوفر فيه فرص لتمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة، ولتجميع الموارد المالية والاستثمارية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ويقوم السوق بدور بارز في تعبئة الموارد المالية وتوجيهها للمشروعات الاقتصادية وفقاً لنظام المعاملات الإسلامية.

¹ نبيل خليل طة سمور، مرجع سبق ذكره، ص ص 99-100.

ثالثاً: مميزات سوق الأوراق المالية الإسلامية:

يتميز سوق الأوراق المالية الإسلامية بعدة مميزات تميزه عن الأسواق الأخرى¹:

● **الخضوع للرقابة الشرعية:** تخضع سوق الأوراق المالية الإسلامية في ماليزيا لرقابة اللجنة الاستشارية الشرعية، وهذا للتأكد من التزام أنشطته بأحكام الشريعة وضوابطها التزاماً تاماً، ولكن هذه اللجنة لا تتدخل مباشرة في أعمال هذه السوق لأنها تحصل على المعلومات المتعلقة بهذه السوق من جهة الإدارية للهيئة (قسم سوق رأس المال الإسلامي) (Islamic Capital Market Department - ICMD) بشكل مباشر، وتعتبر الجهة المسؤولة عن دراسة وتحليل أنشطة هذا السوق؛

● **تجري عمليات هذه السوق خالية من أي محظور شرعي:** وتعد هذه الخاصية الميزة الرئيسية التي تتميز بها سوق رأس المال الإسلامية عن السوق التقليدية، وأهم معالمها هي إسقاط الفائدة الربوية من كل عملياتها أخذاً أو عطاءً، لاسيما في تعاملات الأوراق المالية بالفائدة إلى جانب عناصر محرمة أخرى مثل الغرر، والميسر، وغيرها. وعلى المستثمرين المسلمين أن يتأكدوا من أن الشركات المساهمة المدرجة في البورصة الماليزية أنها لا تتعامل بالعناصر المحرمة شرعاً، بل تقوم في دائرة الحلال، وهذا لأن بعض هذه الشركات تنطوي على عناصر محرمة شرعاً كمصارف الربوية، وشركات الخمور ونحوها، وأن تكون الجهات المصدرة تصدر الصكوك الإسلامية وفقاً لأسس وضوابط الشريعة المقررة من اللجنة الشرعية؛

● **التعامل بالأدوات المالية المتوافقة مع مبادئ الشريعة الإسلامية:** لقبول الأدوات المالية يجب أن تتضمن عدة خطوات تتمثل فيما يلي:

- فحص التقارير الرسمية للحسابات المالية واستخلاص المعلومات المالية المناسبة؛

- مراجعة نشاطات الشركة وهذا يسمح بمعرفة ما إذا كانت نشاطاتها موافقة للشريعة؛

- جدولة نتائج المجلس الاستشاري الشرعي؛

- جمع النتائج ووضع قائمة الإصدارات المصادق عليها شرعاً.

● **الخضوع للقوانين والتشريعات المختلفة الصادرة عن الجهة المعنية:** وهي تصدر من الجهات المعنية لهذه السوق لاسيما هيئة الأوراق المالية الماليزية والبورصة الماليزية وغيرها، طالما لم تخالف الشريعة الإسلامية، وأصبح قسم سوق رأس المال الإسلامية في الهيئة المسؤولة عن إصدار القوانين ودراسة الأدوات المالية في هذه السوق ولقد جاءت مجموعة من التوجيهات والتعليمات لإصدار وعرض الصكوك الإسلامية وعمل السمسار وشركات الوساطة في السوق؛

¹ صفر الدين جعفر سحاسورياني، "سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته"، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، الاقتصاد الإسلامي، جامعة اليرموك، الأردن، 2006، ص ص 39-42.

رابعا: معايير تقييم الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية

تتجلى معايير تقييم الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية الإسلامية في ما يلي¹:

- **المعيار الأول:** أن يكون النشاط الأساسي للشركة خاليا من المعاملات الربوية، بعكس ما هو معمول به في المؤسسات المالية التقليدية، التي تشمل على البنوك التجارية، وبنوك الاستثمار أو البنوك التجارية غير الإسلامية وشركات التمويل وغيرها، فلا يجوز للمسلمين شراء أسهمها باعتبارها خارجة عن قائمة الشركات المقبولة في السوق الإسلامية؛

- **المعيار الثاني:** إذا كان النشاط الرئيسي للشركة هو التعامل بالقمار، والميسر، وما أشبه فيحرم للمستثمرين المسلمين شراء أسهمها؛

- **المعيار الثالث:** إذا كانت من بين الشركات التي تتكون عملياتها من الغرر كشركة التأمين التقليدية (التأمين التجاري أو التأمين ذو القسط الثابت)، فيحرم للمستثمرين المسلمين شراء أسهمها؛

- **المعيار الرابع:** إذا كانت من بين الشركات التي تتضمن أنشطتها إنتاج سلع وخدمات وتوزيعها من خلال طرق محرمة شرعا، فإنه لا يجوز للمستثمرين المسلمين الاستثمار فيها، وهي تتضمن:

- المشاركة في صنع المشروبات الكحولية، وإنتاجها، وتسويقها؛
- تجهيز لحوم الخنزير في توزيعها على الأسواق؛
- توفير الخدمات اللاأخلاقية كالحانات، والخمارات وغيرها.

فيحرم على المستثمرين المسلمين شراء أسهمها، ونفس الحكم ينطبق أيضا على الشركات التي تتعامل بالمعاملات غير المشروعة كشركة المباني التي تقوم مثلا ببناء محل للقمار، والخمارة وغيرها، فتشطب مثل هذه الشركات من قائمة الأسهم المتوافقة مع أحكام الشريعة

خامسا: تعليمات المعاملات في سوق الأوراق المالية

تكمّن تعليمات السوق على شكلين وهما²:

1- التعليمات على صناديق الاستثمار

أصدرت هيئة الأوراق المالية الماليزية التعليمات على صناديق الاستثمار في عام 2002، وهي تقدم المعلومات والإجراءات المعنية بهذه الصناديق لتوجيه المستثمرين قبل الاستثمار فيها، هذه التعليمات لحماية حقوق المستثمرين، وفي هذه التعليمات طرحت بندين فيما يتعلق بإدارة صناديق الاستثمار وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية في ماليزيا هما:

¹ بن الضيف محمد عدنان، مرجع سبق ذكره، ص ص 186-188.

² نفس المرجع السابق ص ص 188-189.

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

البند رقم : 18 المتطلب الإضافي لنظام إدارة الصندوق، الذي ينص على أن يلتزم الصندوق بمبادئ الشريعة في المعاملات الإسلامية القائمة فيه، وهذا البند قد طبق بالفعل في 1 جانفي 2003 ؛

البند رقم : 19 تقوم إدارة الصندوق فيما يتفق مع مبادئ الشريعة الإسلامية بإجراءات التسجيل وتعيين المستشارين الشرعيين للمناقشة والمراجعة فيما يتعلق بالمعاملات فيها، هذا البند قد طبق بالفعل في 10 جويلية 2002.

2-التعليمات على عرض الصكوك Guidelines on the Offering of Islamic Securities

وقد أصدرت هذه التعليمات لتوجيه المتعاملين في هذه السوق، في إجراءات إصدارات الصكوك الإسلامية في ماليزيا، وتوفير معلومات عن التشريعات والقوانين المتعلقة بها، وركزت هذه التعليمات أيضا على تعيين المستشار الشرعي المستقل ودوره فيما يتعلق بالصكوك الإسلامية، وينبغي للجهات المصدرة والمستثمرين الراغبين في إصدار الصكوك الإسلامية والتداول بها مراجعة هذه التعليمات، وإتباع التوجيهات فيها، لاسيما فيما يتعلق بالاستثمار في الصكوك الإسلامية.

الفرع الثالث: أداء سوق الأوراق المالية الماليزية

أولا: الشركات المدرجة وأداء التداول في البورصة الماليزية

1- عدد الشركات المدرجة في البورصة الماليزية

الجدول رقم (4-12): عدد الشركات المدرجة في البورصة الماليزية خلال الفترة 2007-2014

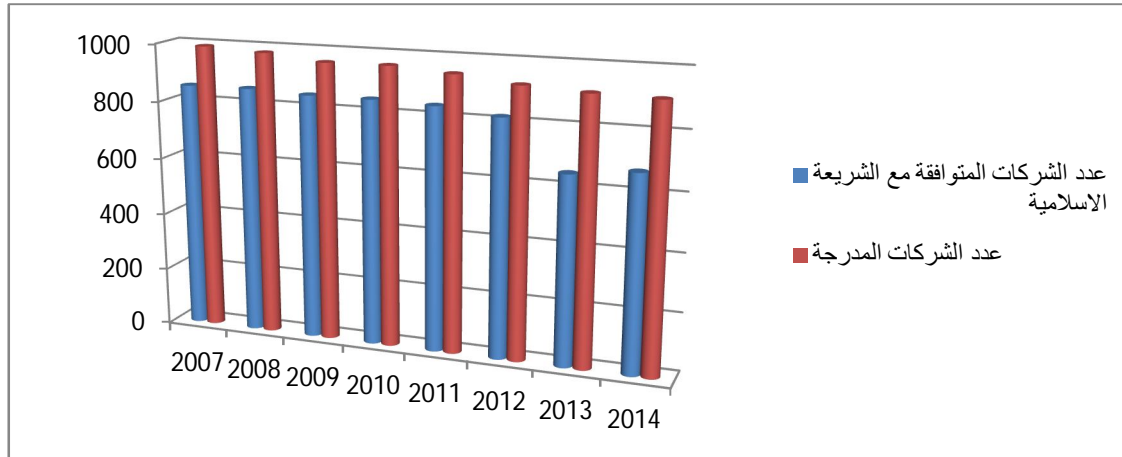
2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	السنوات
673	650	817	839	846	846	855	853	عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية
906	911	923	946	961	959	980	991	عدد الشركات المدرجة
74,3%	71,4%	89%	89%	88%	88%	87%	86%	نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة إلى العدد الكلي للشركات

المصدر:

- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2008, p(6-56)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2009, p(6-52)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2011, p(6-55)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2012, p(6-63)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2014, p146

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

الشكل رقم (4-8) عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة 2007-2014



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (4-12)

من خلال الجدول والشكل نلاحظ أن

هناك تزايد في عدد الشركات الموافقة للشريعة الإسلامية المدرجة في السوق بداية من سنة 2007 حيث وصلت عدد الشركات إلى 853 شركة إلى غاية 2012 أين وصلت إلى 817 شركة أي أن نسبة عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة إلى العدد الإجمالي للشركات والذي انتقل من 86% سنة 2007 إلى 89% سنة 2012 وهي نسبة كبيرة مقارنة بإجمالي الشركات المتداولة في السوق، ولكن انخفضت النسبة سنة 2013 لتصل 71.4% ثم ارتفعت سنة 2014 إلى 74.3%

ويرجع سبب ارتفاع عدد الشركات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية في سوق الأوراق المالية الماليزية إلى:

- ارتفاع مستوى التوعية بالنسبة للشركات الماليزية لممارسة أنشطة الموافقة للشريعة الإسلامية بدلا من الأنشطة المحرمة شرعا في كافة معاملاتها هذا مما أدى إلى ارتفاع الثقة لدى المستثمرين الماليزين للاستثمار فيها، بالإضافة إلى فعالية الرقابة الشرعية التي كان لها دور كبير في تطوير السوق المالية الماليزية؛
- السمعة التي حظيت بها السوق الماليزية على المستوى العالمي في مجال الصناعة المالية الإسلامية؛
- التشجيع المتواصل من طرف هيئة الأوراق المالية الماليزية للشركات التي تعمل وفق مبادئ الشريعة الإسلامية.

2- حجم وقيمة التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية

الجدول رقم (4-13) تطور حجم وقيمة التداول في سوق الأوراق المالية الماليزية خلال الفترة 2007-2014

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	السنوات
2157,1	1567,3	1361,3	1343,8	1021,2	1000,2	630,4	1248,4	حجم التداول (مليون وحدة)
37,63	15,13	1,30	31,59	2,10	58,66	-49,50	-	نسبة التغير %
2161,8	2157,2	1667,5	1566,1	1573,9	1220,9	1277,9	2345,7	قيمة التداول (مليون الرينجت)
0,213	29,37	6,47	-0,5	28,91	-4,46	-45,52	-	نسبة التغير %

المصدر:

- Bank Negara Malaysia (the Central Bank of Malaysia), **monetary and financial developments**, quarterly bulletin fourth quarter ,2008, p151.
- Bank Negara Malaysia (the Central Bank of Malaysia), **monetary and financial developments**, quarterly bulletin fourth quarter ,2010, p134.
- Bank Negara Malaysia (the Central Bank of Malaysia), **monetary and financial developments**, quarterly bulletin fourth quarter ,2012, p134.
- Bank Negara Malaysia (the Central Bank of Malaysia), **monetary and financial developments**, quarterly bulletin fourth quarter ,2014, p152.

نلاحظ من خلال الجدول أن:

شهدت سنة 2008 انخفاض في حجم التداول أين وصل إلى 630.4 مليون وحدة مقارنة بسنة 2007 حيث كانت تقدر 1248.4 مليون وحدة أي بنسبة انخفاض يقدر بـ 49.50%. كما شهدت قيمة التداول انخفاض يقدر بـ 45.52%، ويعود سبب هذا الانخفاض إلى أزمة الرهون العقارية (الأزمة المالية العالمية 2008)، أما ابتداء من سنة 2009 إلى غاية 2014 فشهد السوق تطور إلى أن وصل حجم التداول إلى 2157.1 مليون وحدة متداولة، أما فيما يخص قيمة التداول فشهدت تطور إلى أن وصلت إلى 2161.8 مليون رينجت

ثانيا: القيمة السوقية ومؤشر الأداء للبورصة الماليزية

1- تطور القيمة السوقية للبورصة الماليزية

الجدول رقم (4-14): تطور القيمة السوقية للبورصة الماليزية خلال الفترة 2007-2014

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
القيمة السوقية الاجمالية للسوق (مليار RM)	1.106,2	663,8	999,5	1.275,3	1285	1.466	1.702,15	1.651,17
القيمة السوقية لسوق رأس المال الاسلامي (مليار RM)	705.1	426.4	637.9	756.1	806	942	1029,62	1012,14
نسبة القيمة السوقية لسوق رأس المال الاسلامي إلى القيمة السوقية الاجمالية	64,00%	64,2%	63,8%	62,97%	59,3%	64,00%	60,5%	61,3%

المصدر:

- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2008, p(6-56)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2009, p(6-52)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2011, p(6-55)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2012, p(6-63)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2014, p146

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة السوقية لسوق رأس المال الاسلامي في تزايد مستمر ابتداء من 2009 (أي بعد الأزمة المالية العالمية لسنة 2008) إلى غاية 2014 حيث وصلت إلى 1012.14 مليار رينجت هذا من جهة، أما إذا ما تم مقارنة القيمة السوقية لسوق رأس المال الاسلامي مع القيمة السوقية الإجمالية لسوق المال الماليزي فنلاحظ أنها تمثل أكثر من نصف القيمة السوقية للسوق ككل حيث وصلت سنة 2014 إلى 61.3%. ويعود سبب هذه الإرتفاع إلى زيادة الوعي لدى الشركات والمستثمرين بالتعامل في المعاملات التي تتفق مع الشريعة الاسلامية. مع ملاحظة انخفاض في القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي بين سنتي 2013 و 2014 حيث تقدر على التوالي بـ 1029.62 و 1012.14 ويعود السبب في ذلك إلى تدني أسعار النفط في الربع الرابع من سنة 2014

2- تطور مؤشرات أداء البورصة الماليزية

الجدول رقم (4-15): تطور مؤشرات أداء البورصة الماليزية خلال الفترة 2007-2014

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
FTSE bursa malaysia KLCI	1445,03	876,75	1272,78	1518,91	1530,73	1688,95	1866,96	1761,25
نسبة التغير		-39,33%	45,17%	19,34%	0,78%	10,34%	10,54%	-5,66%
FTSE bursa malaysia EMAS	9810,83	5726,46	8507,61	10374,98	10489	11438,14	12853,63	12066,28
نسبة التغير		-41,6%	48,6%	21,9%	1,1%	9,0%	12,4%	-6,1%
FTSE bursa malaysia EMAS shariah	10533,75	5949,46	8509,52	10058,15	10300,29	11520,73	13051,8	12507,54
نسبة التغير		-43,52%	43,03%	18,20%	2,41%	11,85%	13,29%	-4,17%

المصدر:

- bursa Malaysia, annual report, 2011, p 08

- bursa Malaysia, annual report, 2014, p 14

من خلال الجدول نلاحظ أن:

سنة 2008 سنة حدوث الأزمة المالية العالمية شهدت مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الماليزية تأثر حيث انخفض مؤشر (FTSE bursa malaysia KLCI) بنسبة 39.33%، بعدما كان يقدر بـ 1445.03 نقطة حيث وصل إلى 876.75 نقطة سنة 2008.

كما شهد مؤشر (FTSE bursa malaysia EMAS) بدوره انخفاض وصل إلى 41.6% أي وصل إلى 5726.46 نقطة بعدما كان سنة 2007 يقدر بـ 9810.83 نقطة.

بالإضافة أيضا إلى ما شهدته مؤشر (FTSE bursa malaysia EMAS shariah) من انخفاض وصل إلى 43.52%.

ابتداء من سنة 2009 إلى غاية 2013 شهدت مختلف المؤشرات تطورا في الاداء إلى غاية 2014 حيث نلاحظ أن هناك انخفاض مسى معظم مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية الماليزية، حيث وصل مؤشر (FTSE bursa malaysia KLCI) إلى 5.66% بعدما كانت نسبة أداء المؤشر سنة 2013 تقدر بـ 10.54%. أما فيما يخص (FTSE bursa malaysia EMAS) فشهد هو الآخر انخفاض وصل إلى 6.1%. فيما يتعلق بمؤشر (FTSE bursa malaysia EMAS) شهد بدوره انخفاض وصل إلى 4.17%. ويرجع السبب في ذلك إلى تداعيات انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية خلال الربع الرابع من سنة 2014.

3- تطور حجم تداول الصكوك الإسلامية

الجدول رقم (4-16) : تطور حجم تداول الصكوك الإسلامية في سوق رأس المال الإسلامي

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
قيمة التداول الصكوك (RM Million)	31,802	33,234	33,955	38,328	78,9	71,09	99,129	76,07
قيمة تداول السندات الموافق عليها من طرف الهيئة	158,8	139,99	57,485	63,58	112,33	103,29	148,07	138,146
نسبة قيمة تداول الصكوك من قيمة تداول السندات	20,03%	23,7%	59,1%	60,3%	70,2%	68,8%	66,9%	55,1%

المصدر:

- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2008, op-cit, p(6-54)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2009, op-cit, p(6-45)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2011, op-cit, p(6-46)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2012, op-cit, p(6-55)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2014, op-cit, p144

نلاحظ من خلال الجدول أن قيمة تداول الصكوك في تزايد مستمر من سنة 2007 أي كانت تقدر بـ 31.802 مليون رينجت ماليزي إلى غاية 2013 أين وصلت إلى 99.129 مليون رينجت ماليزي، وهذا ما يؤكد زيادة التداول في قيمة الصكوك أي نسبة قيمة تداول الصكوك على نسبة تداول إجمالي السندات في السوق حيث نلاحظ أن نسبة التداول في تزايد مستمر ويعود السبب في ذلك إلى زيادة الوعي لدى المستثمرين الماليزيين بالإضافة إلى ما قامت به الحكومة الماليزية من مجهودات من أجل تشجيع الاقبال على الصكوك وذلك من أجل جعل ماليزيا مركزا دوليا للتمويل الإسلامي، بالإضافة إلى أن الحكومة الماليزية قامت بإصدار صكوك من أجل تمويل عملية التنمية.

4- تطور الصناديق التقليدية والاسلامية في البورصة الماليزية

الجدول رقم (4-17) تطور الصناديق التقليدية والاسلامية في سوق البورصة الماليزية للفترة 2007-2014

عدد الصناديق/السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
التقليدية	367	410	397	429	423	420	423	424
الاسلامية	128	147	144	152	164	169	178	188
المجموع	495	557	541	564	587	589	595	612
وحدة متداولة (Billion)	208.34	241.06	273.88	289.37	316.41	351.58	388.52	425.43
صافي قيمة موجودات أصول صناديق الاستثمار التقليدية (مليار RM)	152,55	117,22	169,626	202,768	221,6	259,49	292,69	296,358
صافي قيمة موجودات أصول صناديق الاستثمار الاسلامية (مليار RM)	16,86	17,19	22,08	24,044	27,86	35,36	42,82	46,66
مجموع القيمة الصافية	169,41	130,436	191,71	226,812	249	294,85	335,51	343,02
نسبة القيمة الصافية للصناديق من القيمة السوقية لبورصة ماليزيا(%)	15,32	20,25	19,18	17,79	19	20,12	19,7	20,8

المصدر:

- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2008, op-cit, p(6-52)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2009, op-cit, p(6-49)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2011, op-cit, p(6-51)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2012, op-cit, p(6-60)
- securities commission Malaysia, "annual report part 6: statements and statistics", 2014, op-cit, p146

نلاحظ من خلال الجدول رقم (4-17) أن:

- هناك نمو مستمر ومتسارع في صناديق الاستثمار الإسلامية المتداولة في السوق المالي الماليزي سواء من حيث عددها حيث وصلت سنة 2014 إلى 188 صندوق استثماري اسلامي، أما من حيث صافي قيمة موجودات أصول صناديق الاستثمار الاسلامية فهي بدورها شهدت تطوراً إلى أن بلغت سنة 2014 (46.66 مليار رينجت ماليزي).

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

- أما إذا تم مقارنة صناديق الاستثمار التقليدية والاسلامية فنلاحظ أن النسبة الكبيرة تعود إلى صناديق الاستثمار التقليدية، حيث وصلت نسبتها سنة 2014 إلى 69.28% من إجمالي الصناديق المتداولة في السوق المالي الماليزي.
- عند مقارنة صافي قيمة موجودات أصول صناديق الاستثمار التقليدية والاسلامية نجد أنها تمثل النسبة الكبيرة من حيث صافي قيمة الموجودات حيث وصلت سنة 2014 إلى 86.4%
- أما إذا تم مقارنة القيمة الصافية للصناديق مع القيمة السوقية للبورصة الماليزية نجد أن هناك نمواً وتطوراً حيث وصلت إلى أعلى نسبة سنة 2014 بـ 20.8%.
- يعود سبب تزايد عدد صناديق الاستثمار الاسلامية وقيمتها إلى:
- التراخيص التي منحتها هيئة الأوراق المالية الماليزية للسماح للأجانب بدخول إلى السوق الماليزية لإدارة صناديق الاستثمار وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية.
- تصاعد صافي قيمة الموجودات في صناديق الاستثمار الإسلامية إلى تزايد الوعي الاستثماري الإسلامي في أوساط الماليزيين وأيضاً إلى زيادة الوعي لدى الشركات من أجل التعامل بالمعاملات الإسلامية.

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

المطلب الثاني: تقييم أداء عينة من صناديق الاستثمار في سوق المال الماليزي
سوف نتطرق في هذا المطلب إلى تباين طرق تقييم صناديق الاستثمار وفق النماذج المركبة على عينة من صناديق الاستثمار خلال فترة الدراسة 2007-2014، وعليه كانت النتائج المتوصل إليها على النحو التالي:
الجدول رقم (4-18): نتائج تقييم مؤشرات أداء الصناديق على عينة من الصناديق الماليزية

بيانات متعلقة بالسوق					
عائد أذون الخزانة	$\overline{R_m}$	δ_m	تباين السوق	مؤشر شارب للسوق	
%2.59	%9.125	%23.87	0.0569	0.259	
بيانات متعلقة بالصندوق apex malaysia growth trust					
$\overline{R_p}$	δ_p	β	مؤشر شارب	مؤشر ترينور	مؤشر M^2
%5.34	%16.2	0.65	0.1709	3.68	%6.47
بيانات متعلقة بالصندوق hong leong growth fund					
$\overline{R_p}$	δ_p	β	مؤشر شارب	مؤشر ترينور	مؤشر M^2
%8.29	%21.27	0.852	0.251	6.27	%8.94
بيانات متعلقة بالصندوق Dana dinamik					
$\overline{R_p}$	δ_p	β	مؤشر شارب	مؤشر ترينور	مؤشر M^2
%13.52	%13.07	0.39	0.837	28.05	%22.27
بيانات متعلقة بالصندوق hong leong dana makmur(hldm)					
$\overline{R_p}$	δ_p	β	مؤشر شارب	مؤشر ترينور	مؤشر M^2
%8.01	%20.08	0.697	0.252	7.26	%9.59

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الملحق رقم 3

الفرع الأول: تطبيق مؤشر شارب للبورصة الماليزية

قبل القيام بحساب مؤشر شارب للسوق سوف نقوم بحساب الانحراف المعياري والتباين للسوق، بالإضافة إلى معدل العائد على أذون الخزينة، ثم التطرق إلى حساب مؤشر شارب على عينة من الصناديق

أولاً: مؤشر شارب للبورصة الماليزية

1- حساب قيمة المؤشر

- المتوسط السنوي لعوائد سوق ماليزيا بلغت 9.125 %

- متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 2.95 %

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

- المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للسوق بلغت 23.87% بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على سوق الأوراق المالية الماليزي خلال فترة الدراسة على النحو التالي :

$$S = \frac{9.125 - 2.95}{23.87} = 0.259$$

2- التحليل:

نلاحظ من خلال حساب مؤشر شارب للسوق الماليزي (KLCI) أن السوق استطاع تحقيق عائد إضافي عن كل وحدة مخاطرة كلية (0.259) وحدة عائد، ويرجع عدم ارتفاع معدلات ربحية السوق المالي الماليزي إلى ارتفاع المخاطر غير المنتظمة لعوائد السوق نتيجة التذبذبات القوية التي طرأت على السوق، خاصة سنة 2008 حيث وصل العائد إلى -39.33%، وكذلك سنة 2014 حيث وصل العائد إلى -5.66% خاصة خلال الربع الرابع من نفس السنة، وذلك نتيجة لتغيرات أسعار النفط وأيضا إلى مخاوف بشأن توقعات النمو العالمي مما أدى إلى إدخال مخاوف لدى المستثمرين الأجانب في السوق.

الفرع الثاني: تطبيق مؤشر شارب على عينة من الصناديق محل الدراسة

أولا: مؤشر شارب لصندوق apex malaysia growth trust

1- حساب مؤشر شارب على صندوق apex malaysia growth trust

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغت 5.34 %
 - متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 2.95 %
 - المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق بلغت 16.2 %
- بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على الصندوق خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{5.34 - 2.95}{16.2} = 0.17098$$

2- التحليل:

أي أن العائد الإضافي الذي حققه الصندوق من لكل وحدة مخاطرة كلية تقدر بـ (0.170) وحدة عائد، وعليه فإن معدل عائد المخاطرة في السوق (23.87%) أكبر من معدل عائد المخاطرة على الصندوق (16.20%)، وعليه تكون العوائد المرجحة للصندوق أقل مقارنة بقيمة المؤشر في السوق حيث هناك فارق قدره 0.088 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح السوق، وعليه فإن متوسط عائد السوق (9.125%) أكبر من متوسط عائد الصندوق (5.34%) ويرجع سبب انخفاض عائد الصندوق إلى السياسة

الاستثمارية التي تعتمد على 29.7% على شكل استثمارات في التجارة والخدمات بالإضافة إلى 24.3% في السيولة، و 10.6% في التكنولوجيا مع استثمارات في مختلف القطاعات الأخرى. وعليه فالتغيرات الاقتصادية خاصة الأزمة المالية العالمية 2008، وأزمة الديون السيادية اليونانية 2011 وأزمة انخفاض أسعار النفط أثرت على أداء الصندوق.

ثانيا: مؤشر شارب لصندوق **houng leong growth fund**

1- حساب مؤشر شارب على صندوق **houng leong growth fund**

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغت 8.29 %
 - متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 2.95 %
 - المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق بلغت 21.27 %
- بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على الصندوق خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{8.29 - 2.95}{21.27} = 0.251$$

2- التحليل:

نلاحظ أن العائد الإضافي الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة كلية يقدر بـ (0.837) وحدة عائد، حيث أن معدل عائد المخاطرة في السوق (23.87%) أكبر من عائد المخاطرة في الصندوق (13.07%) وعليه تكون العوائد المرجحة للصندوق أكبر من عائد المخاطرة على الصندوق (21.27%)، بالرغم من ذلك نلاحظ أن عوائد الصندوق المرجحة بالمخاطر أقل مقارنة بقيمة مؤشر شارب للسوق. وعليه نجد أن متوسط عائد السوق (9.125%) أكبر من عائد الصندوق (8.29%) ويرجع السبب في ذلك إلى الاستراتيجية الاستثمارية المطبقة من طرف الصندوق حيث نجد 71.88% استثمارات في الأسهم و 17.61% في النقديات و 10.51% في الاستثمارات الجماعية.

ثالثا: مؤشر شارب لصندوق **Dana dinamik (eastspring investments)**

1- حساب مؤشر شارب على صندوق **Dana dinamik (eastspring investments)**

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغت 13.53 %
 - متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 2.95 %
 - المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق بلغت 13.07 %
- بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على الصندوق خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{13.53 - 2.95}{13.07} = 0.837$$

2- التحليل:

نلاحظ أن العائد الإضافي الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة كلية يقدر بـ 0.837 وحدة عائد، أي أن معدل عائد المخاطرة في السوق (23.87%) أكبر من عائد المخاطرة في الصندوق (13.07%) وعليه تكون العوائد المرجحة للصندوق أكبر مقارنة بقيمة معدل مؤشر السوق، حيث أن هناك فارق يقدر بـ 0.586 وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح السوق، وأن متوسط العائد على الصندوق (13.53%) أكبر من متوسط العائد على السوق (9.125%) ويعود السبب هذا العائد إلى استثمارات الصندوق، حيث كانت متوزعة بين النقديات بنسبة 27.72% بالإضافة إلى الاستثمار في التكنولوجيا 9.64% والباقي موزع على مختلف القطاعات (الاتصالات، البنوك، العقارات...)

رابعاً: مؤشر شارب لصندوق hong leong dana makmur(hldm)

1- حساب مؤشر شارب على صندوق hong leong dana makmur(hldm)

- المتوسط السنوي لعوائد الصندوق بلغت 8.01 %
 - متوسط العائد الخالي من المخاطر بلغ 2.95 %
 - المخاطر الكلية المتمثلة في الانحراف المعياري للصندوق بلغت 20.08 %
- بالاعتماد على هذه المعطيات يمكن حساب مؤشر شارب على الصندوق خلال فترة الدراسة على النحو التالي:

$$S = \frac{8.01 - 2.95}{20.08} = 0.252$$

2- التحليل:

نلاحظ أن العائد الإضافي الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة كلية يقدر بـ 0.252 وحدة عائد. وعليه يمكن أن نستنتج معدل عائد المخاطرة في السوق (26.35%) أكبر من عائد المخاطرة في الصندوق (20.08%)، بالرغم من ذلك فإن العوائد المرجحة للصندوق أقل مقارنة بمؤشر السوق، حيث أن هناك فارق يقدر بـ (0.047) وحدة عائد لكل وحدة مخاطرة لصالح السوق. كما نلاحظ أن متوسط عائد السوق (10.83%) أكبر من متوسط عائد الصندوق (8.01%) ويرجع السبب في ذلك إلى نسبة 77.23 % على شكل استثمارات في شركات المساهمة الموافقة للشريعة الإسلامية و 27.77% على شكل استثمارات في الايداعات الإسلامية والنقديات.

الفرع الثالث: تطبيق مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M^2 على عينة من الصناديق
أولاً: مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M^2 لصندوق apex malaysia growth trust

$$M^2 = \frac{\delta_m}{\delta_p} (R_p - R_f) + R_f$$

1- حساب مؤشر M^2 لصندوق apex malaysia growth trust

- الانحراف المعياري لسوق المال الماليزي يقدر بـ 23.87%؛
 - الانحراف المعياري للصندوق يقدر بـ 16.2%؛
 - متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 2.95%؛
 - متوسط العائد للصندوق يقدر بـ 5.34%.
- وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي :

$$M^2 = \frac{23.87}{16.2} (5.34 - 2.95) + 2.95$$
$$M^2 = 6.47\%$$

2- التحليل

وعليه فإن عوائد الصندوق سوف تصبح 6.47% بدلا من 5.34% في حالة رفع معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لتصل إلى نفس مستوى مخاطرة السوق في حالة الدخول المباشر في السوق. وعلى الرغم من رفع درجة المخاطرة الكلية للصندوق لنفس المخاطرة الكلية للسوق سوف نجد أن عائد الصندوق يبقى أقل من عائد السوق (9.125%)، ويرجع السبب في ذلك إلى التوجهات الاستثمارية للصندوق.

ثانياً: مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M^2 لصندوق hong leong growth fund

1- حساب مؤشر M^2 لصندوق hong leong growth fund

- الانحراف المعياري لسوق المال الماليزي يقدر بـ 23.87%؛
 - الانحراف المعياري للصندوق يقدر بـ 21.27%؛
 - متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 2.95%؛
 - متوسط العائد للصندوق يقدر بـ 8.94%.
- وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي :

$$M^2 = \frac{23.87}{21.27} (8.29 - 2.95) + 2.95$$
$$M^2 = 8.94\%$$

2- التحليل

نلاحظ من خلال النتيجة المتوصل إليها أن عوائد الصندوق سوف تصبح (8.94%) بدلا من (8.29%) في حالة الرفع من معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لتصل إلى نفس مستوى المخاطرة الكلية للسوق في حالة الدخول المباشر في استثمارات السوق. حتى وإن تم رفع درجة المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لنفس المخاطرة الكلية للسوق نجد أن عوائد الصندوق (8.94%) تبقى أقل من عوائد السوق (9.125%).

ثالثا: مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M^2 لصندوق Dana dinamik (eastspring investments)

1- حساب مؤشر M^2 لصندوق Dana dinamik (eastspring investments)

- الانحراف المعياري لسوق المال الماليزي يقدر بـ 23.87%؛

- الانحراف المعياري للصندوق يقدر بـ 13.07%؛

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 2.95%؛

- متوسط العائد للصندوق يقدر بـ 13.53%.

وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي :

$$M^2 = \frac{23.87}{13.07} (13.53 - 2.95) + 2.95$$

$$M^2 = 22.27\%$$

2- التحليل

نستنتج من خلال النتيجة المتوصل إليها أن عوائد الصندوق سوف تصبح (22.27%) بدلا من (13.53%) في حالة الرفع من معدل المخاطرة الكلية للصندوق لتصل إلى نفس مستوى المخاطرة الكلية للسوق. وعليه إن تم رفع درجة المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق لنفس المخاطرة الكلية للسوق نلاحظ أن عوائد الصندوق (22.27%) سوف تبقى أكبر من عوائد السوق.

رابعا: مؤشر الأداء المعدل بالمخاطر M^2 لصندوق hong leong dana makmur(hldm)

1- حساب مؤشر M^2 لصندوق hong leong dana makmur(hldm)

- الانحراف المعياري لسوق المال الماليزي يقدر بـ 26.35%؛

- الانحراف المعياري للصندوق يقدر بـ 20.082%؛

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 2.95%؛

- متوسط العائد للصندوق يقدر بـ 8.01%.

وعليه يمكن حساب المؤشر على النحو التالي :

$$M^2 = \frac{26.35}{20.082} (8.01 - 2.95) + 2.95$$

$$M^2 = 9.59\%$$

2- التحليل

ما نلاحظه من النتيجة المتوصل إليها أن عوائد الصندوق سوف تصبح 9.59% بدلا من 8.01% في حالة الرفع من معدل المخاطرة الكلية للصندوق إلى نفس المخاطرة الكلية للسوق، ومنه يمكن القول أن عائد الصندوق (9.59%) يكون أقل من عائد السوق (10.83%).

الفرع الرابع: تطبيق مؤشر ترينور على عينة من الصناديق

أولا: مؤشر ترينور لصندوق apex malaysia growth trust

1- حساب مؤشر ترينور لصندوق apex malaysia growth trust

- متوسط العائد للصندوق يقدر بـ 5.34%

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 2.95%

- معامل β (المخاطر المنتظمة) للصندوق يقدر بـ 0.65

$$T = \frac{5.34 - 2.95}{0.65}$$

$$T = 3.68$$

2- التحليل:

العائد الإضافي الذي استطاع الصندوق تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة يقدر بـ 3.68 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية الصندوق مقارنة بربحية السوق.

بما أن معامل $\beta < 1$ ($\beta = 0.65$) هذا يعني أن مخاطر الصندوق أقل من مخاطر السوق، بالرغم من ذلك فإن عوائد الصندوق انخفضت من 5.34% إلى 3.68% في ظل المخاطر المنتظمة

ثانيا: مؤشر ترينور لصندوق hong leong growth fund

1- حساب مؤشر ترينور لصندوق hong leong growth fund

- متوسط العائد للصندوق يقدر بـ 8.29%

- متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 2.95%

- معامل β (المخاطر المنتظمة) للصندوق يقدر بـ 0.852

$$T = \frac{8.29 - 2.95}{0.852}$$

$$T = 6.27$$

- 2- التحليل: أي أن العائد الإضافي الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة منتظمة يقدر بـ 6.27 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية الصندوق مقارنة بربحية السوق. بما أن معامل $\beta < 1$ ($\beta = 0.852$) هذا يعني أن مخاطر الصندوق أقل من مخاطر السوق، بالرغم من ذلك فإن عوائد الصندوق انخفضت من 8.29% إلى 6.27% في ظل المخاطر المنتظمة

ثالثاً: مؤشر ترينور لصندوق Dana dinamik (eastspring investments)

1- حساب مؤشر ترينور لصندوق Dana dinamik (eastspring investments)

- متوسط العائد للصندوق يقدر بـ 13.53%
 - متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 2.95%
 - معامل β (المخاطر المنتظمة) للصندوق يقدر بـ 0.39
- $$T = \frac{13.53 - 2.95}{0.39}$$
- $$T = 28.05$$

2- التحليل:

أي أن العائد الإضافي الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة منتظمة يقدر بـ 28.05 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية الصندوق مقارنة بربحية السوق. بما أن معامل $\beta < 1$ ($\beta = 0.39$) هذا يعني أن مخاطر الصندوق أقل من مخاطر السوق، بالرغم من ذلك فإن عوائد الصندوق ارتفعت من 13.53% إلى 28.05% في ظل المخاطر المنتظمة

رابعاً: مؤشر ترينور لصندوق hong leong dana makmur(hldm)

1- حساب مؤشر ترينور لصندوق hong leong dana makmur(hldm)

- متوسط العائد للصندوق يقدر بـ 8.01%
 - متوسط العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 2.95%
 - معامل β (المخاطر المنتظمة) للصندوق يقدر بـ 0.697
- $$T = \frac{8.01 - 2.95}{0.697}$$
- $$T = 7.26$$

- 2- التحليل: ما نلاحظه أن العائد الإضافي الذي حققه الصندوق من كل وحدة مخاطرة منتظمة يقدر بـ 7.26 وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية الصندوق مقارنة بربحية السوق. بما أن معامل $\beta < 1$ ($\beta = 0.697$) هذا يعني أن مخاطر الصندوق أقل من مخاطر السوق، بالرغم من ذلك فإن عوائد الصندوق انخفضت من 8.01% إلى 7.26% في ظل المخاطر المنتظمة

المبحث الرابع: صناديق الاستثمار في الجزائر

تعتبر بورصة الجزائر من أحداث البورصة التي أنشئت في الدول العربية، كما أنها من البورصات الأقل أداء سواء كانت من ناحية حجم وقيمة التداول، أو من حيث عدد الشركات المدرجة فيها

المطلب الأول: بورصة الجزائر

الفرع الأول: مراحل إنشاء بورصة الجزائر: إن فترة التحضير لإنشاء بورصة القيم المتداولة في الجزائر يمكن تقسيمها إلى مرحلتين أساسيتين، فالأولى تتمثل في مرحلة اتخاذ قرار إنشاء بورصة الجزائر، والتي تراوحت مدتها من 1990 إلى 1992، والمرحلة الثانية تشكل المرحلة الابتدائية لبورصة الجزائر والتي تراوحت مدتها من 1993 إلى 1996.

أولاً: المرحلة الأولى: أي مرحلة الإقرار بإقامة بورصة القيم المتداولة، فقد نصت القوانين التشريعية على إمكانية مفاوضة قيم الخزينة بين المؤسسات العمومية فقط، كما حدد المرسوم رقم 90-102 المؤرخ بتاريخ 27 مارس 1990 أنواع شهادات الأسهم التي يمكن أن تقوم بإصدارها الشركات العمومية الاقتصادية وكذا شروط مفاوضتها، حيث سمحت هذه القوانين للشركات باكتساب شهادات الأسهم المكتتبة برؤوس أموال الشركات العمومية الاقتصادية الأخرى¹. وفي نفس الفترة وبالتحديد في 9 ديسمبر 1990 تم إنشاء وفقاً لعقد موثق شركة القيم المنقولة Société des valeurs mobilières، ومهمتها تشبه إلى حد ما مهمة البورصة في الدول المتطورة، حيث تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة والتي بلغ عددها ثمانية صناديق، أما رأس مالها فقد قدر بمبلغ (320.000 دج)، موزع بحصص متساوية بين الصناديق الثمانية، ويديرها مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء، كل عضو يمثل أحد صناديق المساهمة، يقوم المجلس بتعيين المدير العام الذي يتولى مهمة تسيير الشركة². كما تم في نفس الفترة صدور ثلاث مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991 وهي³:

المرسوم التنفيذي رقم 91-169 المتعلق بتنظيم المعاملات الخاصة بتداول الأوراق المالية، حيث عرف هذا المرسوم القيم المتداول على أنها منتج مالي قابل للتداول في البورصة وقابل للتجزئة.

- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 الذي يهتم بتحديد أنواع الأسهم وأنواع الأوراق المالية الأخرى وكذلك صيغ وشروط إصدار تلك الأوراق من طرف شركات الأموال.

¹ قاسم شاوش لامياء، "الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة البورصة الجزائرية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، مالية وبنوك، جامعة سعد دحلب البليدة، جوان 2005، ص 159.

² - شععون شععون، مرجع سبق ذكره، ص 80.

³ M.Mansouri, La bourse des valeurs mobilières d'Alger, édition Dar Houma ; Alger ; 2002, p 8.

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

- المرسوم التنفيذي رقم 91-171 المتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث أوكلت لها مهام تنظيم وتطوير سوق الأوراق المالية وتعبئة الادخار وكيفية ممارسة الرقابة على السوق.

وفي سنة 1992، طرأت بعض التعديلات والتغيرات على مستوى شركة القيم المنقولة، وذلك راجع لبعض الصعوبات التي واجهتها هذه الشركة والخاصة بالدور غير الواضح الذي يجب أن تلعبه، وكذا ضعف رأسمالها لذلك تم رفع رأس مالها إلى (932.0000 دج)، كما تغير اسمها، حيث أصبح يطلق عليها اسم "بورصة الأوراق المالية" بدلا من شركة القيم المنقولة¹.

وبالرغم من كل الجهود المبذولة إلا أن البورصة لم تتمكن من أن تكون عملية خلال هذه المرحلة، حيث عرقلت انطلاقها العديد من الصعوبات المتعلقة بالمحيط الاقتصادي والاجتماعي للبلاد.

ثانيا: المرحلة الثانية: من فترة التحضير لإنشاء بورصة القيم المتداولة، والمتمثلة في المرحلة الابتدائية التي تراوحت من 1993 إلى 1996، فقد تميزت باتخاذ عدة تعديلات وتغييرات على مستوى القوانين وخاصة القانون التجاري الذي كان لا يتوافق مع شروط سير البورصة، حيث كان يمنع عملية تنازل الشركات العمومية عن أسهمها لغير المؤسسات العمومية، لهذا الغرض تم إدخال بعض التعديلات عليه وهي تعديلات خاصة بشركات الأسهم وأخرى تخص القيم المنقولة (المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993، المتمم والمعدل للأمر المتضمن القانون التجاري والأحكام المتعلقة بشركات الأموال). بالإضافة إلى المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق الأوراق المالية، حيث أقر هذا المرسوم بإنشاء بورصة القيم المتداولة مقرها الجزائر العاصمة، واعتبرت المكان الوحيد الذي يتم فيه عقد الصفقات على الأسهم والسندات المصدرة من طرف الحكومة وشركات المساهمة². أما فيما يخص شركات الأسهم فقد أدت التعديلات بصفة واضحة إلى إمكانية تأسيسها والشروع في العرض العمومي للادخار، سواء عند تأسيس الشركة أو عند تقرير رفع رأسمالها.

كما تم رفع المبلغ الأدنى اللازم لتكوين شركة أسهم من (300.000 دج) إلى :

- (100.0000 دج) في حالة عدم إجراء العرض العمومي للادخار.

- (500.0000 دج) في حالة إجراء العرض العمومي للادخار.

وبهذا أصبحت شركة الأسهم تشكل وسيلة فعالة لتعبئة الادخار.

¹ نسيم لبادي، "فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد - دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2004. ص 113.

² أحمد بوراس، "الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطر"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، عدد 11، جوان 1999. ص 38.

أما فيما يخص القيم المنقولة، فقد بينت التعديلات إمكانية إصدار أنواع جديدة من القيم المنقولة تتمثل في أسهم التمتع، شهادات الاستثمار، شهادات الحق في التصويت، شهادات المشاركة، السندات، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، والسندات المرفقة بأذونات الاكتتاب. ثم أن اتخاذ مثل هذا القرار والمتمثل في إدخال قيم منقولة جديدة، يعتبر في غاية الأهمية خاصة مع إنشاء بورصة للقيم المنقولة بالجزائر. ففي هذا الإطار نصت المراسيم التشريعية آنذاك على أن القيم المنقولة هي سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة، وتكون مسعرة في البورصة أو يمكن أن تسعر، وتمنح حقوقا مماثلة حسب الصنف كما تسمح بالدخول مباشرة أو بصورة غير مباشرة في حصة معينة من رأسمال الشركة المصدرة أو حق مديونية عام على أموالها.¹

الفرع الثاني: الهيئات العاملة ببورصة الجزائر: تتمثل الهيئات العاملة في البورصة فيما يلي:

أولا : لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: لقد تم تأسيس هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، ولكنها لم تصبح عملية إلى غاية فيفري 1996، وذلك بغية حماية المدخرين وتغاديا لكل التجاوزات، وتتكفل بمهمة التأكد من نظامية العمليات بالبورصة، وكذا اتخاذ ما تستلزمه مختلف الظروف من إجراءات علاجية قصد تسهيل تأدية الدور المنوط بالبورصة. يكون بذلك الهدف من وجود هيئة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة هو التحسين من تنظيم وسير بورصة القيم المتداولة على النحو الذي تتمكن معه من تأدية وظائفها بكل فعالية، وذلك بالمحافظة على الادخار ومصالح أصحابه وتوجيهه بكفاءة عالية بما يحقق المصلحة العامة للاقتصاد الوطني.

ويمكن تبين مهام هذه اللجنة التي تمثل سلطة سوق القيم المنقولة من خلال حمايتها للمستثمرين وضمان الشفافية اللازمة لسوق الأوراق المالية، كما تتولى المهمة القانونية والمراقبة والرقابة وكذا المهمة التأديبية والتحكيمية. وتتكون لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة من رئيس وستة أعضاء، يعينون لمدة أربع سنوات، تنتهي مهامهم حسب الشروط المحددة في التنظيم، حيث يعين رئيس اللجنة باقتراح من وزير المالية، وتعارض هذه المهمة مع أي وظيفة حكومية أو أي نشاط آخر ماعدا أنشطة التعليم أو الإبداع الفني، أو الفكري، كما لا يجوز له ولجميع العاملين الدائمين في اللجنة، أن يقوموا بأية عملية تجارية حول الأوراق المالية المسعرة في البورصة.

أما الأعضاء الستة فيتم تعيينهم كآآتي² :

- قاض يقترحه وزير العدل؛

¹ شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص 81.

² المادة 22 من القانون رقم 04/03 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي 10/93 من الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 11، الصادر بتاريخ 19 فبراير 2003، ص 23.

- عضو يقترحه وزير المالكف بالمالية؛
 - استاذ جامعي يقترحه الوزير المالكف بالتعليم العالي؛
 - عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر؛
 - عضو مختار من بين المسيرين الأشخاص المعنويين المصدرة للقيم المنقولة؛
 - عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات المعتمدين.
- من بين أهم الوظائف التي تقوم بها :
- وظيفة التحكيم والتأديب:** تعمل اللجنة على التنظيم المحكم للعمل وذلك عن طريق الفصل في النزاعات التقنية والعملية ودراسة أي إخلال في الواجبات المهنية، وأخلاقيات المهنة أو مخالفة الوسطاء للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.
- الوظيفة القانونية:** تسهر على السير الحسن لسوق القيم المتداولة بتطبيق القوانين
- وظيفة المراقبة والرقابة:** في إطار هذه الوظيفة، تقوم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بـ :
- السهر على مراعاة قواعد وأخلاقيات المهنة بين المتعاملين في السوق؛
 - السهر على تنفيذ الأوامر المصدرة من طرف الزبائن حسب شروط السوق؛
 - التأكد من أن الوسطاء والشركات المسعرة في البورصة يتقيدون بالأحكام التشريعية والقوانين التنظيمية؛
 - التأكد من أن الوسطاء يحترمون القوانين البورصة.

ثانيا: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV): أنشئت بتاريخ 25 ماي 1997 بعد انعقاد جمعيتها التأسيسية بتاريخ 21 ماي 1997 وتكتسي شركة تسيير بورصة القيم المنقولة التي كانت تسمى شركة إدارة بورصة القيم المنقولة قبل صدور القانون رقم 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 شكل شركة مساهمة تخضع لأحكام المادة 544 من القانون التجاري الجزائري مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة، والذين يتميزون باحتكار عمليات التفاوض على القيم المتداولة بالبورصة لحسابهم وحساب زبائنهم أي أن رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مخصصة للوسطاء في عمليات البورصة.¹ وهي شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة في البورصة يتمثل رأسمالها في الأسهم المخصصة للوسطاء في عملية البورصة ولا يصبح إعتقاد أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط من رأس المال هذه الشركة، كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجرى في البورصة. و يحكم شركة تسيير بورصة القيم قانون أساسي يسنه الوزير المالكف بالمالية، ويتولى تسييرها مجلس إدارة مكون من مسيرين يرأسهم مدير

¹ عبد الله سناجقي، " سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الإستثمار مع دراسة حالة مجمع صيدال"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة الشلف، سنة 2008، ص 93

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

عام يعينهم الوزير المكلف بالمالية بعد أخذ رأي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ويقدر رأسمال الشركة بمبلغ 24 مليون دينار جزائري ممسوك بأقساط متساوية من قبل المساهمين. ويتكون مجلس إدارة الشركة من ممثلي الهيئات المالية الآتية:

- **CNMA**: الصندوق الوطني للتعاوني الفلاحي.

- **BNA**: البنك الوطني الجزائري.

- **CPA**: القرض الشعبي الجزائري.

- **BADR**: البنك الفلاحة والتنمية الريفية.

- **BDL**: بنك التنمية المحلية.

- **CNEP**: الصندوق الوطني للتوفير و الاحتياط.

- **CAAR**: الشركة الجزائرية للتأمين الشامل.

- **CCR**: شركة تأمين.

- **CAAT**: شركة تأمين.

- **UNION BANK**: يونيون بنك. (لقد توقف هذا البنك عن العمل سنة 2005)

تمارس شركة تسيير بورصة القيم المنقولة مهامها تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة حيث أوكلت لها المهام الآتية¹:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة؛

- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها؛

- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عملية البورصة؛

- تنظيم معاملات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة؛

- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديدتها؛

- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة؛

- إصدار نشرة رسمية لسعر البورصة.

ثالثا: **المؤتمن المركزي على السندات**: يعتبر المؤتمن المركزي على السندات هيئة جديدة جاء بها قانون 03-04 المتعلق ببورصة القيم المنقولة والصادر في 17 فيفري 2003، حيث يعد المؤتمن المركزي على السندات

¹ نفس المرجع السابق، ص 96.

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

هيئة أسست على شكل شركة ذات أسهم تمّ ترخيصها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة¹، تتمثل مهام شركة المؤتمن المركزي للسندات في الآتي²:

- حفظ السندات من خلال فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين؛
- متابعة حركة السندات من خلال عمليات التسوية من حساب لآخر؛
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها؛
- التقييم القانوني للسندات؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق والمتمثلة في تنفيذ الأوامر وحركة الأسعار.

الفرع الثالث: الوسطاء في بورصة الجزائر

أولا - الوسطاء: حسب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 في مادته الخامسة والسادسة فإنه يمكن ممارسة عمل وسيط في البورصة، بعد اعتماد من طرف لجنة تنظيم وعمليات البورصة، كل شخص طبيعي أو شركة ذات أسهم تنشأ خصيصا لهذا الغرض، بشرط أن تجري عملية المفاوضات على القيم المنقولة في البورصة.

ثانيا - شركات الوساطة في بورصة الجزائر: اعتبارا من تاريخ 15 جويلية 1998، فإن الوساطة في بورصة الجزائر مكونة من خمس شركات وساطة، وهي:

- شركة الراشد المالي المكون بين الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي، البنك الخارجي الجزائري وشركة التأمين؛
- الشركة المالية للاستشارات والتوظيف، المكونة من البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمين؛
- شركة التوظيف في القيم المتداولة والمكونة من بنك الفلاحة والتنمية الريفية و الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين؛
- الشركة العامة للتمويل والمكونة من القرض الشعبي الجزائري والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط والشركة الجزائرية للتأمين الشامل؛

ثالثا - شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة

حتى يتم اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة في الجزائر، ينبغي أن تتوافر فيهم جملة من الشروط والتي تختلف بالنظر إلى كون الوسيط شخصا طبيعيا أو اعتباريا.

¹ جمال الدين سحنون، "شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر" أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2007-2008، ص 249.

² عبد الله سناجقي، مرجع سبق ذكره، ص 97.

1- شروط اعتماد الوسيط الذي له صفة الشخص الطبيعي: ينبغي على الشخص الطبيعي الذي يريد أن يصبح وسيط في عمليات البورصة تحقيق جملة من الشروط وهي:¹

- أن يكون جزائري الجنسية وأن لا يقل عمر الشخص عن 25 سنة؛
- التمتع بالأخلاق الحسنة والنزاهة اللازمة لضمان حماية المدخرين كالتقيد بالسر المهني؛
- تقديم كفالة بمبلغ خمسمائة ألف (500.000) دينار جزائري، ويمكن للجنة أن تحدده بمبلغ أكبر بالنظر إلى طبيعة النشاطات الممارسة التي قد تقتضي ضمانا أكبر؛
- حيازة محل واضح التعيين وملائم لممارسة النشاط؛
- تحقيق شروط الكفاءة المهنية من الحصول على شهادة جامعية في التخصص، إضافة إلى أن المعني يكون قد حصل على تكوين مقبول في شؤون التجارة وتسيير القيم المتداولة وكسبه لتجربة مهنية مقبولة.

2- شروط اعتماد الوسيط الذي له صفة الشخص المعنوي: ينبغي على الوسيط في عمليات البورصة ذي الشخصية الاعتبارية أن تتوفر فيه مجموعة من الشروط حتى يتمكن من ممارسة وظيفته كوسيط، وهذه الشروط هي:

- الشكل القانوني الذي ينبغي أن يأخذه هذا الشخص المعنوي هو شركة مساهمة؛
- حيازة رأس مال قيمته مائة (100) مليون دج كحد أدنى، ويمكن للجنة أن تحدد الكفالة بمبلغ أكبر بالنظر إلى طبيعة النشاطات الممارسة و التي تتطلب ضمانات أكبر؛
- أن تكون رؤوس الأموال الخاصة من رأس المال الاجتماعي والاحتياطات و نتيجة نهاية الدورة المالية؛
- حيازة محلات واضحة التعيين ممارسة النشاط و ضمان أمن مصالح العملاء، على أن يكون مقر الشركة بمدينة الجزائر؛

ولقبول الوسطاء في عمليات البورصة سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو معنويين يتعين عليهم تقديم طلب اعتماد لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة المتكونة مما يلي:

- وثائق تثبت المساهمة في صندوق الضمان، والاكتتاب في تأمين ضمان المسؤولية تجاه زبائنهم خاصة ضد مخاطر الخسارة، سرقة الأموال والقيم الممنوحة لهم من طرف زبائنهم؛
- الالتزام باحترام القواعد الأخلاقية أثناء التعامل؛
- وثيقة تثبت ملكية أو كراء المحلات المخصصة لنشاط الوسيط في عمليات البورصة؛

¹ محمد براق، "بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر"، مرجع سبق ذكره، ص ص 381-382.

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

- الالتزام بالاككتاب في حصة رأس المال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
ولا يكون الاعتماد نهائيا إلا عندما يكتتب فعلا في عمليات البورصة في الحصة المحددة من رأسمال الشركة المذكورة.

رابعا- مهام الوسطاء في عملية البورصة: حسب القانون رقم 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، فإنه يمكن للوسطاء في عمليات البورصة أن يمارسوا أساسا في حدود الأحكام التشريعية والتنظيمية التي يخضعون لها، المهام الآتية:¹

- التفاوض لحساب الغير وللحساب الخاص؛
- تقديم الإرشادات في مجال توظيف القيم المنقولة؛
- التسيير الفردي لمحفظة الأوراق المالية بموجب عقد مكتوب؛
- تسيير محفظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة؛
- القيام بعمليات توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى؛
- السهر على إنجاز عملية الاككتاب في مختلف الأوراق المالية المصدرة؛
- حفظ وإدارة القيم المنقولة؛
- تقديم إرشادات للمؤسسات فيما يخص هيكلة رأسمالها أو عملية الإدماج.

الفرع الرابع: شروط تقييد الأوراق المالية في بورصة الجزائر: حتى يتم قبول الأوراق المالية وتسجيلها في قيد بورصة الجزائر ينبغي على الشركة التي ترغب في ذلك أن تتوفر فيها جملة من الشروط العامة والخاصة.
أولا- الشروط العامة : تتمثل الشروط العامة الواجب توفرها في الشركات التي ترغب قيد أوراقها المالية في بورصة الجزائر فيما يلي:

- أن تكون الشركة المصدرة للأوراق المالية شركة ذات أسهم طبقا لما هو منصوص عليه في أحكام القانون التجاري الجزائري؛
- تقديم تقرير تقييمي لأصول الشركة يعده خبير مصنف من الخبراء المحاسبين الجزائريين، على أن يكون هو نفسه محافظ حسابات الشركة؛
- إثبات وجود هيئة مراجعة داخلية، ويتطلب أن تكون هذه الهيئة موضوع تقدير وتقييم محافظ الحسابات في تقريره في شأن الرقابة الداخلية في الشركة؛
- نشر قوائمها المالية المصادق عليها لثلاثة سنوات مالية سابقة للسنة التي تم فيها تقديم طلب القبول، مع ضرورة تحقيق أرباح خلال السنة المالية التي سبقت سنة تقديم الطلب؛

¹ القانون رقم 04/03 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93/10 الصادرة بتاريخ 2003/02/19

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

- تقديم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- ضرورة إعلام شركة تسيير البورصة عند القيام باستعمال معلومة مميزة أو خاصة من قبل أحد المساهمين بحوزته مراقبة المؤسسة على حساب غيره من المساهمين، حيث يكون من حق اللجنة الفصل في مثل هذه الحالة.¹
- ثانيا - **الشروط الخاصة:** هناك شروط تتعلق بالأسهم وشروط أخرى متعلقة بالسندات، نوردتها فيما يلي:²
 - 1- **الشروط الخاصة بالأسهم:** تتمثل الشروط الخاصة بقيد الأسهم في بورصة الجزائر في الآتي:
 - ضرورة توزيع ما نسبته 20% على الأقل من رأس المال الإجمالي للشركة؛
 - أن تتوفر الشركة المصدرة على رأسمال لا يقل عن مائة مليون دينار جزائري محرة بالكامل عند الاكتتاب؛
 - توزيع الأسهم المعروضة للجمهور على عدد لا يقل عن ثلاثة مائة مساهم في أجل لا يتعدى يوم الإدخال.
 - 2- **الشروط الخاصة بالسندات:** يتم قبول السندات للتداول في بورصة الجزائر ينبغي توافر ما يلي:
 - أن تعادل قيمة القرض مائة مليون دينار جزائري على الأقل يوم الإدخال؛
 - توزيع السندات موضوع طلب القبول على مئة مكتب على الأقل يوم الإدخال؛
 - قيم القروض المصدرة من قبل الدولة غير ملزمة بالحد الأدنى ولا بقيمة الإصدار ولا بعدد المكتتبين.

الفرع الخامس: أداء بورصة الجزائر

أولا: قيمة وحجم التداول في بورصة الجزائر

جدول رقم (4-19): أداء التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2014

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
حجم التداول	129.933	184.110	143.563	117.729	255.954	168.327	127.589	110.165
قيمة التداول مليار	0.960	1.218	0.896	0.670	3.833	1.175	0.101	8.395
عدد الصفقات	401	568	488	366	522	278	178	317

المصدر:

- Bourse d'alger , "rapport d'activite", 2008, p14.
- Bourse d'alger , "rapport d'activite", 2010, p14
- Bourse d'alger , "rapport d'activite", 2013, p5
- Bourse d'alger , "rapport d'activite", 2014, p9

نلاحظ من خلال الجدول أن:

سنة 2014 شهدت زيادة في قيمة التداول الاجمالي للسوق وصلت إلى 8.395 مليار دينار. حيث شهد السوق احتلال شركة رويية المرتبة الأولى من حيث قيمة التداول وصلت إلى 20.303 مليون دينار ما تمثله

¹ محمد براق، "بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر"، مرجع سبق ذكره، ص 386

² لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة، التقرير السنوي 1998، الجزائر ص ص: 23-24.

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

نسبة 49.03% من إجمالي قيمة التداول على الأسهم (41.410 مليون دينار) ، متبوعة بمجمع صيدال حيث وصلت قيمت التداول على أسهمه 12.106 مليون دينار بسنة 29.24% من إجمالي قيمة التداول على الأسهم ، أما فيما يخص الأوراسي وأليانس للتأمينات فكانت قيمة التداول على أسهمهم 5.66 و 3.339 مليون دينار على التوالي، أي بنسبة 13.67% و 8.06% من إجمالي قيمة التداول على الأسهم. أما فيما يخص سوق السندات فيمثل ما نسبته 99.51% من إجمالي تداول السوق. حيث احتلت سندات شركة دهلي المرتبة الأولى ابتداء من جوان 2014 حيث وصلت قيمة التداول إلى 99 مليون دينار سنة 2014 بعدما كانت 36 مليون دينار سنة 2013. أما فيما يخص السوق الخاص بسندات الخزينة العمومية فهي تمثل ما نسبته من 98.71% من نشاط سوق السندات أي حوالي 8.246 مليار دينار جزائري من قيمة التداول في سوق السندات.

الشكل رقم (4-9): حجم التداول في بورصة الجزائر لسنة 2014



- Source : Bourse d'alger , "rapport d'activite", 2014, op-cit, p8

2- القيمة السوقية لبورصة الجزائر

جدول رقم (4-20): القيمة السوقية لبورصة الجزائر خلال الفترة 2007-2014

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
القيمة السوقية	6.46	6.50	6.55	7.9	14.96	13.03	13.82	14.79

المصدر:

Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2007, p6.

Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2008, p26

Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2009, p29

Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2014, p46

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة السوقية في تزايد مستمر حيث وصلت سنة 2014 إلى حدود 14.79 مليار دينار بزيادة قدرها 7.04% مقارنة بسنة 2013، وإذ ماثم مقارنة القيمة السوقية لسنة 2013 مع سنة 2012 نجد أن هناك زيادة تقدر بـ 6.07% ويرجع سبب هذه الزيادة إلى إدراج شركة روية.

المطلب الثاني: صناديق الاستثمار في الجزائر

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

الفرع الأول: هيئات التوظيف الجماعي في الجزائر

تم تحديد قواعد تأسيس هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة و تسييرها عن طريق الأمر 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996 من خلال إنشاء هيئتين للتوظيف الجماعي هما:¹

- شركة الاستثمار ذات رأس مال المتغير.

- الصناديق المشتركة للتوظيف.

أولاً - شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير* SICAV تعتبر من شركات المساهمة حسب المشرع الجزائري، وتخضع لأحكام القانون التجاري وهدفها تسيير محفظة القيم المنقولة وسندات الدين القابلة للتداول، وقد حدد رأسمالها الأدنى بخمسة ملايين (5.000.000) دينار جزائري، ولا يمكن لها النزول عن نصف هذا الحد لمدة أربعة أشهر التي تلي تعليق إعادة شراء الأسهم. ويمكن لشركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير أن تصدر أسهم في كل وقت، ويعاد شراؤها بناءً على طلب أي مكتب أو مساهم بقيمة تصفوية، تضاف إليها أو تخصم منها نفقات وعمولات حسب الحالة، كما يمكن للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أن تحدد بموجب لائحة وفق مقتضيات السوق، دورية هذه الأسهم وإعادة شراؤها.

وقد تم اعتماد شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير رسمياً بمقتضى مقرر رقم 98-10 المؤرخ في 31 مارس 1998 من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة لفائدة شركة الاستثمار المالي المكونة من البنك الوطني الجزائري، الشركة الجزائرية للتأمينات وبنك التنمية المحلية برأسمال مبلغه 120 مليون دج

وتجدر الإشارة بأنه حتى يتمكن قبول أسهم شركة الاستثمار ضمن تسعيرة بورصة القيم المنقولة ينبغي عليها أن تخضع للقواعد التي تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والمتمثلة فيما يلي:

- أن لا تتضمن الأسهم التي تصدرها الشركة حق أفضلية الاكتتاب في زيادات رأس المال؛

¹ الأمر رقم 10/96، الصادرة بتاريخ 10/01/1996 و المتعلق بميثاق التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

* Organismes de placement collectif en valeurs mobilières

- لا تخضع التنازلات عن الأسهم إلى شرط موافقة المساهمين؛
- يجب أن تكون الأسهم مسددة بالكامل عند الاكتتاب؛
- يجب دفع المبالغ القابلة للتوزيع خلال ستة (06) أشهر كحد أقصى أجل بعد إقفال السنة المالية؛
- يجب عليها تعليق عملية إعادة شراء الأسهم عندما يبلغ رأسمالها نصف المبلغ الأدنى المحدد.

ثانيا - الصناديق المشتركة للتوظيف: FCP*

هذه الصناديق لا تتمتع بالشخصية المعنوية، بل هي مجرد ملكية مشتركة لقيم منقولة تصدر حصصها ويعاد شراؤها بناء على طلب حامليها، وتعتبر هذه الحصص قيما منقولة يمكن أن تكون موضوع قبول في البورصة حسب الشروط التي تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وحدد رأسمال الصندوق بمليون دج كحد أدنى. إن الهدف من اختيار هذه الأدوات هو السماح للمدخر المستثمر تحقيق السيولة والمردودية حيث يستفيد المستثمر من هيئات التوظيف الجماعي من تسيير أفضل لمحفظته، باعتبار أن هذه الهيئات تتضمن مختصين ومهنيين ذوي خبرة وكفاءة في تسيير أدوات الاستثمار، كما أن التسيير الجماعي للأوراق المالية قد يحقق امتيازات فعلية منها:

- تقديم أفضل إعلام وبأقل تكلفة، باعتبار أن جمع المعلومات يحمل في طياته تكاليف عالية لا يستطيع عادة المدخر الفرد أن يتحملها لوحده؛
- تقديم خبرة أكبر و مقدرة كبيرة على التنبؤ بالأحداث، و من ثم القيام برد فعل سريع؛
- تعتبر هذه الوسيلة كقناة لتوجيه المدخرات الفردية لاستثمارها في بورصة الجزائر؛
- الاستفادة من إعفاءات جبائية، حيث نص قانون المالية لسنة 2003 على إعفاء و لمدة خمس سنوات مداخليل السندات والأوراق المالية المماثلة ذات أقدمية تساوي أو تفوق خمس سنوات مسجلة في التسعيرة الرسمية للبورصة أو متداولة في سوق منظم وكذا نواتج الأسهم أو حصص هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

الفرع الثاني: واقع صناديق الاستثمار في الجزائر

أولاً: شركة الاستثمار ذات الرأسمال المتغير "سليم"

تم اعتماد الشركة سنة 1998، إلا أن رأس مال الشركة مازال مقفل يحوزه فقط المساهمون المؤسسون دون سواهم (البنك الوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية، الشركة الجزائرية للتأمين). حيث كان رأس مالها يقدر بـ 120 مليون دج، كما وصل سنة 2013 إلى حدود 167 مليون دينار. وفي إطار تنشيط هذه الشركة عملت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتقديم توصية إلى رئيس مجلس إدارة الشركة بالقيام خلال الجمعية العامة

* Fonds commun de placement

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

بتاريخ 08 أفريل 2010 من أجل تفويض تسيير الشركة إلى مهني مسير يستوفي شروط الكفاءة والنزاهة المعترف بها لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة¹.

الجدول رقم (4-21) تطور نتائج شركة الاستثمار ذات الرأسمال المحدود سليم

السنوات	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
النتيجة المحاسبية	1.617.450	-	1.541.848	3.676.654	1.130.839	13.493	547.098	-
الأصول الصافية	168.141.718	-	170.250.420	174.344.845	177.518.773	171.086.162	167.782.784	-

المصدر:

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

Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2011, p93

Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2014, p35

من خلال الجدول نلاحظ أن:

الشركة سجلت نتيجة محاسبية لسنة 2010 في حدود 3.676.654 دج مقارنة بسنة 2009 وصلت إلى 1.541.848 دج، أما فيما يخص صافي الأصول فقدر قدرت سنة 2010 بـ 174.344.845 دج مقارنة بـ 170.250.420 دج سنة 2009². كما سجلت الشركة نتيجة محاسبية لسنة 2011 في حدود 1.130.839 دج، كما سجلت النتيجة المحاسبية لسنة 2012 انخفاضا وصل إلى 13.493 أما فيما يخص صافي الأصول فقدر قدرت سنة 2011 بـ 177.518.773 دج مقارنة بـ 171.086.162 دج لسنة 2012، كما شهد سنة 2013 زيادة في النتيجة المحاسبية وصلت إلى 547.098 دج مقارنة بسنة 2012 (13.493 دج)، أما فيما يخص صافي الأصول فقد وصلت سنة 2013 إلى 167.782.784 دج³.

فيما يخص استثمارات الصندوق لسنة 2011 كانت موزعة 16.7% في الأسهم و61.2% على شكل سندات والباقي عبارة عن استثمارات في ودائع لأجل. أما فيما يخص استثمارات الصندوق لسنة 2012 كانت موزعة 15% في الأسهم و53% على شكل سندات والباقي عبارة عن استثمارات في ودائع لأجل، أما توجهات الاستثمار للصندوق خلال سنة 2013 على موزعة على 13% عبارة عن استثمارات في الأسهم، 38% في السندات و الباقي (46%) على شكل ودائع لأجل.

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

² Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2011, p93.

³ Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2014, p35

ثانيا: صندوق دعم الاستثمار من أجل التشغيل (FSIE): تم إنشاء صندوق دعم الاستثمار من أجل التشغيل بموجب أحكام قانون المالية لسنة 2005 ضمن مواد 58 حتى 62. وهو عبارة عن شركة مساهمة ذات رأس مال متغير، يتولى الصندوق مهمة توجيه الادخار الذي يتم جمعه لدى العمال الأجراء نحو مشاريع التنمية الاقتصادية من خلال أخذ مساهمات في شكل أسهم وسندات مساهمة، كما يتم توظيف أمواله في القيم المنقولة التي تتوفر فيها ضمانات كافية، لقد شرع الصندوق في نشاطه المتمثل في جمع اكتتابات الأشخاص الطبيعيين على أثر تسليم تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتاريخ 27 جانفي 2009. حيث سجلت سنة 2009 تجميع 1105 سهم مكتب فيه أي 50 مساهم بمبلغ إجمالي يقدر بـ 198.900 دج¹. في سنة 2010 قام الصندوق بحملة توعية وترويج لتشجيع وتطوير الاشتراك لدى الموظفين، حيث أبرم الصندوق اتفاقية مع المؤسسات التالية BADR- AECELOR-MITTAL-ENASEL et AGENOR من أجل استهداف محتمل للمشاركين في حدود 15000 مشترك، في نهاية سنة 2010 وصل عدد المشاركين إلى 113 مساهم و 1533 سهم مكتب، فيما يخص إجمالي الأسهم المشتراة منذ انطلاق الصندوق وصل إلى 2638 سهم²

أما في سنة 2012 قام الصندوق بحملة توعية وترويج لتشجيع الموظفين، حيث تم إبرام اتفاقية مع 31 شركة وطنية وخاصة (مجمع صيدال، البنك الوطني الجزائري، سونلغاز، نافطال، ييمو للصناعة، حمود بوعلام، ميشلان الجزائر... الخ) وذلك من أجل استهداف المشاركين. حيث وصل العدد التراكمي للأسهم المشتراة 32.202 سهم مقابل 2638 سهم خلال سنة 2010، مع العلم أن سعر الاشتراك يقدر بـ 200 دج³. فيما يتعلق بسنة 2012 فقد وصل إلى 10010 سهم مكتب وقدر عدد المشاركين بـ 176 مشترك من بينهم 145 مشترك تابع للبنك الفلاحة والتنمية الريفية، وصل العدد التراكمي للأسهم المشتراة إلى 42.425 سهم سنة 2012 أي ما مجموعه حوالي 8.4 مليون دج⁴.

فيما يتعلق بسنة 2013 فقد وصل عدد المشاركين إلى 19.972 سهم مكتب بـ 292 شخص مكتب، مع وصول العدد التراكمي للأسهم المشتراة إلى 62.397 سهم سنة 2013 أي ما مجموعه 12.5 مليون دج⁵.

* le fonds de soutien a l'investissement pour l'emploi

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

² Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2011, op-cit, p93

³ Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2012, op-cit, p57

⁴ Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2013, op-cit, p57

⁵ Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2014, op-cit, p36

الفصل الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار (تجارب دولية)

ثالثا: شركات رأس المال الاستثماري: طبقا لأحكام القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 المتعلق بشركة رأس المال الاستثماري ولا سيما المادة 10 منه فإنه من مهام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إعطاء رأيها فيما يتعلق بعروض إنشاء شركات رأس المال الاستثماري.

شهدت سنة 2009 إنشاء أول شركة استثماري اسمها "El djazair Istithmar" شركة ذات مساهمة، يبلغ رأس مالها مليار دج، حيث تعود ملكيتها إلى بنك الفلاحة والتنمية الريفية وصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنسب 70% و 30% على التوالي.¹

شهدت سنة 2012 إنشاء شركة "Finalep" صدر قرار الموافقة من وزارة المالية بتاريخ 02 ماي 2012 بإسماه قدره 191.700.000 دج تعود ملكيتها إلى بنك التنمية المحلية بنسبة 40%، الوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة 28.74%، القرض الشعبي الجزائري بنسبة 20%، والبنك الأوروبي للاستثمار بنسبة 11.26%.²

بالرغم من ذلك نجد أن البورصة الجزائر لا تحتوي على منافذ استثمار سواء على شكل صناديق الاستثمار أو حتى محافظ استثمارية بالرغم من المجهود المبذول من طرف الدولة.

بعد انعقاد المجلس الوزاري في تاريخ 22 فيفري 2011 على إنشاء 48 صندوق استثماري ولائي من بين مهام: تمويل المشاريع المنجزة من طرف أصحاب المشاريع الشباب بالمساهمة في رأس المال شركاتهم الصغيرة والمتوسطة ؛

- تسهيل وصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات الرأس المال الضئيل إلى الائتمان المصرفي من خلال تحسين هياكلها التمويلية.

- تمويل كل صندوق: عن طريق الوقف الدوري لـ 1 مليار في حساب تخصيص خاص لخزينة الدولة . مستوى الحد الأقصى للتدخل: المساهمة بنسبة 49% في رأس مال المؤسسات الصغيرة و المتوسطة مع وضع حد أعلاه 50 مليون دينار جزائري ما عدا الاستثناءات التي تسمح بها وزارة المالية.

¹ Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2010, op-cit, p80.

• La société Financière Algéro-Européenne de participation

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

خلاصة الفصل الرابع:

تعد سوق الأسهم السعودي من أبرز الأسواق المالية المتداولة في الدول العربية سواء من حيث حجم التداول، أو من حيث عدد الشركات المدرجة فيها، بالإضافة إلى وجود عدد معتبر من الصناديق المتداولة فيه، حيث قامت البنوك التجارية السعودية وشركات الاستثمار بطرح العديد من صناديق الاستثمار تختلف باختلاف الأهداف والسياسات الاستثمارية ومجالات الاستثمار. أما فيما يخص سوق الأسهم السعودي فقد تأثر أدائه سنة 2008 نتيجة الأزمة المالية العالمية ثم تحسن الأداء بعد سنة 2009 ولكن شهد سوق الأسهم السعودي انخفاض في الأداء سنة 2011 نتيجة أزمة الديون السيادية لليونان وخاصة ما يسمى بالربيع العربي وتأثيره على المستثمرين وخاصة الأجانب منهم ثم تحسن الأداء سنة 2012 و 2013 لكن انخفض مؤشر الأداء إلى 2.37% سنة 2014 نتيجة انخفاض أسعار البترول في الربع الرابع من نفس السنة.

تعتبر سوق البحرين للأوراق المالية من بين الأسواق المالية النشطة بالنسبة للدول العربية إذا نجد فيها مختلف الأدوات المالية المتداولة فيه سواء كانت أدوات تقليدية أو اسلامية خاصة الصكوك الاسلامية. أما فيما يخص أداء السوق فقد شهدت سوق البحرين للأوراق المالية تطورات في أدائها، حيث تأثرت بالأزمة المالية العالمية سنة 2008 حيث انخفض مؤشر السوق إلى 26.2% مقارنة بسنة 2007 وواصل هذا انخفاض سنة 2009 ليصل إلى 18.5% لكن سنة 2010 شهدت تحسن أداء السوق لتصل إلى 23.3%، أما فيما يخص سنة 2011 فقد شهدت انخفاضاً في أداء السوق ليصل إلى 17.3% نتيجة للأوضاع الداخلية الخاصة بالمملكة بالإضافة إلى أزمة الديون السيادية اليونانية، ثم تحسن الأداء خلال سنتي 2013 و 2014.

أما فيما يتعلق بسوق المالية الماليزية فقد شهدت السوق عدة تطورات خاصة فيما يخص في عدد الشركات الموافقة للشرعية الاسلامية المدرجة في السوق، حيث وصلت إلى نسبة 74.3% من إجمالي عدد الشركات المدرجة في السوق. أما فيما يخص القيمة السوقية الإجمالية للسوق فوصلت إلى 1.651,17 مليار رينغت ماليزي، أما فيما يخص القيمة السوقية لسوق رأس المال الإسلامي فوصلت إلى حدود 1012,14 مليار رينغت ماليزي أي بنسبة 61.3% من القيمة السوقية الإجمالية. كما شهدت السوق عدة اهتزازات خاصة 2008 الأزمة المالية العالمية، وأيضاً سنة 2011 بما يعرف بأزمة الديون السيادية اليونانية، بالإضافة إلى تداعيات انخفاض أسعار النفط في الأسواق المالية العالمية.

أما فيما يتعلق بالبورصة الجزائرية، تعتبر من أضعف البورصات العربية من حيث الأداء السوقي سواء تعلق الأمر بحجم وقيمة التداول وفي عدد الصفقات المنفذة، وأيضاً من حيث صناديق الاستثمار يوجد فيها فقط ثلاثة صناديق وهي غير فعالة وغير نشطة دون إجراء عمليات التطبيق عليها.

خاتمة عامة

خاتمة عامة

ينتج عن الاستثمار المالي عملية استثمار أموال في أصول مالية تدر عوائد دورية أو غير دورية، ويهدف المستثمر من جراء عملية الاستثمار إلى اختيار الأصول المالية التي تعظم العائد المتوقع لمستوى مخاطر معين، أو تقلل الخطر إلى الحد الأدنى لعائد متوقع مطلوب، إذ تعتبر الأسواق المالية أحد الآليات التي تقوم على تجميع المدخرات من أصحاب الفوائض المالية وتوظيفها لدى أصحاب العجز المالي، وبالتالي هي تقوم بدور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات الطالبة لهذه الأموال لتمويل مشاريعها عن طريق الأدوات المالية سواء كانت أسهما أو سندات، مشتقات مالية أو أوراق هجينة، بالإضافة إلى الأدوات التي يتم تداولها في السوق النقدية، كما تمنح فرصة لصغار المستثمرين من ذوي عديمي الخبرة في مجال التداول في السوق المالية، عن طريق صناديق الاستثمار التي تقوم بتجميع المدخرات لتوجيهها إلى جهات ذات خبرة لاستثمارها في مجالات استثمارية ذات عائد مع مخاطرة مقبولة. وبالتالي يتطلب من صناديق الاستثمار تقييم دوري لأداء الصندوق سواء كان التقييم يعتمد على الأسلوب البسيط أو الأسلوب المركب (مؤشر شارب، مؤشر ترينور، مؤشر M^2).

نتائج الدراسة:

لقد تم التوصل إلى جملة من النتائج أهمها:

- تعتبر السوق المالية حلقة وصل بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي؛
- تؤدي السوق المالية دوراً أساسياً في النشاط الاقتصادي، حيث أنها تقوم بتعبئة المدخرات المالية وتوجيهها إلى المجالات الاقتصادية؛
- تتوفر السوق المالية على عدة أدوات مالية سواء كانت متداولة في السوق النقدية أو سوق رأس المال؛
- تتواجد داخل السوق المالية عدة أطراف تتعامل فيها وتتنوع أهدافها حسب نية كل طرف سواء كانت حكومات وهيئاتها، بنوك استثمار، المستثمرين المؤسساتيين، جمهور أو سماسرة الأوراق المالية؛
- تعتبر صناديق الاستثمار أداة استثمارية في السوق المالية، كما توفر للمستثمرين ميزة الانتقاء والاختيار لتشكيلة الأوراق المالية؛
- تعمل صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية على تنشيط وتفعيل السوق المالية، حيث تقوم بتوجيه المدخرات الفائضة نحو السوق؛ بالإضافة إلى أنها تسمح للبنوك استثمار فائض السيولة لديها؛
- تسمح صناديق الاستثمار لفئات مختلفة من المستثمرين الولوج إلى السوق، لأنها توفر لهم إمكانية تنويع استثماراتهم من أجل الحصول على العائد مع إمكانية تقليل المخاطرة بفضل تواجد إدارة متخصصة تقوم بتسييرها؛

- يتأثر أداء صناديق الاستثمار بالتقلبات والتغيرات التي تحصل في السوق؛
- تأثرت معظم أسواق الأوراق المالية محل الدراسة بالأزمات، خاصة الأزمة المالية العالمية 2008، بالإضافة إلى تداعيات انخفاض أسعار النفط في الربع الرابع من سنة 2014 وهذا ما انعكس سلباً على أداء الأسواق؛
- أن مؤشر شارب لثلاثة صناديق محل الدراسة في السوق (الأسهم 1، المساهم للأسهم السعودية وصائب للأسهم السعودية)، كان العائد الإضافي الذي حققوه مقابل المخاطر الكلية لصالح الصندوق، ما عدا صندوق العربي للأسهم السعودي الذي كان العائد الإضافي المحقق أقل من العائد الإضافي للسوق في ظل المخاطر الكلية؛
- فيما يخص مؤشر M^2 لصناديق الاستثمار السعودية فهناك اثنين من الصناديق (الأسهم 1 وصائب للأسهم السعودية) انخفضت فيها عوائد الصندوق في ظل تساوي المخاطر الكلية للصندوق مع المخاطر الكلية للسوق، فيما يخص الصندوقان (المساهم للأسهم السعودية وصندوق العربي للأسهم السعودي) فإن عوائدهم ارتفعت مقارنة بالسوق في ظل وصول المخاطر الكلية للصندوق إلى نفس مستوى المخاطر الكلية للسوق. بالرغم من رفع المخاطر الكلية للصندوقين إلى نفس مستوى المخاطر الكلية للسوق إلا أن العائد يبقى أكبر من عائد السوق ويرجع السبب في ذلك إلى استثمارات الصندوقين؛
- أما فيما يخص مؤشر ترينور، فإن هناك ثلاثة صناديق (الأسهم 1، المساهم للأسهم السعودية وصائب للأسهم السعودية) قد انخفض العائد في ظل المخاطر المنتظمة، ما عدا الصندوق العربي للأسهم السعودي الذي حقق عائداً إضافياً في ظل المخاطر المنتظمة؛
- تأثر أداء سوق الأوراق المالية البحرينية بعدة أزمات خاصة الأزمة المالية العالمية 2008 بالإضافة إلى الأحداث الداخلية التي حصلت بالمملكة (2011-2013) حيث وصل متوسط عائد السوق إلى -3.46% خلال فترة الدراسة؛
- مؤشر شارب لسوق البحرين للأوراق المالية خلال فترة الدراسة حقق عائداً سلبياً في ظل المخاطر الكلية وذلك بسبب الأزمات التي مر بها السوق؛
- من خلال النتائج المتوصل إليها من جراء تطبيق مؤشر شارب على الصناديق نلاحظ ثلاث صناديق (غلوبل الخليجي الاسلامي، مكاسب النمر العربية والخليج سيكو) حققوا عائداً إضافياً في ظل المخاطر الكلية، ما عدا صندوق زينت البحريني الذي حقق عائداً سلبياً عن كل وحدة مخاطرة كلية، ويرجع السبب في ذلك إلى متوسط العائد السلبي للصندوق (-12.07%)؛
- من نتائج تطبيق مؤشر M^2 أن صندوق (غلوبل الخليجي الإسلامي وصندوق أسهم الخليج سيكو) ارتفعت عوائدهم في حالة رفع معدل المخاطرة الكلية في استثمارات الصندوق إلى نفس المخاطرة الكلية

- للسوق، أما فيما يخص صندوق مكاسب النمر انخفضت عوائده بالرغم من انخفاض المخاطر الكلية للصندوق إلى نفس المخاطر الكلية للسوق، إلا أنه يبقى عائد الصندوق أكبر من عائد السوق؛
- فيما يخص نتائج تطبيق مؤشر ترينور أن ثلاثة صناديق (غلوبل الخليجي الاسلامي، مكاسب النمر العربية والخليج سيكو) استطاعوا تحقيق عائد اضافي عن كل وحدة مخاطرة منتظمة، وبالتالي ارتفاع ربحية هذه الصناديق مقارنة بربحية السوق؛
- تأثر أداء البورصة الماليزية بالأزمة المالية العالمية 2008 حيث وصل أداؤها إلى -3.93% بالإضافة إلى انخفاض أداء السوق سنة 2014 بسبب انخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية خلال الربع الرابع من سنة 2014، إلا أن متوسط عائد السوق خلال فترة الدراسة كان يقدر بـ 9.125%؛
- نتائج تطبيق مؤشر شارب للبورصة الماليزية استطاع تحقيق عائد إضافي في ظل مخاطر كلية؛
- من النتائج المتوصل إليها من جراء تطبيق مؤشر شارب على عينة من صناديق الاستثمار محل الدراسة أن كل الصناديق حققت عوائد اضافية في ظل المخاطرة الكلية، وهذا يرجع إلى توجهات السياسة الاستثمارية لكل صندوق؛
- أما النتائج المتعلقة بتطبيق مؤشر M^2 على الصناديق نلاحظ أن عوائد الصناديق ارتفعت في ظل رفع معدل المخاطرة الكلية للصندوق لنفس مستوى المخاطرة الكلية للسوق، إلا أن عوائد السوق تبقى أكبر من عوائد الصندوق؛
- فيما يخص نتائج تطبيق مؤشر ترينور فنجد أن الصناديق (apex malaysia growth trust، houg leong growth fund، hong leong dana makmur(hldm)) انخفضت فيه العوائد في ظل المخاطر المنتظمة مقارنة بربحية الصندوق، أما فيما يخص صندوق Dana dinamik فنجد أنه حقق عائدا إضافيا في ظل المخاطر المنتظمة وبالتالي ارتفع عائد الصندوق عن عائد السوق؛
- فيما يخص بورصة الجزائر، نلاحظ أن هناك ضيق نطاق السوق سواء كان ذلك بالنسبة لمحدودية الأدوات أو في ضالة حجم الإصدارات.

الاقتراحات

- ضرورة وجود تقييم دائم لأداء الصندوق من أجل إعطاء صورة عن مكونات أصول الصندوق؛
- تطوير قواعد وأسس تنظيم عمل صناديق الاستثمار من تنظيمات من أجل مواكبة التطورات الاقتصادية العالمية؛
- العمل على تشجيع المستثمرين الصغار الذين لا تتوفر لديهم الخبرة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية في اعتمادهم على صناديق الاستثمار كأداة استثمارية أكثر أماناً وأقل مخاطرة؛
- يجب فتح قنوات استثمارية في بورصة الجزائر من أجل تفعيل وتنشيط السوق هذا من جهة، وامتصاص الفوائض المالية وتوجيهها إلى استثمارات ذات عائد؛
- فتح المجال للبنوك وشركات الاستثمار بإنشاء صناديق استثمارية من أجل تنويع مصادر العوائد؛
- رفع درجة الوعي الاستثماري لدى المستثمرين سواء كانوا أشخاصاً طبيعيين أو معنويين بأهمية التعامل في السوق المالية في مختلف أدواتها وخاصة صناديق الاستثمار؛
- العمل على إيجاد بدائل استثمارية متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية من أجل التحفيز لإنشاء صناديق استثمار إسلامية.

آفاق البحث:

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

- دراسة تحليلية لمستويات أداء صناديق الاستثمار (دراسة مقارنة)؛
- متطلبات إنشاء صناديق الاستثمار في الجزائر؛
- تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية - تجارب دول إسلامية -؛
- تقييم أداء محافظ الاستثمار وفق المؤشرات المركبة؛
- الشفافية والإفصاح المحاسبي لصناديق الاستثمار وأثره على أداء السوق المالية؛
- دراسة أثر تكاليف إدارة الصناديق الاستثمارية على عائد الصندوق.

وفي الأخير، نأمل أن نكون قد وفقنا في معالجة هذا الموضوع بما يخدم أغراضه وأهدافه وما توفيقني إلا بالله رب العالمين.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

● القاموس

- مجمع اللغة العربية ، " المعجم الوسيط" ، مكتبة الشروق الدولية، ط4، مصر، 2004.

● الكتب

- اللغة العربية

1. أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، " صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي" ، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
2. أحمد زكريا صيام، " مبادئ الاستثمار" ، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 1997.
3. أحمد سعد عبد اللطيف، " بورصة الأوراق المالية" الدار الجامعية، مصر، 1998.
4. أحمد صلاح عطية، " مشاكل المراجعة في أسواق المال" ، دار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
5. أحمد صلاح عطية، " مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار" ، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002-2003.
6. أحمد محمد لطفي أحمد، " معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية" ، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006.
7. أحمد محي الدين أحمد، " أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي" ، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، إدارة التطوير والبحوث، قسم الدراسات والبحوث الشرعية، الكتاب الثاني، الطبعة الأولى، 1995.
8. أحمد معجب العتيبي، " المحافظ المالية الاستثمارية (أحكامها وضوابطها في الفقه الاسلامي)" ، الطبعة الأولى، دار النفائس، الأردن، 2007.
9. أرشد فؤاد التميمي، " الأسواق المالية - إطار في التنظيم و تقييم الأدوات" دار اليازوري، العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
10. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام " الاستثمار بالأدوات المالية تحليل وإدارة" ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان، الأردن، 2004.
11. أسعد حميد العلي، " الإدارة المالية - الأسس العلمية والتطبيقية" ، دار وائل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2010.
12. أسعد حميد العلي، " استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية" ، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2005.
13. أشرف محمد دوايه، " دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية" ، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2006.
14. أشرف محمد دوايه، " صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق" ، دار السلام، القاهرة، الطبعة الأولى، 2004.
15. إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، " التسيير المالي (الإدارة المالية) دروس وتطبيقات" ، دار وائل، الأردن، 2006.
16. أمين عبد العزيز، " الأسواق المالية" ، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 2007.
17. أنطوان الناشف، خليل الصندى، " العمليات المصرفية والسوق المالية" الجزء الثاني ، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.
18. إيهاب الدسوقي، " إقتصاديات كفاءة البورصة" دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2002.
19. جلال إبراهيم العبد، " تحليل وتقييم الأوراق المالية" ، الدار الجامعية، ط1، الإسكندرية، مصر، 2003.
20. جمال جويدان الجمل، " الأسواق المالية والنقدية" ، دار الصفاء للنشر والتوزيع، ط1، عمان الأردن، 2002.
21. جوليت فيرلي، كليفس نوتس، " استثمار أموالك في صناديق الاستثمار" ، دار الفاروق للنشر والتوزيع، ط1، مصر، 2001.
22. جيهان جمال، " عالم البورصة" ، مركز الدراسات الاقتصادية، ط3، مصر.
23. حسن بن هاني، " الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة" ، دار الكندي، ط1، الأردن، 2002.
24. حسن عطا غنيم، " دراسات في التمويل" ، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2005.
25. حسن محمد الفطافطه، " صناديق الاستثمار في الدول العربية - نشأتها، تطورها، خصائصها" ، الفطافطه لدعاية والإعلان، عمان، الأردن، 2001.
26. حسني علي حريوش، عبد المعطى رضا أرشد، محفوظ أحمد جودة، " الأسواق المالية: المفاهيم وتطبيقات" ، دار زهران، بدون دولة النشر، 1998.
27. حسين عطا غنيم، دراسات التمويل، المكتبة الأكاديمية للنشر، القاهرة، مصر، 2005.

قائمة المراجع

28. حمدي عبد العظيم، "اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، سنة 2012.
29. حمزة محمود الزبيدي، "إدارة الاستثمار والتمويل"، دار عمان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2000.
30. حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2001.
31. خالد أمين عبد الله، اسماعيل ابراهيم الطرد، "إدارة العمليات المصرفية والمحلية والدولية"، دار وائل للنشر، ط1، عمان، الأردن، 2006.
32. خالد وهيب الراوي، "الاستثمار: مفاهيم تحليل إستراتيجية"، دار المسيرة، عمان، 1998.
33. الخضير محسن أحمد، "كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة"، اشترك للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 1996.
34. دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان، الأردن، 2012.
35. دريد كامل آل شبيب، "مقدمة في الإدارة المالية"، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2007.
36. دريد كامل آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
37. رابع رتيب، "صناديق الاستثمار في ظل سياسة الخصخصة"، كلية الحقوق جامعة القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1995.
38. رائد محمود أبو طربوش، "تعليم الفوركس البورصة العالمية"، ط1، دار قنديل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
39. رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية"، ط1، دار المعز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.
40. رسمية زكريا قرياقص، "البورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
41. رسمية زكريا قرياقص، "أسواق المال"، الدار الجامعية لطباعة ونشر وتوزيع، مصر، 1999.
42. زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر، ط4، عمان، الأردن، 2007.
43. زياد رمضان، مروان شموط، "الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوزيع، مصر، 2007.
44. سعيد توفيق عبيد، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 1999.
45. سمير عبد الحفيظ رضوان، "الأسواق المالية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1996.
46. سمير عبد الحميد رضوان حسين، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها مقارنة بين النظم الوضعية والشريعة الإسلامية"، دار النشر للجامعات، ط1، القاهرة، مصر، 2005.
47. سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية"، دار النهار، القاهرة، مصر، 1996.
48. سيد طه بدوي محمد، "عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001.
49. السيد متولى عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر، عمان، ط1، الأردن، 2010.
50. شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأدوات المالية من منظور إسلامي"، دار الفكر، دمشق، سوريا، 2001.
51. شمعون شمعون، "البورصة، بورصة الجزائر"، أطلس للنشر، الجزائر، 2005.
52. شمعون شمعون، "بورصة الجزائر"، دار هومة، الجزائر، الطبعة الثانية، 1999.
53. صلاح الدين حسن السيسي، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، القاهرة، مصر، 2003.
54. صلاح السيد جودة، "بورصة الأوراق المالية علمياً وعملياً"، مكتبة ومطبعة الأسعار الفنية، الإسكندرية، مصر، ط1، 2000.
55. ضياء مجيد الموساوي، "البورصات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005.
56. ضياء مجيد الموساوي، "البورصات : أسواق رأس المال وأدواتها"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2003.
57. طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
58. طارق عبد العال حماد، "دليل الاستثمار إلى بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
59. طارق عبد العال حماد، "دليل التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
60. طارق عبد العال حماد، "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"، كليوباترا للطباعة والكمبيوتر، مصر، 1998.
61. طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، سنة 2006.
62. طارق عبد العال حماد، "دليل التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
63. طاهر حيدر جردان، "أساسيات الاستثمار"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2009.
64. عادل محمد رزق، "الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية"، دار طيبة للنشر والتوزيع والتجهيزات العلمية القاهرة، مصر، 2004.
65. عاطف وليم أندراوس، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول إلى لاقتصاد السوق"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.

قائمة المراجع

66. عاطف وليم أندروس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحويل الاقتصادي ومتطلبات تطویرها"، دار الفكر الجامعي، ط1، الإسكندرية، مصر، 2006.
67. عباس كاظم الدعمی، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، سنة 2010.
68. عبد الباسط وفا محمد حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، 1996.
69. عبد الغفار حنفي، "البورصات: الأسهم - السندات - صناديق الاستثمار"، الكتب العربي الجديد، ط1، الإسكندرية، مصر، 1998.
70. عبد الغفار حنفي، "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2007.
71. عبد الغفار حنفي، "الإدارة المالية المعاصرة، مدخل اتخاذ القرار"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1990.
72. عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق استثمارية خيارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
73. عبد الغفار حنفي، "بورصات الأوراق المالية"، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002.
74. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "الأسواق والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
75. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "البورصات والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
76. عبد الغفار حنفي، قرياقص رسمية "أساسيات الإدارة وبيئة الأعمال"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2000.
77. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "البورصات والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
78. عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، "النقود والبنوك والمؤسسات المالية"، مركز يزيد للنشر، الأردن، 2006.
79. عبد المجيد المهيملی، "أداة النجاح في البورصة، التحليل الفني للأسواق المالية"، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، ط5، القاهرة، مصر، 2004.
80. عبد المطلب عبد الحمید، "إقتصاديات الاستثمار في البورصة"، الشركة العربية المعتمدة للتسويق والتوريدات، ط1، القاهرة، مصر، 2010.
81. عبد المنعم أحمد التهامي، "التمويل مقدمة في المنشآت و الأسواق المالية"، مكتبة عين شمس، القاهرة، مصر، 1990.
82. عبد المنعم أحمد التهامي، "دراسات الأسواق المالية والبورصات"، مكتبة عين شمس، القاهرة، 2004.
83. عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، "النقود والمصارف، والأسواق المالية"، دار الحامد للنشر و التوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2004.
84. عبد النافع الزرري، غزي فرح، "الأسواق المالية"، دار وائل للطباعة والنشر، ط1، الأردن، 2001.
85. عبد الوهاب نصر علي، شحاتة السيد شحاتة، "مراجعة الحسابات في بيئة الخصخصة وأسواق المال والتجارة الالكترونية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
86. عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2008.
87. عصام فهد العريبد، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الرضا للنشر والتوزيع، ط2، دمشق، سوريا، 2008.
88. عصران جلال عصران، "الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2010.
89. عصران جلال عصران، "تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية -مدخل مقارنة-"، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2010.
90. عطية صقر عبد الحليم، "صناديق الاستثمار"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر 1997.
91. على سعد محمد داود، "البنوك ومحافظ الاستثمار -مدخل دعم اتخاذ القرار-"، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2012.
92. علي كنعان، "الأسواق المالية"، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2009.
93. عماد عزازي، دور المصارف الإسلامية في تدعيم السوق المالي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2010.
94. غالب عوض الرفاعي، عبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، دار وائل للنشر، ط1، عمان، الأردن، 2002.
95. فرج عبد العزيز عزت، "اقتصاديات البنوك (الصناعة المصرفية والمالية الحديثة)"، لبيان للطباعة والنشر، مصر، 2002.
96. فليح حسن خلف، "الأسواق المالية النقدية"، عالم الكتب الحديث، ط1، الأردن، 2006.
97. فهد الحوياني، "المال والاستثمار في الأسواق المالية"، مطابع دار الهلال للأوفست، الرياض، السعودية، 1427 هـ، 2006.
98. فيصل محمود الشواورة، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس والنظرية العلمية"، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2008.
99. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2009.
100. قيصر عبد الكريم الهيقي، "أساليب الاستثمار الإسلامي وأثرها على الأسواق المالية (البورصات)"، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، ط1، 2006.
101. كاظم جاسم العيساوي، دراسات الجدوى الاقتصادية و تقييم المشروعات، دار المناهج، عمان - الأردن، 2006.

قائمة المراجع

102. كمال طلبة متولى سلامة، " صناديق الاستثمار في الميزان "، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2011.
103. ماجد أحمد عطا الله، " إدارة الاستثمار "، دار أسامة للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2011.
104. مبارك بن سلمان بن محمد آل سليمان، " أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة "، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، ط1، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005.
105. محفوظ أحمد جودة وآخرون، " الأسهم المالية (بورصة الأسهم والسندات المالية) "، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
106. محفوظ جبار، " البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية "، الجزء الأول، دار هومة، ط1، الجزائر، 2002.
107. محفوظ جبار، " الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية "، دار هومة، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، الجزائر، 2002.
108. محمد إبراهيم الشبلي، طارق إبراهيم الشبلي، " مقدمة في أسواق الأوراق المالية النقدية "، بدون دار نشر، ط1، عمان الأردن، 2000.
109. محمد البنا، " أسواق النقد والمال "، دار زهران للشرق للطبع، القاهرة، مصر، 1996.
110. محمد السيد منصور عطا الله، " الإدارة المالية و التمويل "، مكتبة الجامعة الحديثة، مصر، 2008.
111. محمد الصيرفي، " البورصات "، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر، 2006.
112. محمد حلمي عبد التواب، " البورصة المصرية والبورصات العالمية "، مؤسسة الطوبجي للتجارة والطباعة والنشر، القاهرة، 2004.
113. محمد صالح الخناوي وآخرون، " الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر "، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
114. محمد صالح الخناوي وآخرون، " تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية "، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
115. محمد صالح الخناوي، إبراهيم سلطان، جلال إبراهيم العبد، " تحليل وتقييم الأوراق المالية "، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000-2001.
116. محمد صالح الخناوي، " تحليل وتقييم الأسهم والسندات "، الدار الجامعية، مصر، 2001.
117. محمد صالح الخناوي، جلال إبراهيم العبد، " بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق "، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2005.
118. محمد صالح الخناوي، جلال إبراهيم العبد، " بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق "، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
119. محمد صالح الخناوي، نihal فريد مصطفى، جلال العبد، " تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية "، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
120. محمد صالح الخناوي، نihal فريد مصطفى، جلال العبد، " الاستثمار في الأوراق المالية "، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
121. محمد صالح الخناوي، وآخرون، " الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني "، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004-2005.
122. محمد صالح الخناوي، " أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية "، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الثانية، 1997.
123. محمد صبري هارون، " أحكام الأسواق المالية "، دار النفائس، ط1، عمان، الأردن، 1999.
124. محمد عبد الحميد عطية، " الاستثمار في البورصة "، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2001.
125. محمد عبده محمد مصطفى، " تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة "، الدار الجامعية، ط1، الإسكندرية، مصر، 1998.
126. محمد عثمان إسماعيل حميد، " أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات الأعمال "، دار النهضة العربية، مصر، 1993.
127. محمد علي إبراهيم العامري، " الإدارة المالية المتقدمة "، دار إثراء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2010.
128. محمد علي سويلم، " أدوات الاستثمار في البورصة "، دار المطبوعات الجامعية، ط1، الإسكندرية، مصر، 2013.
129. محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، " الاستثمار في البورصة "، دار الحامد للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2006.
130. محمد فتح الله الناشر، " التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية "، دار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2006.
131. محمد فتحي البديوي، " إدارة مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية "، بدون دار النشر، مصر، 2006.
132. محمد محمود حبش، " الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة "، مؤسسة الوراق، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1998.
133. محمد مطر، " إدارة الاستثمارات - الاطار النظري والتطبيقات العملية "، دار وائل للنشر والتوزيع، ط5، عمان، الأردن، 2009.
134. محمد مطر، فايز تيم، " إدارة المحافظ الاستثمارية "، دار وائل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2005.
135. محمد نضال الشعار، " أسس العمل المصرفي "، الجندي لطباعة والنشر، سوريا، 2005.
136. محمد يوسف ياسين، " البورصة، تنازع القوانين - اختصاص المحاكم "، منشورات الحلبي الحقوقية، ط1، بيروت، لبنان، 2004.
137. محمد يونس، عبد المنعم مبارك، " مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية "، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2003.
138. محمود أمين زويل، " بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق، أحوالها ومستقبلها "، دار الوفاء للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2000.

قائمة المراجع

139. محمود سحنون، "الاقتصاد النقدي والمصرفي" دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، الجزائر، 2003.
140. محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات"، دار الشروق، مصر، 2005.
141. مروان شموط، كنحو عبود كنحو، "أسس الاستثمار"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، مصر، 2008.
142. مروان عطوان، "الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، ديوان المطبوعات الجامعية، ط2، الجزائر، 2003.
143. مروان عطوان، "الأسواق النقدية والمالية"، ديوان المطبوعات الجامعية، ج1، ط1، الجزائر، 2008.
144. مصطفى رشدي شبيحة، زينب حسن عوض الله، "الاقتصاد، البنوك وبورصات الأوراق المالية"، المطبعة الحديثة، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1993.
145. مصطفى يوسف كافي، "بورصة الأوراق المالية"، ط1، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2009.
146. منى قاسم، "دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية"، الدار المصرية اللبنانية، ط1، القاهرة، مصر، 2007.
147. منى قاسم، "صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1995.
148. منير إبراهيم هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، منشأة المعارف الإسكندرية، مصر، 1999.
149. منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999.
150. منير إبراهيم هندي، "إدارة المنشآت المالية أسواق المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2006.
151. منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
152. منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1997.
153. منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2007.
154. منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1997.
155. منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2002.
156. ناجي جمال، "إدارة محفظة الأوراق المالية"، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1998.
157. نادية أبو فخر، وآخرون، "الأسواق والمؤسسات المالية"، دار الحريري، مصر، بدون سنة النشر.
158. ناظم محمد نوري الشمري وآخرون، "أساسيات الاستثمار العيني والمالي"، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1999.
159. نزيه عبد المقصود مبروك، "صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
160. نظير رياض محمد الشحات، "إدارة محافظ الأوراق المالية في ظل حوكمة الشركات"، بدون دار النشر، بدون بلد النشر، 2007.
161. نظير علي أحمد طاحون، "شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر"، دار النهضة العربية، مصر، 2003.
162. نشأت عبد العزيز معوض، "بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، الجزء الثاني، صناديق الاستثمار"، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد 76، مصر، 1994.
163. نihal فريد مصطفى، السيدة عبد الفتاح إسماعيل، "الأسواق والمؤسسات المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2007.
164. هارون محمد صبري، "أحكام السوق المالية: الأسهم والسندات"، دار النفائس، الأردن، الطبعة الأولى، 1999.
165. هاشم فوزي دباس العبادي، "الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2008.
166. هشام فضيلي، "إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير دراسة قانونية مقارنة"، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر، 2004.
167. هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2003.
168. وسام ملاك، "البورصات والأسواق المالية العالمية"، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2003.
169. وليد صافي، أنس البكري، "الأسواق المالية والدولية"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2009.
170. وليد محمد علي كرسون، "أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية دراسة مقارنة"، دار الفكر الجامعي الاسكندرية، مصر، 2012.

- اللغة الأجنبية

1. Bernard Jaquilla & Bruno solink, "**Marché Financier : Gestion de portefeuille et des risques**", Paris, Dunod, 1997.
2. Carte, lauranc.n, "**Investment Funds in Emerging Markers**", international finance corporation, washington, 1996.
3. Didier vitrac, "**Tout Savoir Sur La Bourse**", Gualino éditeur, Paris, 2001.
4. Dov ogein, "**pratique du marché financier**", edition dunod, paris, 2007.
5. Guy caudamine, Jean Montier, "**banque et marché financier**", economica, paris, France, 1998.
6. J. stone, "**gestion privée des fonds**", traduction de michel renerd, lucie presse, paris, 2001.
7. James Chen, "**Essentials of technical analysis for financial markets**", Published by John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey, Canada 2010.
8. Jean Français Susbielle, "**Comprendre La bourse sur Internet**", édition d'organisation, Paris, 2001.
9. Jeremy Morvon, "**Marché et instrument Financier**", Donger Dunod, Paris, 2009.
10. J-Hamon, "**Bourse et gestion de portefeuille**", 2^{ème} édition, Ed Economica, Paris, France, 2005.
11. Josette Pilverdier latreyte, "**le marché financier français**", édition economic, Paris, 1991.
12. Josette. Peyrard, "**La bourse**", Imprimerie Hérissey A Evreux, 3^{ème} édition, 1993.
13. L. Conso et F. Himecin, "**Gestion financière de L'entreprise**", Edition Dunod, 10^{ème} édition paris, 2001.
14. M.Charles, "**la bonne Gestion de Portefeuille**", sefi, Paris 1994.
15. M.Mansouri, "**La bourse des valeurs mobilières d'Alger**", édition Dar Houma , Alger , 2002.
16. Morissette.Donis, "**valeurs Mobiliers Et Gestion De Portefeuille**", Québec, SMG, 1993.
17. N. amenc, V.lesourd, "**Théorie du Portefeuille et Analyse de sa performance**", édition Economica, Paris, 2002.
18. Olivier Picon, "**la bourse: ses mécanismes- Gérer son portefeuille- réussir ses placements**", Encyclopédie, Delmas, 14^{ème} édition, France, 2000.
19. Pascal alphonse et autres, "**Gestion de portefeuille et marchés financiers**", pearson education, paris, 2010.
20. Paul jacques lehmann, "**bourse et marchés financiers**", Dunod, 2^{ème} édition, paris, 2005.
21. Philippe spieser, "**la bourse**", vuibert, 3^{ème} édition, France, 2007.
22. Pierre Ramage, "**finance de marché**", édition d'organisation, Paris, 2002.
23. Scannavino Aimé, "**Les marchés financiers internationaux**", Dunod, Paris, 1999.
24. Shelagh heffernan, "**Modern banking in theory and practice**" new york, 1998.
25. Valeri nigrow, "**marchés financiers et mondialisation des rentabilités boursières**", édition economica, paris, 1998.
26. Y .simon "**encylopédie du marchés financiers**", tome1, economica, paris, 1997.

- رسائل ومذكرات جامعية

- 1- إبراهيم بن عبد العزيز بن ناصر المزيني، "تقييم أداء صناديق الاستثمار في الأسهم المحلية والعوامل المؤثرة عليها في المملكة العربية السعودية، دراسة قياسية 92-02"، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد، جامعة الملك سعود، المملكة العربية السعودية، 1424هـ، 2004م.
- 2- أحمد فاروق محمد الربيعي، "آليات تفعيل البورصة المصرية لتحقيق التنمية الاقتصادية في ظل الأزمة المالية العالمية"، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، قسم التشريعات الاقتصادية والمالي، جامعة طنطا، مصر، 2010.
- 3- بن الضيف محمد عدنان، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية- دراسة في المقومات والأدوات من وجهة نظرة اسلامية"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2007-2008.
- 4- بوغنوز أمينة، "أثر المعلومة المالية في السوق المالي" مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص النقود المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر يوسف بن خدة، الجزائر، 2007-2008.
- 5- جمال الدين سحنون، "شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر" أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2007-2008.

قائمة المراجع

- 6- خالد بن علي ثويني الثنيان، " صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية الواقع والآثار "، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 1426 هـ.
- 7- رشيد بوكساني، " معوقات أسواق الأوراق المالية و سبل تفعيلها " أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- 8- زحوني نور الدين، " فعالية دراسة الجدوى الاقتصادية و المالية في اختيار وتقييم المشاريع الاستثمارية "، مذكرة ماجستير تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، جامعة الجزائر3، 2013-2014.
- 9- شيخي بلال، " تطور أداء أسواق الأوراق المالية المغاربية الواقع و الأفق " أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، سنة 2011.
- 10- صفر الدين جعفر سحاسورياني، " سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا ودور الرقابة الشرعية في معاملاته "، رسالة ماجستير، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية، الاقتصاد الإسلامي، جامعة اليرموك، الأردن، 2006.
- 11- عبد الحميد فيجل، " تقييم دور الصكوك الإسلامية في تطوير السوق الإسلامي لرأس المال - التجربة الماليزية أنموذجا- "، مذكرة ماجستير الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014/2015.
- 12- عبد الله سناجقي، " سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الإستثمار مع دراسة حالة مجمع صيدال "، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة الشلف، 2008 .
- 13- غادة إبراهيم نور الدين عبد الحليم شرف هاشم، " دور صناديق الاستثمار في توجيه الاستثمارات في سوق الأوراق المالية في مصر في ظل آليات السوق -دراسة مقارنة- "، رسالة دكتوراه في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2007.
- 14- قاسم شاوش لامياء، " الأسواق المالية الناشئة مع دراسة حالة البورصة الجزائرية "، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود، مالية وبنوك، جامعة سعد دحلب البليدة، جوان 2005.
- 15- محمد براق، " بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر "، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999.
- 16- محمد نور الدين سيد، " صناديق الاستثمار الإسلامية والتقليدية في مصر "، رسالة ماجستير في الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2010.
- 17- نادية بن شاعة، " إمكانيات وأهداف التعاون في مجال بورصات الأوراق المالية (دراسة حالة البورصات العربية) "، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الشلف، 2007.
- 18- نبيل خليل طه سمور، " سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق -دراسة حالة سوق رأس المال الاسلامي في ماليزيا- "، رسالة ماجستير في ادارة الأعمال، جامعة غزة، فلسطين، 1428هـ، 2007م.
- 19- نبيل خليل طه سمور، " سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية و التطبيق - دراسة حالة سوق المال الاسلامي في ماليزيا- "، رسالة ماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007.
- 20- نسيم لعبادي، " فعالية سوق الأوراق المالية في تنشيط الاقتصاد - دراسة حالة الجزائر "، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2004..
- 21- وليد أحمد صافي، " الأسواق المالية العربية، الواقع والأفاق "، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2002-2003.

- المجالات

1. أحمد بوراس، "الاستثمار في الأسهم بين العائد و المخاطر"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة قسنطينة، العدد 11، جوان 1999.
2. أحمد صلاح عطية، "مشكلات المراجعة الخارجية لصناديق الاستثمار: دراسة استطلاعية على عينة من مراقبي الحسابات في القاهرة"، مجلة الإدارة العامة، الرياض، المملكة العربية السعودية، المجلد التاسع والثلاثون، العدد الأول، أبريل 1999.
3. البنك المركزي المصري، أدوات التعامل الحديثة في الأسواق المالية، المجلة الاقتصادية، المجلد 35، العدد الرابع، 1994-1995.
4. بنك مصر، "التخطيط الاستراتيجي في البنوك في عالم متغير"، مركز البحوث، أوراق بنك مصر البحثية، العدد السادس، 1999.
5. بنك مصر، مركز البحوث، "تجربة صناديق الاستثمار في مصر في النصف الثاني من التسعينيات: نظرة تقييمية"، أوراق بنك مصر البحثية، مصر، العدد 8، 2000.
6. جلال إبراهيم العبد، "محددات أداء صناديق الاستثمار دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، مصر، العدد 02، سبتمبر 2005.
7. حسان خضر، "تحليل الأسواق المالية"، جسر التنمية، سلسلة دورية تعني قضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، العدد 27، السنة الثالثة، مارس 2004، الكويت.
8. رياض أسعد، "الخيارات"، مجلة المصارف العربية، المجلد 16، العدد 186، 1996.
9. رياض دهال، "تحليل الأوراق المالية"، سلسلة جسر التنمية: سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد السابع والعشرون، مارس 2004.
10. مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المشتقات هي الدواء الشافي المعاصرة وجهة النظر الدولية، المجلد الثاني، العدد الأول، 1994.
11. محمد علي القرني، "صناديق الاستثمار تعريفها وأنواعها"، مقالة، منشورة في مجلة الفرقان، ع 43، 2000، المغرب.
12. منذر عبد الكريم مرهج، رامي محمد محمد، "متطلبات إنشاء صناديق الاستثمار في المصرف التجاري السوري"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 33، العدد 3، سوريا، 2011.
13. منى محمد الحسيني عمار، "دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تطوير الأسواق المالية"، مجلة الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، المجلد الخامس، العدد 13، أمريكا، 2014.
14. منير الحكيم، "صناديق الاستثمار: عمليات، أسس إدارتها، مخاطرها، وقياس أدائها والعوامل المؤثرة على أدائها"، الجزء الثاني، مقالة في مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، مح 19، ع 1، 2011.
15. مؤيد عبد الرحمن الدوري، مروان جمعة درويش، "الأداء الاستثماري لمحافظ القيمة ومحافظ النمو وعلاقته بكفاءة الأسواق المالية - دراسة اختيارية في بورصة عمان"، المجلة العربية للإدارة، مح 30، ع 2، الأردن، 2010.
16. نظير رياض شحات، محمد جاد حسن علي، "تحليل مقارن لأداء صناديق الاستثمار في البنوك العامة التجارية المصرية"، مقالة في المجلة المصرفية للدراسات التجارية، مح 37، ع 2، 2013.
17. الياس خضير الحمدوني، "تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي"، مقالة في مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، العراق، المجلد 4، العدد 7، 2011.

قائمة المراجع

- الملتقيات والندوات

- 1- إبراهيم الكراسنة ، "الإرشادات في تقييم الأسهم والسندات"، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2005.
- 2- سامي حطاب، "المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار"، هيئة الأوراق المالية والسلع"، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، مارس 2007.
- 3- صفوت عبد السلام عوض الله، "صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، ورقة بحثية مقدمة إلى مؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وأفاق المستقبل، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15-17 مايو 2005.
- 4- صفية أحمد أبو بكر، "صناديق الاستثمار الإسلامية خصائصها وأنواعها"، ورقة بحثية مقدمة إلى المؤتمر المؤسسات المالية الإسلامية معالم الواقع وأفاق المستقبل، المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 15-17 مايو 2005.
- 5- عبد المجيد الصلاحي، "صناديق الاستثمار الإسلامية، مفهومها، خصائصها وأحكامها"، ورقة بحثية مقدمة في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 6-8 مارس 2007.
- 6- عز الدين فكري التهامي، "تقييم أداء صناديق الاستثمار في مصر - مدخل محاسبي كمي"، ندون صناديق الاستثمار في مصر بين الواقع والمستقبل، جامعة الأزهر، القاهرة، مصر، 1997.
- 7- عصام أبو النصر، "نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في ضوء الفكر الإسلامي"، أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل، مصر، الجزء الأول، 1997.
- 8- قتيبة عبد الرحمن العاني، "صكوك المضاربة الإسلامية، التخرج الفقهي والتصور الفني"، ورقة بحثية في مؤتمر الأسواق المالية والبورصات، المؤتمر السنوي الخامس عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 6-8 مارس 2007.
- 9- محمد براق، "السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في الوطن العربي"، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول التكامل الاقتصادي العربي كآلية لتحسين وتفعيل الشراكة العربية - الأوروبية، سطيف، 2004.
- 10- مصطفى على أحمد، "صناديق الاستثمار في مصر"، ندوة صناديق الاستثمار في مصر الواقع والمستقبل، جامعة الأزهر، القاهرة، مصر، 1997.
- 11- هشام جبر، "صناديق الاستثمار الإسلامية" ورقة بحثية مقدمة ضمن المؤتمر العلمي الأول، الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، يومي 8-9 مايو 2005.
- 12- وليد هومل عوجان، "صناديق الاستثمار : دراسة وتحليل"، ورقة بحثية في مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، يومي 6-8 مارس 2007.
- 13- حسين حسين شحاته، "منهج مقترح لتفعيل الرقابة الشرعية والمالية على صناديق الاستثمار الإسلامية"، ورقة بحثية مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2005.

- مطبوعة

- 1- محمد بوجلال، "الأسواق المالية والصناديق الاستثمارية"، مطبوعة غير منشورة كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، 2001.

- التقارير

- 1- السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير السنوي الإحصائي 2014، السعودية.
- 2- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي (46) لسنة 2010.
- 3- مؤسسة النقد العربي السعودي، التقرير السنوي (51) لسنة 2014.
- 4- هيئة السوق المالية، "التقرير السنوي 2013"، السعودية 1435/1436 هـ الموافق لـ 2013 م.
- 5- هيئة السوق المالية، "التقرير السنوي 2014"، السعودية 1434/1435 هـ الموافق لـ 2014 م.
- 6- هيئة السوق المالية السعودية، "صناديق الاستثمار"، الإصدار الثالث، المملكة العربية السعودية.
- 7- السوق المالية السعودية (تداول)، النشرة الإحصائية الشهرية مارس 2015، السعودية.

قائمة المراجع

- 8- مؤسسة النقد العربي السعودي، "النشرة الإحصائية الشهرية مارس 2015"، السعودية، 2015.
- 9- مصرف البحرين المركزي، النشرة الإحصائية فبراير 2015، البحرين، 2015.
- 10- المصرف المركزي البحرين، النشرة الإحصائية جانفي 2015، البحرين، 2015.
- 11- سوق البحرين للأوراق المالية، التقارير السنوية (2008-2015)، البحرين.
- 12- Bank Negara Malaysia (the Central Bank of Malaysia), monetary and financial developments, quarterly bulletin fourth quarter ,2008.
- 13- Bank Negara Malaysia (the Central Bank of Malaysia), monetary and financial developments, quarterly bulletin fourth quarter ,2010.
- 14- Bank Negara Malaysia (the Central Bank of Malaysia), monetary and financial developments, quarterly bulletin fourth quarter ,2012.
- 15- Bank Negara Malaysia (the Central Bank of Malaysia), monetary and financial developments, quarterly bulletin fourth quarter ,2014
- 16- Bourse d'alger , "rapport d'activité", 2008.
- 17- Bourse d'alger , "rapport d'activité", 2010.
- 18- Bourse d'alger , "rapport d'activité", 2013.
- 19- Bourse d'alger , "rapport d'activité", 2014.
- 20- bursa Malaysia, annual report, 2011.
- 21- bursa Malaysia, annual report, 2014.
- 22- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2010.
- 23- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2011.
- 24- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2014.
- 25- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2012
- 26- Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, "rapport annuel cosob", 2013.
- 27- securities commission Malaysia, "**annual report part 6: statements and statistics**", 2008.
- 28- securities commission Malaysia, "**annual report part 6: statements and statistics**", 2009.
- 29- securities commission Malaysia, "**annual report part 6: statements and statistics**", 2011.
- 30- securities commission Malaysia, "**annual report part 6: statements and statistics**", 2012.
- 31- securities commission Malaysia, "**annual report part 6: statements and statistics**", 2014.

الملاحق

الملحق رقم (1) سوق الأسهم السعودي

حساب الانحراف المعياري والتباين بالنسبة لمؤشر سوق الأسهم السعودي

السنوات	R_m	\bar{R}	$(R_m - \bar{R})$	$(R_m - \bar{R})^2$
2007	0,3914	0,055375	0,336025	0,112912801
2008	-0,5649	0,055375	-0,620275	0,384741076
2009	0,2746	0,055375	0,219225	0,048059601
2010	0,0815	0,055375	0,026125	0,000682516
2011	-0,0307	0,055375	-0,086075	0,007408906
2012	0,0598	0,055375	0,004425	1,95806E-05
2013	0,255	0,055375	0,199625	0,039850141
2014	-0,0237	0,055375	-0,079075	0,006252856
المجموع	0,443			0,599927475
الانحراف المعياري $(\delta_m)^*$				0,273844473
تباين السوق (δ_m^2)				0,074990934

حساب معدل عائد أذون الخزانة السعودي

السنوات	الاسبوع 1	4 اسابيع	13 أسبوع	26 أسبوع	52 اسبوع
2007	0,047512	0,047665	0,048074	0,048291	0,048507
2008	0,025195	0,029556	0,031884	0,033766	0,035543
2009	0,002234	0,002867	0,004619	0,005834	0,007596
2010	0,001362	0,001918	0,003825	0,004667	0,005796
2011	0,001213	0,001881	0,003322	0,004241	0,005314
2012	0,00117	0,002123	0,003857	0,004716	0,005892
2013	0,001144	0,002811	0,004899	0,005761	0,007069
2014	0,001214	0,003204	0,005105	0,005776	0,006982
المجموع	0,081044	0,092025	0,105585	0,113052	0,122699
المتوسط	0,0101305	0,01150313	0,01319813	0,0141315	0,015337375
المعدل	0,012860125			$R_f = 1.29\%$	

$$\delta = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_m - \bar{R})^2}$$

* قانون الانحراف المعياري

حساب الانحراف المعياري لصندوق الأسهم 1 (شركة الرياض المالية)

السنوات	R_p	\bar{R}	$(R_p - \bar{R})$	$(R_p - \bar{R})^2$
2007	0,569	0,114	0,455	0,207025
2008	-0,519	0,114	-0,633	0,400689
2009	0,22	0,114	0,106	0,000564062
2010	0,143	0,114	0,029	0,000841
2011	-0,013	0,114	-0,127	0,016129
2012	0,089	0,114	-0,025	0,000625
2013	0,307	0,114	0,193	0,037249
2014	0,116	0,114	0,002	0,000004
المجموع	0,912			0,663126062
الانحراف المعياري (δ_p)				0,28790755
التباين المشترك				0,077338913
تباين السوق				0,074990934
بيتا				1,031310165

حساب الانحراف المعياري لصندوق المساهم للأسهم السعودية (شركة سامبا كابيتال)

السنوات	R_p	\bar{R}	$(R_p - \bar{R})$	$(R_p - \bar{R})^2$
2007	0,4625	0,0886625	0,3738375	0,139754476
2008	-0,5305	0,0886625	-0,6191625	0,383362201
2009	0,125	0,0886625	0,0363375	0,001320414
2010	0,1188	0,0886625	0,0301375	0,000908269
2011	-0,0035	0,0886625	-0,0921625	0,008493926
2012	0,0714	0,0886625	-0,0172625	0,000297994
2013	0,3312	0,0886625	0,2425375	0,058824439
2014	0,1344	0,0886625	0,0457375	0,002091919
المجموع	0,7093			0,595053639
الانحراف المعياري (δ_p)				0,272730095
التباين المشترك				0,07138494
تباين السوق				0,07499093
بيتا				0,95191432

حساب الانحراف المعياري لصندوق صائب للاسهم السعودية

السنوات	R_p	\bar{R}	$(R_p - \bar{R})$	$(R_p - \bar{R})^2$
2007	0,4609	0,0918125	0,3690875	0,136225583
2008	0,5388-	0,0918125	0,6306125-	0,397672125
2009	0,2751	0,0918125	0,1832875	0,033594308
2010	0,1248	0,0918125	0,0329875	0,001088175
2011	0,0539-	0,0918125	0,1457125-	0,021232133
2012	0,0732	0,0918125	0,0186125-	0,000346425
2013	0,3432	0,0918125	0,2513875	0,063195675
2014	0,05	0,0918125	0,0418125-	0,001748285
المجموع	0,7345			0,655102709
الانحراف المعياري (δ_p)				0,286160512
التباين المشترك				0,07777102
تباين السوق				0,07499093
بيتا				1,03707234

حساب الانحراف المعياري لصندوق العربي للاسهم السعودية

السنوات	R_p	\bar{R}	$(R_p - \bar{R})$	$(R_p - \bar{R})^2$
2007	0,2387	0,06855	0,17015	0,028951023
2008	0,3748-	0,06855	0,44335-	0,196559223
2009	0,139	0,06855	0,07045	0,004963203
2010	0,1464	0,06855	0,07785	0,006060623
2011	0,0286	0,06855	0,03995-	0,001596003
2012	0,0331	0,06855	0,03545-	0,001256703
2013	0,253	0,06855	0,18445	0,034021803
2014	0,0844	0,06855	0,01585	0,000251223
المجموع	0,5484			0,2736598
الانحراف المعياري (δ_p)				0,184952629
التباين المشترك				0,04856264
تباين السوق				0,07499093
بيتا				0,64758016

الملحق رقم (2) سوق البحرين للاوراق المالية

حساب الانحراف المعياري والتباين بالنسبة لمؤشر سوق البحرين للاوراق المالية

السنوات	R_m	\bar{R}	$(R_m - \bar{R})$	$(R_m - \bar{R})^2$
2007	0,2425	-0,0345875	0,2770875	0,076777483
2008	-0,3542	-0,0345875	-0,3196125	0,10215215
2009	-0,1917	-0,0345875	-0,1571125	0,024684338
2010	-0,0178	-0,0345875	0,0167875	0,00028182
2011	-0,2015	-0,0345875	-0,1669125	0,027859783
2012	-0,0683	-0,0345875	-0,0337125	0,001136533
2013	0,172	-0,0345875	0,2065875	0,042678395
2014	0,1423	-0,0345875	0,1768875	0,031289188
المجموع	-0,2767			0,306859689
الانحراف المعياري $(\delta_m)^*$				0,195850609
تباين السوق (δ_m^2)				0,038357461

حساب معدل عائد أذون الخزينة البحرينية

السنوات	3 أشهر	6 أشهر	12 شهر
2007	0,04675	0,048	-
2008	0,025	0,02625	-
2009	0,01	0,0115	-
2010	0,00775	0,0095	0,0135
2011	0,0074	0,009175	0,0137
2012	0,0115	0,012925	0,016237
2013	0,007925	0,009	0,012525
2014	0,007375	0,0086	0,01175
المجموع	0,13495	0,1237	0,067712
المتوسط	0,0135424	0,01686875	0,0154625
المعدل	$R_f = 1.53\%$		

$$\delta = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_m - \bar{R})^2}$$

* قانون الانحراف المعياري

حساب الانحراف المعياري لصندوق جلوبل الخليجي الاسلامي

السنوات	R_p	\bar{R}	$(R_p - \bar{R})$	$(R_p - \bar{R})^2$
2007	0,13	0,031375	0,098625	0,00972689
2008	-0,388	0,031375	-0,419375	0,17587539
2009	0,092	0,031375	0,060625	0,00367539
2010	0,153	0,031375	0,121625	0,01479264
2011	-0,097	0,031375	-0,128375	0,01648014
2012	0,084	0,031375	0,052625	0,00276939
2013	0,259	0,031375	0,227625	0,05181314
2014	0,018	0,031375	-0,013375	0,00017889
المجموع	0,251			0,27531188
الانحراف المعياري (δ_p)				0,185510065
التباين المشترك				0,02727425
تباين السوق				0,03835746
بيتا				0,7110545

الانحراف المعياري لصندوق مكاسب النمر العربية

السنوات	R_p	\bar{R}	$(R_p - \bar{R})$	$(R_p - \bar{R})^2$
2007	0,39	0,113975	0,276025	0,0761898
2008	-0,512	0,113975	-0,625975	0,3918447
2009	0,23	0,113975	0,116025	0,0134618
2010	0,083	0,113975	-0,030975	0,00095945
2011	0,0065	0,113975	-0,107475	0,01155088
2012	0,2107	0,113975	0,096725	0,00935573
2013	0,3495	0,113975	0,235525	0,05547203
2014	0,1541	0,113975	0,040125	0,00161002
المجموع	0,9118			0,5604444
الانحراف المعياري (δ_p)				0,264680089
التباين المشترك				0,04102947
تباين السوق				0,03835746
بيتا				1,06966071

الانحراف المعياري لصندوق زيت

السنوات	R_p	\bar{R}	$(R_p - \bar{R})$	$(R_p - \bar{R})^2$
2007	0,0679	-0,0150875	0,0829875	0,00688693
2008	-0,0485	-0,0150875	-0,0334125	0,0011164
2009	-0,0274	-0,0150875	-0,0123125	0,0001516
2010	0,0195	-0,0150875	0,0345875	0,0011963
2011	-0,0361	-0,0150875	-0,0210125	0,00044153
2012	-0,0644	-0,0150875	-0,0493125	0,00243172
2013	-0,0898	-0,0150875	-0,0747125	0,00558196
2014	0,0581	-0,0150875	0,0731875	0,00535641
المجموع	0,1207-			0,02316283
الانحراف المعياري (δ_p)				0,05380849
التباين المشترك				0,00485874
تباين السوق				0,03835746
بيتا				0,12667001

الانحراف المعياري لصندوق أسهم الخليج سيكو

السنوات	R_p	\bar{R}	$(R_p - \bar{R})$	$(R_p - \bar{R})^2$
2007	0,439	0,177375	0,261625	0,068447641
2008	0,339	0,177375	0,161625	0,026122641
2009	0,169	0,177375	-0,008375	7,01406E-05
2010	0,141	0,177375	-0,036375	0,001323141
2011	-0,059	0,177375	-0,236375	0,055873141
2012	0,059	0,177375	-0,118375	0,014012641
2013	0,284	0,177375	0,106625	0,011368891
2014	0,047	0,177375	-0,130375	0,016997641
المجموع	1,419			0,194215875
الانحراف المعياري (δ_p)				0,155810733
التباين المشترك				0,0079939
تباين السوق				0,03835746
بيتا				0,20840523

الملحق رقم (3) البورصة الماليزية

حساب الانحراف المعياري والتباين بالنسبة لمؤشر البورصة الماليزية KLCI

السنوات	R_m	\bar{R}	$(R_m - \bar{R})$	$(R_m - \bar{R})^2$
2007	0,3182	0,09125	0,22695	0,051506303
2008	-0,3933	0,09125	-0,48455	0,234788703
2009	0,4517	0,09125	0,36045	0,129924203
2010	0,1934	0,09125	0,10215	0,010434623
2011	0,0078	0,09125	-0,08345	0,006963903
2012	0,1034	0,09125	0,01215	0,000147623
2013	0,1054	0,09125	0,01415	0,000200223
2014	-0,0566	0,09125	-0,14785	0,021859623
المجموع	0,73			0,4558252
الانحراف المعياري (δ_m)				23,87%
تباين السوق (δ_m^2)				0,05697815

حساب الانحراف المعياري والتباين بالنسبة لمؤشر البورصة الماليزية EMAS SHARIAAH

السنوات	R_m	\bar{R}	$(R_m - \bar{R})$	$(R_m - \bar{R})^2$
2007	0,4557	0,108325	0,347375	0,120669391
2008	-0,4352	0,108325	-0,543525	0,295419426
2009	0,4303	0,108325	0,321975	0,103667901
2010	0,182	0,108325	0,073675	0,005428006
2011	0,0241	0,108325	-0,084225	0,007093851
2012	0,1185	0,108325	0,010175	0,000103531
2013	0,1329	0,108325	0,024575	0,000603931
2014	-0,0417	0,108325	-0,150025	0,022507501
المجموع	0,443			0,555493535
الانحراف المعياري* (δ_m^*)				26,35%
تباين السوق (δ_m^2)				0,069436692

$$\delta = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (R_m - \bar{R})^2}$$

* قانون الانحراف المعياري

حساب معدل عائد أذون الخزينة الماليزية

السنوات	ثلاثة أشهر	ستة أشهر	أثني عشر شهرا
2007	0,03434	0,03446	0,03431
2008	0,0339	0,0338	0,03353
2009	0,02053	0,02069	0,02029
2010	0,02597	0,02606	0,02616
2011	0,02924	0,02911	0,02943
2012	0,03036	0,03031	0,03012
2013	0,02997	0,03002	0,02996
2014	0,03125	0,03166	0,03175
المجموع	0,23556	0,23611	0,23555
المتوسط	0,029445	0,029514	0,02944375
المعدل	2,95%		

حساب الانحراف المعياري لصندوق apex malaysia growth trust

السنوات	R_p	\bar{R}	$(R_p - \bar{R})$	$(R_p - \bar{R})^2$
2007	0,1489	0,05335	0,09555	0,009129803
2008	-0,2701	0,05335	-0,32345	0,104619903
2009	0,26	0,05335	0,20665	0,042704223
2010	0,1605	0,05335	0,10715	0,011481123
2011	-0,0617	0,05335	-0,11505	0,013236503
2012	0,1188	0,05335	0,06545	0,004283703
2013	0,1444	0,05335	0,09105	0,008290103
2014	-0,074	0,05335	-0,12735	0,016218023
المجموع	0,4268			0,20996338
الانحراف المعياري (δ_p)				0,16200439
التباين المشترك				0,036794791
تباين السوق				0,05697815
بيتا				0,645770199

حساب الانحراف المعياري لصندوق houg leong growth fund

السنوات	R_p	\bar{R}	$(R_p - \bar{R})$	$(R_p - \bar{R})^2$
2007	0,3582	0,0829	0,2753	0,07579009
2008	-0,3676	0,0829	-0,4505	0,20295025
2009	0,2886	0,0829	0,2057	0,04231249
2010	0,1879	0,0829	0,105	0,011025
2011	-0,0224	0,0829	-0,1053	0,01108809
2012	0,0457	0,0829	-0,0372	0,00138384
2013	0,1792	0,0829	0,0963	0,00927369
2014	-0,0064	0,0829	-0,0893	0,00797449
المجموع	0,6632			0,36179794
الانحراف المعياري (δ_p)				0,212661098
التباين المشترك				0,048567548
تباين السوق				0,05697815
بيتا				0,852388986

حساب الانحراف المعياري لصندوق DANA DINAMIK EASTSPRING INVESTMENTS

السنوات	R_p	\bar{R}	$(R_p - \bar{R})$	$(R_p - \bar{R})^2$
2007	0,3517	0,135263	0,216438	0,046845191
2008	-0,13	0,135263	-0,26526	0,070364459
2009	0,1562	0,135263	0,020937	0,000438358
2010	0,0995	0,135263	-0,03576	0,001278992
2011	0,0628	0,135263	-0,07246	0,005250886
2012	0,2214	0,135263	0,086137	0,007419583
2013	0,1161	0,135263	-0,01916	0,000367221
2014	0,2044	0,135263	0,069137	0,004779925
المجموع	1,0821			0,136744615
الانحراف المعياري (δ_p)				0,130740391
التباين المشترك				0,022268457
تباين السوق				0,05697815
بيتا				0,390824498

HONG LEONG DANA MAKMUR(HLDM حساب الانحراف المعياري لصندوق

السنوات	R_p	\bar{R}	$(R_p - \bar{R})$	$(R_p - \bar{R})^2$
2007	0,1503	0,080138	0,0701625	0,004922776
2008	-0,324	0,080138	-0,404138	0,163327523
2009	0,4467	0,080138	0,366562	0,1343677
2010	0,1697	0,080138	0,089562	0,008021352
2011	0,0211	0,080138	-0,059038	0,003485485
2012	0,0792	0,080138	-0,000938	8,79844E-07
2013	0,1063	0,080138	0,026162	0,00068445
2014	-0,0082	0,080138	-0,088338	0,007803602
المجموع	0,6411			0,322613769
الانحراف المعياري (δ_p)				20,082%
التباين المشترك				0,048439085
تباين السوق				0,069436692
بيتا				0,697600707