

جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر اكايمي

تخصص اقتصاد نقدي و بنكي.

شعبة العلوم الاقتصادية

الموضوع:

اثر نشاط صناديق الاستثمار التقليدية و الاسلامية على اداء
دراسة حالة (الاسواق الخليجية)
الاسواق المالية السعودية

تحت اشراف الاستاذ :

مقراد عبد الله

مقدمة من طرف الطالبة:

بودكاره سهام

اعضاء لجنة المناقشة :

الصفة	الإسم واللقب	الرتبة	الجامعة
رئيسا	عتو الشارف	استاذ التعليم العالي	جامعة مستغانم
مشرفا ومقررا	أ. مقراد عبد الله	استاذ محاضر ب	جامعة مستغانم
مناقشا	مكي عمارية	استاذة محاضرة ب	جامعة مستغانم

السنة الجامعية: 2022/2021

شكر و تقدير

الحمد الذي اعاننا على انجاز هذا العمل فما كان
لشيء ان يجري في ملكه الا في ملكه الا بمشيئته جل
شأنه وعلا "انما امره اذا اراد شيئا ان يقول له كن
فيكون "

فالحمد لله على الاولى والحمد لله في الاخرة

اتقدم بالشكر الجزيل الى استاذي الفاضل "مقراد عبد
الله "الذي قبل الاشراف على هذا العمل والذي لم
يبخل عليا طوال مشوار اعداد هذا البحث بالنصح
والارشاد والتوجيه ،كما نشكر السادة اعضاء لجنة
المناقشة مسبقا على تفضيلهم بقبول مناقشة واثراء
هذه المذكرة ،والشكر الموصول الى اسرة قسم العلوم
الاقتصادية تخصص نقدي وبنكي

والى كل من ساعدنا في انجاز هذا العمل .



الاهداء

الى من اضاءت دربي بدعوات الخير ،الى من وضعت الجنة
تحت قدميها ،الى امي الحبيبة

الى من حثني على العمل والجد ،الى كل من كان مستقبلي
هو مستقبله ابي الغالي

الى القلوب الطاهرة الرقيقة ، الة نجوم تلالآت في سماء
البيت ، الى اخوتي وأخواتي

الى رفقاء دربي في الدراسة وخارجها ، الى الاخوة اللذين
ولدتهم لي الايام

الى صديقاتي

الى اللذين كان لهم الفضل الكبير في وصولي الى ما انا
عليه

الى الاساتذة الافاضل ، اليكم جميعا اهدي ثمرات عملي
المتواضع

وان صحت الكلمات الى اخي وشكرا

فهرس المحتويات :

الصفحة	المحتويات
	الشكر
	الاهداء
	قائمة الاشكال
	قائمة الجداول
	فهرس
1	المقدمة العامة
6	الفصل الاول: صناديق الاستثمار
6	تمهيد
7	المبحث الاول : صناديق الاستثمار التقليدية
7	المطلب الاول : ماهية شركات الاستثمار
20	المطلب الثاني : صناديق الاستثمار
28	المطلب الثالث : تقييم صناديق الاستثمار
35	المبحث الثاني : صناديق الاستثمار الاسلامية
35	المطلب الاول : ماهية صناديق الاستثمار الاسلامية
39	المطلب الثاني : خصائص صناديق الاستثمار و اهميته
42	المطلب الثالث : احكام و مخاطر صناديق الاستثمار
48	خلاصة
50	الفصل الثاني : مفاهيم حول الاسواق المالية
50	تمهيد
51	المبحث الاول : الاطار المفاهيمي للاسواق المالية
51	المطلب الاول: نشأة وتطور الاسواق المالية
52	المطلب الثاني : مفهوم السوق المالي
52	المطلب الثالث :تنوع الاسواق
59	المبحث الثاني :عناصر وادوات الاستثمارية المتداولة في الاسواق المالية

59	المطلب الاول: اركان وعناصر الاسواق المالية والنقدية
62	المطلب الثاني: الادوات المالية المتداولة في سوق النقد
65	المطلب الثالث: الادوات المالية المتداولة في سوق مالي
65	المبحث الثالث : كفاءة الاسواق المالية ومؤشرات المالية الاقتصادية
66	المطلب الاول: كفاءة الاسواق المالية
66	المطلب الثاني: مقياس كفاءة السوق المالي
68	المطلب الثالث: اهمية الاسواق المالية في الاقتصاد
70	خلاصة
72	الفصل الثالث: اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية
72	تمهيد
73	المبحث الاول: التعريف بالسوق المالية السعودية وصناديق البنك السعودي البريطاني
73	المطلب الاول: سوق الاسهم السعودية
81	المطلب الثاني: صناديق البنك السعودي البريطاني
85	المبحث الثاني: دراسة الارتباط بين نشاط صناديق الاستثمار واداء سوق المالية السعودية
85	المطلب الاول: المنهجية المستخدمة في قياس اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية
92	المطلب الثاني: دراسة الارتباط بين صناديق الاستثمار السعودية ومؤشرات اداء السوق المالية
112	المطلب الثالث: دراسة الارتباط بين صناديق البنك السعودي البريطاني ومؤشر السوق المالية السعودية
123	الخلاصة
126	الخاتمة
132	قائمة المصادر والمراجع
	الملخص

قائمة الجداول

الصفحة	المحتوى	رقم
30	البيانات المالية الاضافية لاحدى شركات الاستثمار	(1-1)
75	تطور عدد وقيمة الاسهم المتداولة	(2-1)
81	مقارنة معلومات الدول (2006-2007)	(3-1)
82	انواع صناديق الاستثمار السعودية	(4-1)
84	الصناديق والمحافظ الاستثمارية المدارة من قبل البنك السعودي البريطاني	(5_1)
88	مؤشرات اداء السوق المالية	(6-1)
89	صناديق الاستثمار السعودية	(7-1)

قائمة الاشكال :

الصفحة	المحتوى	رقم
55	كيفية تطوير سوق المال	(1-1)
56	مكونات السوق المالية	(2-1)
60	عناصر السوق المالي	(3-1)
77	القيمة السوقية المصدرة 2007-1995	(4-1)
78	نسبة الصفقات المبرمة لكل قطاع	(5_1)
79	تطور مؤشر الاسهم السعودي 2007-1995	(6-1)
80	تطور مؤشر الاسهم السعودي 2007	(7-1)



المقدمة

مقدمة عامة :

تعتبر صناديق الاستثمار اداة مالية مهمة للاستثمار في الاوراق المالية وتقوم فكرته على تجميع الاموال من المدخرين الصغار والكبار من خلال الصكوك او وثائق الاستثمار ويتم استثمار هذه الاموال في محفظة من الاوراق المالية يتم اختيارها وادارتها عن طريق شركات متخصصة في مجال ادارة محافظ الاوراق المالية من اجل تحقيق اكبر عائد، فوجود صناديق الاستثمار الناجح سوف يشجع المدخرين وخاصة صغار المدخرين اللذين لا يملكون الخبرة ولا الجرأة على التعامل في بورصة الاوراق المالية وزيادة تداولها كما تتيح صناديق الاستثمار الفرصة امام صغار المدخرين الى الاستثمار في اسواق المال وادارة اموالهم عن طريق خبراء الصناديق، مما يكتسب له الاثر الواضح في تنشيط السوق بجذب مستثمرين جدد، فصناديق الاستثمار تكسب ثقة المدخرين من خلال ادارة عملية لعملياتها من خلال الاستفادة من امكانيات التنوع الواسعة في مكونات محفظتها المالية، كما انها تتميز عن غيرها من ادوات سوق الاوراق المالية بتقليل المخاطر من خلال التنوع وسهولة تسيل قيمة الصكوك عند الحاجة.

من هنا قامت شركات الاستثمار المالي و البنوك ومؤسسات التأمين وغيرها بإنشاء مؤسسات استثمارية جديدة لها من المواصفات ما يمكن ان تكون الصيغة المثلى لهذا النوع من الاستثمار الا وهي صناديق الاستثمار باعتبارها اوعية استثمارية تقوم بتجميع الموارد المالية من الجمهور وتقوم بإعادة توجيهها الى قطاع الاستثمار اي تكون محفظة من الاوراق المالية المختلفة والمتنوعة وتمكين عامة الجمهور من الاستفادة من خدماتها حتى ممن لا تتوفر لديهم الموارد المالية الكافية لتكوين مثل هذه المحافظ كما تتيح لأصحاب الاموال الذين ليس لديهم الخبرة اللازمة او الوقت الكافي لإدارة هذا النوع من الاستثمار وتسعى الادارة القائمة على نشاط صناديق الاستثمار الى تحقيق اهداف المدخرين على اختلاف ميولهم وذلك بالمحافظة على راس المال وتنميته وتقليل مخاطر الاستثمار والوفاء بمتطلبات السيولة التقديرية وتحقيق دخل دوري، حيث لا يقتصر نشاط صناديق الاستثمار التي تنشئها المصارف والمؤسسات المالية على دور الوسيط بين المدخرين والشركات الاستثمارية الاخرى، وانما يتمثل الهيكل التمويلي لهذه الصناديق على تكوين محافظ الاوراق المالية في مجالات مختلفة وهنا نجد انفسنا بصدد دراسة صناديق الاستثمار من منظورين:

المقدمة

صناديق الاستثمار التي تنشئها شركات الاستثمار والمصارف التجارية ويقتصر نشاط هذه الصناديق في الغالب على الاستثمار الغير المباشر والممثل في تكوين محافظ للأوراق المالية المختلفة كأسهم والسندات وغيرها.

صناديق الاستثمار التي تنشأها المصارف والمؤسسات المالية والاسلامية ويتمثل نشاط هذه الصناديق في الاستثمار في الادوات المالية الشرعية .

الاشكالية العامة :

ان الصناديق الاستثمارية اليوم مع تعدد انواعها واشتهارها تؤدي وظائفها الاقتصادية والمالية المهمة للأفراد والمجتمعات، وانطلاقا مما سبق يمكن صياغة الاشكالية الرئيسية لهذه الدراسة في التساؤل الرئيسي الاتي :

ما هو اثر صناديق الاستثمار التقليدية والاسلامية على اداء اسواق المالية ؟

للدراصة نستسيغ الاسئلة الفرعية التالية :

- ما المقصود بصناديق الاستثمار التقليدية والاسلامية ؟

- ماهي مخاطر صناديق الاستثمار ؟

- ما المقصود بالأسواق المالية في الاقتصاد؟

فرضيات البحث:

من اجل حصر الموضوع وهدف الاجابة على التساؤلات المطروحة تم وضع مجموعة من الفرضيات كالآتي:

تعتبر صناديق الاستثمار من بين اهم الوسائل الاستثمارية في مجال تمويل الاقتصاد بالموارد المالية اللازمة لإعادة بعث النشاط الاقتصادي مخاطر صناديق الاستثمار.

المقدمة

تعد الظروف الاقتصادية العامة مثل الكساد او الظروف السياسية احد اهم مخاطر المنتظمة بالإضافة الى مخاطر غير منتظمة ناتجة عن حدث غير متوقع.

الاسواق المالية هي الاسواق التي يتم فيها تداول الاوراق المالية على المستويين المحلي و العالمي .

تكمن اهمية الاسواق المالية في انها تساعد المؤسسات المالية في تسهيل تدفق وحركة الاموال داخل الاسواق المالية العالمية .

اهداف البحث:

عرض شامل لصناديق الاستثمار التقليدية والاسلامية باعتبارها صيغة من صيغ الاستثمار الحديثة.

التعرض للأثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء الاسواق المالية .

اهمية البحث:

تكمن اهمية البحث فيما يلي :

الدراسة النظرية والتحليلية لصناديق الاستثمار الاسلامية والتقليدية.

الدور الذي يلعبه مثل هذا السوق المالي في تحريك عجلة اقتصاد دولة ما وتنشيطه وفي تحقيق التنمية الاقتصادية .

منهج الدراسة:

نظرا لطبيعة الموضوع وخصوصيته ثم الاعتماد على المنهج التحليلي والوصفي ومنهج دراسة حالة وهذا

نظرا لطبيعة البحث حيث احتوى على الجانب النظري الذي يتطلب توظيف المفاهيم والتعارف كما

دعم بالجداول التي تساهم في تقريب وتبسيط المفاهيم

اما في ما يخص ادوات البحث والتحليل التي اتخذناها في هذا الشأن فهي مجموعة من الكتب بالإضافة

الى الملتقيات.

صعوبات الدراسة :

المقدمة

لقد واجهتنا صعوبات وعوائق عدة في انجاز هذا البحث
-قلة الكتب والمراجع المتخصصة في الموضوع نظرا لحدثته

الفصل الاول :
صناديق الاستثمار

تمهيد :

تعد صناديق الاستثمار من بين الانظمة التي ظهرت لتعطي للمستثمرين واصحاب المال للقيام بمشاريعهم المتعلقة بصناديق الاستثمار ومن اجل الامام بالجوانب المتعلقة بصناديق الاستثمار قسمنا هذا الفصل الى المباحث التالية :

صناديق الاستثمار التقليدية

صناديق الاستثمار الاسلامية

المبحث الاول : ماهية صناديق الاستثمار التقليدية

المطلب الاول : ماهية شركات الاستثمار

تلعب الاسواق المالية اليوم دورا مهما وبارزا في عملية توجيه النشاط الاقتصادي و النهوض به نحو مستوى افضل، ولعل اهم ما يميز الاسواق المالية اليوم هو الدور الذي تلعبه شركات الاستثمار التي تتمثل مهمتها الاساسية في تجميع الاموال من كافة الفئات كبار المدخرين وصغارهم وتكوين ما يعرف بصناديق الاستثمار وسوف يتم التناول في هذا المبحث تعريف شركات الاستثمار وتصنيفها وطبيعة عملها وشكلها التنظيمي .

الفرع الاول :شركات الاستثمار :

الشركات الاستثمارية هي شركات تقوم بدور الوسيط المالي بين هيئة سوق الاوراق المالية وجمهور المستثمرين :« يشكل الوسطاء الماليون شركات الوساطة المالية والتي تشمل عادة (البنوك وصناديق التقاعد وشركات التامين وبنوك الاستثمار والادخار والسماسة والوكلاء الماليون) جزءا مهما جدا من المؤسسات المالية لسوق الاوراق المالية من الاسهم والسندات وغيرها ».

ونلاحظ من هذا التعريف قد اوضح السمسار او الوسيط الذي يقوم بعملية الوساطة في البيع والشراء للاسهم وانه قد يكون بنكا استثماريا او غيره ممن هو مصرح له العمل من قبل الهيئة الرسمية للوراق المالية لسوق الاوراق المالية في البلد

وقد يسمى الوسيط المالي في البورصة سمسار او بذلك يكون السمسار(سمسار بورصة) هو شخص ذو دراية وعلم وكفاءة في شؤون الاوراق المالية وفي المواعيد الرسمية المقدره لها ،ولحساب العملاء مقابل عمولة محددة لكل من البائع والمشتري

وهناك من يعرف الوسيط المالي تعريفا جامعاً قائلاً :>>هو الشخص المرخص له بموجب قانون السوق المالية وانظمتها وتعليماته يقوم بأعمال محددة تهيئة لان يكون حلقة وصل بين جمهور المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية من اسهم وسندات وغيرها ويتقاضى عمولة محددة لقاء خدمته عند تنفيذه اوامر البيع والشراء الخاصة بعملائه من الطرفين ولقاء تغطية وتسويق الاصدارات >>.

كما عرفت شركة الاستثمار بانها: مؤسسة مالية هدفها تمكين المستثمرين من ضم الاموال التي لديهم الى اموال الغير واستثمارها في انواع مختلفة من اسهم الاستثمار كما انها تصدر اسهمها براس مالها وتوجهها الى جمهور المستثمرين ونلاحظ ان هذا التعريف ناقص اذ لم يذكر وظيفة الوساطة المالية كأحد مهام هذه الشركات وكذلك ادارة المحافظ المالية للمستثمرين وعرف قاموس اركابيتا البنك الاستثماري ب: بنك استثمار Bankinvestment

يقدم خدمات مالية محدودة مخصصة في مجال معين واحد او اكثر وبعد هذا العرض يتضح لنا ان الشركات الاستثمارية تسمى في بعض الدول بنوكا استثمارية وفي دول اخرى شركات الوساطة المالية وكلها تعني ان هذه واحيانا شركات الاوراق المالية، وكلها تعني ان هذه البنوك الاستثمارية تقوم بدور وسيط بين هيئات السوق المالية وبين المواطنين فهي تقوم بدور السماسرة وتأخذ العمولات من البائعين والمستثمرين مقابل تأدية هذه الخدمة لهم كما انها تقوم بضم اموال المستثمرين الى بعضها وتعمل فيها كمضارب لهم في السوق المالية اضافة الى ادارتها للمحافظ الاستثمارية ومن اجل توضيح اكثر للأعمال التي تقوم بها الشركات الاستثمارية اذكر هنا الاعمال التي ذكرتها لائحة الاوراق المالية في نظام هيئة السوق المالية بالمملكة العربية السعودية حيث ذكر في لائحة اعمال الاوراق المالية ما يلي:

يقصد بنشاط الاوراق المالية اي من النشاطات التالية:

التعامل: وذلك بان يتعامل الشخص في الورقة المالية بصفته اصيلا او وكيلًا ويشمل التعامل البيع او الشراء او ادارة الاكتتاب في الاوراق المالية او التعهد بتغطيتها .

الترتيب: وذلك بان يقوم شخص بتقديم اشخاص فيما يتعلق بأعمال الاوراق المالية او بتقديم الاستثمارات في اعمال تمويل الشركات، او بتصرف باي شكل من اجل تنفيذ صفته على الورقة المالية .

الادارة: وذلك بان يدير شخص ورقة مالية عائدة لشخص اخر في حالات تستدعي التصرف حسب التقدير.

تقديم المشورة: وذلك بان يقدم شخص المشورة لشخص اخر بشأن مزايا و مخاطر تعامله في ورقة مالية، او ممارسة اي حق تعامل يترتب على الورقة المالية .

الفرع الثاني: تصنيف شركات الاستثمار

شركة الاستثمار "investment companies" هي شركات تتلقى الاموال من مستثمرين من مختلف الفئات لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الاوراق المالية التي تناسب كل فئة ويتحدد نصيب المستثمر بعدد من الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها الاموال اما الاوراق المكونة للتشكيلة فهي من النوع ذات التداول العام: "traded publicly" مثل الاسهم والسندات وليس من حق المستثمر ان يدعي ملكية اوراق مالية معينة داخل التشكيلة، وحقه يتمثل فقط في حصة في التشكيلة ككل، يحصل في مقابلها على اسهم او سندات دالة على ذلك وشركات الاستثمار بهذا المفهوم تختلف عن الشركات التمويلية "finance companies" وهي نوع من المؤسسات المالية تتكون مواردها من حصيل ما تصدره من اسهم وسندات اضافة الى ما تحصل عليه من قروض من مصارف تجارية اما استخدامات تلك الاموال فتتمثل في تقديم القروض قصيرة الاجل ومتوسطة الاجل للأفراد والمنشآت الاعمال، وتميز لجنة الاوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة الامريكية بين الشركات القابضة للاستثمار وبين شركات الاستثمار، ويقصد بالنوع الاول الشركات التي تهدف الى السيطرة على المنشآت التي تستثمر فيها اموالها، من خلال امتلاك حصة كبيرة نسيا من الاسهم العادية للمنشأة المعنية اما النوع الثاني فيقصد به الشركات التي تستثمر اموالها في تشكيلات (محافظ او صناديق) من الاوراق المالية، بهدف تحقيق عائد دون تعريض المستثمر لمخاطر كبيرة، يصنف قانون شركات الاستثمار الامريكي ACT investment company تلك الشركات في ثلاث مجموعات: شركات الشهادة الاسمية، ودائع وحدة الاستثمار، شركات الاستثمار المدار، وبالنسبة لشركة شهادات القيم الاسمية "face amount certificate companies" ففيها يشتري المستثمر شهادة يحدد فيها مبلغ يستحق له في تاريخ معين وكما يبدو فان العلاقة بين المستثمر والشركة لا تخرج عن كونها علاقة دائن بمدين، ونظرا لندرة هذا النوع من الشركات فسوف يركز هذا القسم على النوعين الاخرين.

ودائع وحدة الاستثمار :

ودائع وحدة الاستثمار "unit investment" هي نوع من شركات الاستثمار التي تمتلك تشكيلة من الاوراق المالية لا يطرا عليها اي تغيير الا نادرا، وذلك حتى تاريخ انقضاء الشركة، وتتكون ودائع وحدة الاستثمار بواسطة كفيل "sponsor" وغالبا ما يكون بيتا للسمسرة، يقوم بشراء تشكيلة من الاوراق المالية (غالبا سندات) ثم يقوم بايداعها لدى امين "trustee" وعادة مايكون احد المصارف التجارية، والذي يقوم بدوره باصدار شهادات قابلة للاستيراد "redeemable trust" تباع للجمهور، وتعطي الشهادة لحاملها

الحق في الحصول على حصته من فوائد السندات اضافة الى حقه في استرداد قيمة المبلغ للمستثمر وذلك عندما يحين تاريخ استحقاق السندات المكونة للتشكيلة ،هذا ويتم سداد الفوائد واصل الاستثمار بواسطة الامين ،وكما يبدو فان الكفيل لا يؤدي دورا يذكر في ادارة الاستثمار ومن ثم فان الاتعاب التي يحصل عليها ضئيلة وتبلغ نسبتها السنوية في المتوسط 15% من القيمة الصافية للاصل Net Asset Value (NAV) والتي يتم حسابها بقسمة القيمة السوقية الصافية لتشكيلة الاستثمارات بعد طرح المستحقات على الوحدات المصدرة .

صناديق الودائع العامة :

لا تختلف صناديق للودائع العامة " common trustfunds " التي تكونها المصاريف التجارية عن صناديق الاستثمار التي تكونها شركات الاستثمار على النحو الذي سنعرضه فيما بعد ،فتلك الصناديق تتكون من اموال المستثمرين ،يقدمونها للمصرف ليقوم نيابة عنهم باستخدامها في بناء تشكيلة (محفظة) من الاوراق المالية ،يديرها لصالحهم من خلال ادارة مستقلة في مقابل اتعاب محددة ،وكما هو الحال في صناديق الاستثمار قد يقوم المصرف ببناء تشكيلات مختلفة من الاوراق المالية تلبي احتياجاتها فئات مختلفة من المستثمرين ،وقد يمتد وقد يمتد نشاط تلك الصناديق الى بناء محافظ لاستثمار اموال التامينات والمعاشات التي تقدمها منشأة معينة للمصرف ،ليديرها لصالح العاملين لديها ،وتختتم صناديق الودائع العامة بالاشارة الى ان تلك الصناديق مزايا عديدة تماثل مزايا صناديق شركات الاستثمار التي سنتعرض لها في بحثنا .

شركات الاستثمار المدار :

يطلق على شركات الاستثمار المدار managed investment companies شركات الادارة managed companies ويقصد بها الشركات التي تؤدي فيها ادارة الشركة دورا بارزا في ادارة تشكيلة الاوراق المالية وذلك تميزا لها عن وحدة الاستثمار التي لا يؤدي فيها الكفيل او الامين دورا في هذا الشأن ، وكنتيجه لذلك يتوقع ان تكون تكاليف بناء التشكيلة او ادارتها اعلى في حالة شركات الاستثمار ، ولم تقف التكاليف العالية حائلا دون نمو تلك الشركات .ذلك ان معظم المستثمرين يعتقدون ان مزايا الادارة للمستثمر للتشكيلة تفوق قيمة التكاليف المصاحبة ، هذا وتنقسم شركات الاستثمار المدار الى شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة وشركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة .

1- شركات الاستثمار ذات نهاية مغلقة :

تشكل شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة صناديق استثمار يطلق عليها ذات النهاية المغلقة التي يخول لها المشرع الحق في اصدار اسهمها تباع للجمهور، اذ يتبع في اصدارها ذات الاجراءات التي تتبع في غيرها من الشركات على النحو الذي سيعرض له الكتاب الثاني.

ولقد جاء مسمى هذا النوع من الشركات من ان عدد الاسهم التي تصدرها ثابت لا يتغير، يستثنى من ذلك حالتين نادرتا الحدوث: الحالة الاولى في حالة قيام الشركة بإعادة شراء اسهمها من السوق على النحو الذي سنتعرض له بعد قليل اما الحالة الثانية فهي اصدار الشركة لاسهم جديدة، وعلى عكس شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة التي سنتعرض لها في هذا القسم، وودائع وحدة الاستثمار التي سبقت الاشارة اليها، لا تبدي شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة استعدادها لإعادة شراء اسهمها اذا ما رغب حاملها في التخلص منها .

فالطرق الوحيد المتاح لمن يرغب في بيع ما يملكه من تلك الاسهم او من يرغب في شرائها بعد ان تنتهي بنكسر الاستثمار- التي تتولى اصدارها - من تصريفها، ان يصدر امرا بذلك للسمسار الذي يتعامل معه والذي يقوم بتنفيذ الامر كما في السوق المنظمة (البورصة) التي تتداول فيها تلك الاسهم او في السوق الغير المنظمة التي يطلق عليها المعاملات عبر المنضدة Over-The-Counter وذلك من خلال التجارة وبيوت السمسرة التي يسمح لها بالتعامل في تلك الاسهم بيعا وشراء وذلك على النحو الذي سنتعرض له في بحثنا.

وهذا لا يمنع الشركة بشراء اسهمها من السوق (المنظمة او الغير المنظمة) واذا كان ذلك امرا نادرا، ومرهونا بهبوط القيمة السوقية للسهم الى مستوى اقل من قيمة الاصل الصافية التي يتم حسابها وفقا للمعادلة (3-1) شأنها في ذلك شأن ودائع وحدة الاستثمار

$$\text{قيمة الاصل الصافية} = \frac{\text{ص} - \text{خ}}{\text{ن}}$$

حيث ص تمثل القيمة السوقية للأصول اي القيمة السوقية للأوراق المالية التي استثمرت فيها الشركة مواردها .

وتمثل خ القيمة الدفترية للخصوم والتي قد تتمثل في قروض او سندات مصدر او ما شبه ذلك.
اما ن فتمثل عدد الاسهم العادية .

ويضيف المؤلف انه لو كانت هناك اسهم ممتازة اصدرتها الشركة حينئذ تحسب قيمة الاصل الصافية على النحو التالي :

$$\text{قيمة الاصل الصافية} = \frac{\text{ص} - \text{خ} - \text{م}}{\text{ن}}$$

حيث م تمثل القيمة الاسمية للاسهم الممتازة .

2-2 شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة

تدير شركة الاستثمار ذات النهاية المفتوحة open-end investmentcampanes عددا من صناديق الاستثمار يطلق عليها الصناديق المشتركة. وقد جاءت عبارته النهاية المفتوحة من ان حجم الاموال المستثمرة في الصندوق غير محددة ذلك ان يجوز للشركة اصدار المزيد من الاسهم العادية وبيعها وان كان لا يجوز لها اصدار السندات وعلى عكس شركة الاستثمار ذات النهاية المغلقة. لا تتداول اسهم الشركات ذات النهاية المفتوحة بين الافراد بل تقفالشركة نفسها على استعداد دائم لإعادة شراء ما سبق ان اصدرته الاسهم. او الاصدار المزيد منها لتلبية احتياجات المستثمرين وهو ما تسعى اليه الادارة، وذلك طالما ان ما تحصل عليه من اتعاب يحسب على اساس القيمة الكلية للأموال المستثمرين في الصندوق وهذا يعني ضمنيا ان اسهم تلك الشركات لا تتداول في اسواق راس المال المنظمة وغير المنظمة ومن ثم لا تسجل اسهمها في تلك الاسواق وبالتالي لا تكون لها قيمة سوقية، كما لا يوجد مجال للمساومة بشأن السعر، فالسعر الذي تشتري به الشركة اسهمها عادة ما يساوي قيمه الاصل الصافية للسهم اما السعر الذي يباع به السهم فيساوي ايضا قيمة الاصل الصافية للسهم اذا لم

تكون هناك مصروفات شراء، اما اذا كان هناك مصروفات للشراء فان سعر السهم سوف يساوي قيمة الاصل الصافية مضافا اليها قيمه تلك المصروفات ،وعادة ما تقوم الشركة بحساب قيمة الاصل الصافية يوميا، او حتى مرتين في اليوم الواحد ويتم حسابها على اساس القيمة السوقية للأوراق المالية التي يشتمل عليها صندوق الاستثمار، وقت اجراء الحساب ،وفي بعض الشركات يتم حساب قيمة الاصل الصافية على اساس القيمة السوقية لحظة ابرام صفقة البيع او الشراء، ومما يذكر ان شركات الاستثمار في الولايات المتحدة عادة ما تنشر اسعار الشراء << bid price >> واسعار البيع << ask price or offer price >> لا سهومها في صحيفة << وولت ستريت >> ويتمثل سعر البيع كما سبق ان ذكرنا في قيمة الاصل الصافية للسهم، وذلك بالنسبة للصناديق التي لا يتحمل المستثمر فيها مصروفات الشراء << loading fees >> والتي تميز بالحرفين << NL >> أي << no loading fees >> اما بالنسبة لسعر البيع للصناديق التي يتحمل فيها المستثمر مصروفات شراء فتساوي قيمة الأصل الصافية مقسومة على (1- نسبة تكاليف الشراء التي يتحملها المستثمر) وتنقسم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة الى شركات تقوم بتسويق اصداراتها من الاسهم من خلال منافذ التوزيع (رحلات او بيوت سمسره) في مقابل رسوم شراء يدفعها المستثمر fooding وشركات تقوم بتسويق اسهمها من خلال الاعلان عنها في وسائل الاعلان او البريد ومن ثم لا يتحمل المستثمر رسوم شراء no-load ind fonds وبالنسبة لنوع الاول عادة ما لا يقل الحد الادنى لرسوم الشراء عن 1% من قيمة الاصول الصافية غير انها ترتفع كلما انخفضت قيمه الصفقة واذ كانت لا تتعدى نسبتها في ظل القانون الامريكي عن 8.5 الى ان الاشارة اليه ان النسبة الفعلية لتلك الرسوم عادة ما تزيد على ذلك طالما ان مصروفات الشراء تخصم من اصل المبلغ المستثمر فالمستثمر الذي يرغب 1000 الف جنيه قد تخصم منه مصاريف الشراء قدرها 85 جنيها لتبقى 915 جنيها تستثمر في الشراء الاسهم¹.

الفرع الثالث: طبيعة عمل شركات الاستثمار

على الرغم من وجود بعض الخصائص المشتركة بين شركات الاستثمار المختلفة الى انها تختلف في ما بينها في الاهداف والتنظيم الاداري لكل منها سياستها الاستثمارية، غير ان الهدف الاساسي لأغلبه هذه الشركات هو النمو بينما يهدف البعض منها الى زياده ارباحها، وما زال هناك بعض الصناديق التي

¹د-محمد منير ابراهيم هندي -ادوات الاستثمار في اسواق راس المال الاوراق المالية وصناديق الاستثمار -الاسكندرية-المكتب العربي الحديث طبعة 2003ص95،ص119

انشأت للاستثمار في ادوات السوق النقدي وانشأت العديد منها في سندات البلديات المعفاة من الضرائب.

بينما تقف بعض الشركات الاستثمار متأهبة لبيع وشراء اسهمها للمستثمرين المتوقعين، وبعضها لديها عدد محدود من الاسهم وتبيع وتشتري هذه الاسهم للمستثمرين فيها فقط.

كما ان لبعض هذه الشركات نوعين من الاسهم:

نوع يحصل على الايرادات الرأسمالية ونوع يحصل على الدخل كله على شكل توزيع كامل للأرباح.

كما ان هناك اسهم شركات الاستثمار التي تتداول في السوق المالي الثانوي وبأسعار تقل عن قيمه الاصول التي تمتلكها هذه الاسهم وهناك بعض الصناديق التي تجمع في محافظتها نوعين من الاسهم، اسهم الاولى تدر دخلا واسهم تعطي ايرادا رأسماليا ويسمى هذا النوع بالصناديق ثنائيه الاهداف وتشارك هذه الشركات الاستثمارية مع المؤسسات المالية الاخرى في انها تقوم بتقديم خدمات مهمه ومتنوعه للجمهور كإدارة المخاطر بواسطة المحافظ الاستثمارية عن طريق محللين وخبراء استثمار، وكذلك بإعطاء المستثمر الفرصة في تنوع استثماراته بالاستثمار غير المباشر في شركة استثمار بدلا من الاستثمار المباشر في الاوراق المالية.

كما تتيح للمستثمر الصغير ان يتحمل حصصا في اسهم بقيم كبيره على الرغم من صغر حجم مدخرته، فالكثير من هذه الصناديق تتيح للمستثمر ان يشتري اسهما فيها بمبلغ صغير.

كما تتيح للمستثمر ان يحول استثماراته الى نقد السائل باقل خساره ممكنه وفي اي وقت يريد لان اسعار اسهمها اكثر استقرارا من اسعار الاسهم الاخرى بسبب تنوع المحفظة الاستثمارية لكل منها، وتعمل هذه الشركات كمؤسسات وساطة مالية حيث تقوم بتجميع الاموال من المستثمرين المختلفين وتستثمرها في الاوراق المالية كالأسهم والسندات والاوراق المالية قصيره الاجل مثل ادوات السوق النقدي.

فاذا ارتفعت قيمه هذه الاوراق المالية التي تم الاستثمار فيها فان قيمه اسهم الصندوق ترتفع كذلك والعكس في حاله انخفاض قيمه استثمارات هذه الشركات من الاوراق المالية، فان قيمه اسهمها تنخفض وبالتالي فهي الشركات وسطاء متعاملين¹.

الفرع الرابع الشكل التنظيمي لشركات الاستثمار

كما يبدو من مسمى شركات الاستثمار، انها تأخذ الشكل التنظيمي للشركات "corporation"، فهناك مديرون يقررون سياسة الشركة بناء على قانون تأسيسها، ويشرفون على محافظ الاستثمار، ويخسرون المديرون التنفيذيين، اما السلطة المركزية لتلك الشركات، فعادة ما تكون في يد الكفيل التي اسسها، وقد يكون الكفيل بانكبر استثمار "investment banker" وهو مؤسسة تتولى شؤون اصدار الاوراق المالية للمنشآت كما قد يكون بيت للمشورة في شؤون الاستثمار "investment counselor" او "advisory firms" وهي بيوت متخصصة في بيع خدمة البحث والمشورة لغيرهم، او بيت للسمسرة "brokeragehouse" يتعامل في الاوراق المالية بيعا وشراء كما قد يكون الكفيل شركة تامين "insurence compary" يتوافر لديها كم هائل من الموارد المالية التي تسعى الى استثمارها. وبالنسبة للقرارات النهائية في شان سياسات الاستثمار فعاده ما تقع ضمن مسؤولية مدير صندوق الاستثمار المختص، اما بالنسبة لنشاط البحوث والمشورة فقد يعهد به للعاملين بالشركة، او قد يعهد به لبيوت او مكاتب متخصصة، وفي بعض الاحيان قد يتم الاتفاق بين عدد من شركات الاستثمار على تبادل المشورة فيما بينها من خلال وحدات متخصصة ضمن بنائها التنظيمي، ومما يذكر ان بنكبرات الاستثمار او بيوت المشورة التي تنشئ شركات الاستثمار عاده ما تستهدف من انشاء الشركة تسويق خدماتها اليها.

وفي حالة استئجار خدمات البحث والمشورة من منشآت متخصصة لن تكون هناك حاجة لبناء تنظيمي لشركة الاستثمار، ومن ثم فقد يقتصر الامر على وحدة لصياغة السياسات تتكون من مديري صناديق الاستثمار، وبالنسبة لخدمه حفظ الاوراق المالية المملوكة للشركة وصياغتها فعادت ما يوكل امرها في هذه الحالة الى احد المصارف او احد البيوت السمسرة، مثل هذا الاتجاه من شأنه ان يؤدي الى تخفيض تكاليف الإدارة.

¹ دكتور عبد الغفار حنيفي- دكتور رسمية زكي قريبا قص - الاسواق والمؤسسات المالية - جامعة الاسكندرية - مصر- 2001-ص99,95

ادارة شركة الاستثمار:

شركة الاستثمار- على فرض انها تشمل على صندوق واحد- هي شركة تتمثل اصولها اساسا في تشكيلة (محفظة) من الاوراق المالية من النوع الذي يسهل تسويقه ويتولى شؤون ادارته المحفظة وباقي المهام شركة إدارة منفصلة، "management company" يتم استئجارها لهذا الغرض وذلك بقرار من مجلس ادارة شركة الاستثمار، هذا هو الوصف القانوني لإدارة شركة الاستثمار اما ما يحدث فهو امر مثير، ينطبق عليه التساؤل الشائع وهو هل الدجاجة اتت اولاً ام البيضة، ويبدو ان الإجابة هنا هي ان البيض هي التي اتت اولاً فشركة الاستثمار تبدأ بمجموعة من المديرين او بيت للمشورة، يقوم باختيار مجلس ادارته الشركة (والى هنا لم تبدأ الشركة بعد) الذي يبدأ في التأسيس الفعلي للشركة، وذلك بأبرام عقد مع بيت المشورة التي سبق ان اختار اعضاء المجلس ليتولى الإدارة الفعلية ويطلق على بيت المشورة حينئذ بشركته الإدارة التي تتولى تعيين ادارته مستقلة لكل صندوق، وعادة ما يوضح العقد واجبات شركته الإدارة والاعتاب "fees" التي سوف تحصل عليها في مقابل اطلاعها بتلك الواجبات، وتحدد الاعتاب بنسبة مئوية قد تصل الى 1.5% من القيمة الكلية للمال بالمستثمر، اما واجبات الإدارة ففي مقدمتها البحث عن الاوراق المالية التي يمكن ضمها الى التشكيلة، وادارته المحفظة والواجبات الإدارية الأخرى مثل اصدار اسهم الشركة والاطلاع بالمهام الإدارية المتصلة بتسويق الاسهم كإعادة شرائها ومشابها ذلك.

وتضيف انه لما كانت رسوم الخدمة تتحدد على اساس القيمة الكلية للاستثمار في الصندوق، فان شركته الإدارة عادة ما تعمل على تأسيس اكبر عدد ممكن من الصناديق، لتلبي احتياجات مختلفة لفئات المستثمرين مثل هذا الاجراء يتوقع ان ينعكس ايجابيا على الرسوم التي تحصل عليها شركته الادارة. كما يتمخط عنه العديد من مزايا الحجم الكبير "economies of scale" التي تعود بالنفع على المستثمرين وحتى يكتمل لدى القارئ اطار كامل من ادارته الشركات الاستثمار، قد يكون من الملائم ان تعرض في هذا القسم لسياسات الاستثمار الرئيسية التي تحكم ادارته الصناديق الاستثمار، والتكاليف المقررة ان يتحملها المستثمر، والكيفية التي يمكن بها المستثمر ان يشتري اسهم الشركة واخيرا ادارته حساب العميل.

1_السياسات الاستثمار:

تختلف شركات الاستثمار في ما بينها في شان سياسات الاستثمار "investment policies" المتبعة، ويأتي في مقدمه هذه السياسات سياسه التنوع المحفظة اي سياسه تنوع مكونات صندوق الاستثمار فهناك الشركات تفترض ان المستثمر يوجه كل مخصصات الاستثمار لشراء اسهمها بما يعني انه ليس له محفظة اوراق ماليه خاصه به، في ظل هذا التصور يصبح من المتوقع ان يتضمن الصندوق تشكيله من الاوراق المالية على درجه عالية من التنوع وعلى النقيض من ذلك هناك شركات تفترض ان المستثمر يمتلك محفظة خاصه به ، وان اسهمها ليست سوى واحده من مكونات تلك المحفظة، ومن ثم فإنها لا تستهدف بلوغ مستوى عالي من التنوع ولكل سياسه مؤديها الذين يفصلونها على السياسة الاخرى. ونظرا لأهمية التنوع الجيد للغالبية المستثمرين في تلك الصناديق فقط حدد قانون شركات الاستثمار الامريكي الصادر عام 1940 سيمات شركه الاستثمار التي تولي اهميه خاصه لسياسه التنوع في مقدمه تلك السيمات ان يتوافر في 75% على الاقل من استثمارات الصندوق شرطان اساسيان: الشرط الاول ان لا يزيد الاستثمارات الصندوق المالية التي يتصدرها جهة معينه عن 5% من القيمة الكلية في التشكيلة التي يتضمنها الصندوق، اما الشرط الثاني فهو ان لا يزيد الاستثمار في ورقه ماليه معينه عن 10% من مجموع الاصدار من تلك الورقة، اما الحكمة من اعفاء باقي الاستثمار بالصندوق (125) من متطلبات التنوع المشار اليه، تشجيع الشركات الاستثمار لتوجيه جزء من مواردها للاستثمار لرؤوس اموال المنشآت الصغيرة، اذ يمكن ان توجه تلك النسبة الكامل الى الاستثمار في شركة واحده او عدد محدود من الشركات .

2_ تكاليف الاستثمار:

اضافه الى التكاليف الخفية التي سنعرض لها في نهاية هذا الجزء انواع من التكاليف الصريحة التي يتكبدها المستثمر، وتتمثل هذه التكاليف في رسوم شراء اسهم الشركة واتعاب الادارة، وتكلفة المعاملات، والمصاريف الادارية، يضاف اليها نوع خامس وهو رسوم الاستيراد التي يتكبدها المستثمر عندما يرغب في استرداد قيمة السهم .

2_1 رسوم شراء الاسهم:

يقصد برسوم شراء الاسهم العمولة التي يدفعها المستثمر عندما يشتري السهم من خلال الوسطاء سماسرة كانوا او تجار، مثل هذه الرسوم لا وجود لها عندما يتم شراء السهم من اداره الصندوق

نفسه، ونضيف انه بالنسبة للصناديق ذات النهاية المفتوحة تناسب تلك الرسوم تناسباً عكسياً مع حجم المبلغ المستثمر، وان كان الحد الأقصى لها في الاسواق الأمريكية لا يتجاوز 8.5% من قيمه الاصل الصافية كما اشرنا سابقاً، اما بالنسبة للصناديق ذات النهاية المغلقة فان حجم تلك الرسوم يماثل مقدار عموله السمسرة التي يدفعها المستثمر عند ابرام الصفقة مماثلة للشراء مباشر لاسهم منشآت الاعمال، وهذا ويمكن للمستثمر ان يتعرف بسهولة على قيمه تلك الرسوم بمجرد اطلاعه على صحيفه تنشر اسعار اسهم الشركات الاستثمار، ففي صحيفه " وول ستريت" يمكن حساب قيمه تلك الرسوم بطرح قيمه الاصل الصافية NAV من السعر الذي يباع به السهم.

2_2 رسوم واتعاب الإدارة:

يقصد باتعاب الإدارة الرسوم السنوية التي يدفعها المستفيد مقابل ادارته صندوق الاستثمار، والتي تتمثل في الخدمات التي يقدمها القائمون على تحليل الاوراق المالية، او تلك التي تقدمها ادارته الصندوق وتبلغ تلك التكاليف في المتوسط 5% من القيمة السوقية الكلية للتشكيلة ونتيجة لربط اتعاب الإدارة بالقيمة السوقية الكلية مكونات الصندوق تسعى الإدارة جاهدة لزيادتها القيمة ويتم ذلك اما من خلال الاداء الجيد الذي من شأنه ان يحدث تحسناً في القيمة السوقية للاسهم - ويترك اثره بالتالي على قيمه الاصل الصافية- او من خلال الحملات الاعلانية لجذب المزيد من المستثمرين.

2_3 رسوم استرداد الاسهم:

يقصد برسوم الاسترداد تلك الرسوم التي قد يتكبدها المستثمر عندما يتقدم لشركه الاستثمار ذهبت النهاية المفتوحة، طلباً لاسترداد قيمه السهم ولا توجد نسبة محددة لتلك الرسوم فهي تتراوح في متوسط ما بين 4% و5% من قيمه الاصل الصافية، بل وقد تزيد عن ذلك وغالباً ما تقتصر تلك الرسوم على صناديق الاستثمار التي لا توجد فيها رسوم شراء او تلك التي تكون فيها رسوم الشراء منخفضة.

2_4 تكاليف المعاملات:

يقصد بتكاليف المعاملات العمالات التي يدفعها الصندوق للسماسة عن عمليات شراء الاوراق المالية التي يشتمل عليها الصندوق وبيعها وتبدو اهمية هذا النوع من التكاليف في حاله الصناديق ذات

الإدارة النشطة التي تسعى الى اغتنام اي فرصة متاحة تكون فيها القيمة السوقية لورقه ماليه ما اقل او اكبر من قيمتها الحقيقية، على النحو الذي سبقت الإشارة اليه، بل وقد يصل الامر الى التغيير الذي تجريه الإدارة سنويا في مكونات التشكيلة او المحفظة نتيجة لعملية البيع والشراء او ما يطلق عليه بمعدل المحفظة قد يتضمن بيع او شراء كميته من الاوراق المالية تتراوح قيمتها بين 20% الى اكثر من 100% سنويا، وهو ما يعني ان مكونات المحفظة قد يدخل عليها تغيير كامل في كافته مكوناتها اكثر من مره واحده في السنه.

2_5 المصاريف الادارية:

يقصد بالمصاريف الإدارية الاجور والمرتببات المدفوعة للعاملين في الصندوق والايجارات والمصاريف القانونية والمحاسبية.....ومشابه ذلك، وعادة لا تتجاوز القيمة السوقية السنوية لتلك المصاريف عن 5% من القيمة الكلية الاستثمارات الصندوق، وتعد تلك التكاليف خصوصا رسوم الشراء وتكاليف المعاملات كبيره الى الحد الذي يجعل صناديق الاستثمار اداه غير جذابه لأولئك الذين يخططون لاستثمار مدخراتهم لفترة قصيرة بل ويكشف الواقع عن وجود تكاليف اخرى خفيه يتحملها المستثمر وبالطبع ينبغي اخذ تلك التكاليف الخفية في الحسبان عند المفاضلة بين الصناديق التي يواجهها المستثمر مدخراته.

3_ طرق شراء الاسهم:

تتيح معظم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة اساليب بديله للشراء اسهمها، تتمثل تلك الاساليب في الشراء النمطي او العادي، والشراء طبقا لخطه تجميع مدخرات اختياريه واخيرا الشراء طبقا لخطه تجميع مدخرات تعاقدية.

4_ ادارة حساب العميل:

الى جانب البدائل المتاحة لشراء اسهم شركات الاستثمار، توفر بعض الشركات ذات النهاية المفتوحة خططا واتفاقيات بديلة لإدارة استثمارات عملائها، ومن ابرز تلك الخطط خطة اعادة استثمار التوزيعات و خطة دخل التقاعد، وخطة ترتيبات السحب المنتظم واتفاقيات التبديل او التغيير.¹

¹ - مرجع سابق

المطلب الثاني : صناديق الاستثمار

تقوم شركات الاستثمار التي تكلمنا عنها في المطلب الاول بتشكيل عدد من صناديق الاستثمار الا انه يمكن ايضا لهذه الصناديق ان تشكل من طرف البنوك سواء تقليديه او اسلاميه او شركات التامين الخاصة في الدول النامية.

الفرع الاول :تعريف صناديق الاستثمار

تعريف صناديق الاستثمار: من وجهة نظر الاقتصاد الوضعي تمثل صناديق الاستثمار "وعاء استثماري لتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محفظة الأوراق المالية وهذا ما لا يستطيع الأفراد تحقيقه، فهي أحد الأسباب الحديثة في إدارة الأموال، وذلك وفقا لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم الخدمية ودرجة تقبلهم للمخاطر لتحقيق المزايا التي لا يمكن تحقيقها منفردين مما يعود بالفائدة على المصرف أو على الشركة التي تؤسس صناديق الاستثمار وعلى المدخرين وعلى الاقتصاد الوطني ككل، وهي وسيلة لتمويل عمليات الاقتصاد الوطني عن طريق ربط المدخرات الوطنية بأسواق المال بما يحقق حماية للمستثمرين فهي وجدت خصيصا لخدمة فئة معينة من المستثمرين وبخاصة صغار المدخرين بإيجاد وسيلة لتنويع استثماراتهم بصورة لا تتاح إلا بوجود محفظة مالية كبيرة"¹.

الفرع الثاني :نشأة صناديق الاستثمار

تعتبر صناديق الاستثمار احدى الوحدات العاملة في مجال الاوراق المالية وتمثل شكلا من اشكال التنظيم الحديثة التي تعمل على ادارة الاموال وفقا لرغبات جمهور المستثمرين واحتياجاتهم ودرجه تقبلهم للمخاطر تم انشاء صناديق الاستثمار في الربع الاول من القرن التاسع عشر في اوروبا وتحديدا هولندا عام 1822 ميلادي تلتها انجلترا عام 1870 ميلادي ثم مرت صناديق الاستثمار بالعديد من التطورات والتغيرات التي طرأت على عالم الاقتصاد والمال حتى وصلت الى شكل يقارب ما هي عليه الان وقد تبلورت فكره صناديق الاستثمار بالمفاهيم القائمة حاليا في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924 ميلادي حينما انشا صندوق في بوسطن باسم Massachusetts unvestissement trust على يد استاذ

¹الاستاذة كحلي فتيحة وبودية فاطمة -طبيعة البعد الاقتصادي والاجتماعي لصناديق الاستثمار الاسلامية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة -ملتقى دولي حول المالية الاسلامية صفاقص جمهورية التونسية يومي 27-29 جوان 2003

جامعه هارفرد الأمريكية استمرت هذه الصناديق بعد ها في التوسع والتنوع داخل الولايات المتحدة وخارجها ولا سيما بعد الحرب العالمية الثانية حتى وصلت في عام 1966 الى نحو 550 صندوقا استثماريا وبلغ صافي اصولها نحو 50 مليار دولار امريكي واستمرت صناديق خلق الاستثمار في التزايد السريع حتى وصل عدد الاجمالي في منتصف 2005 الى نحو 56 الف صندوق استثمار على مستوى العالم.

وعلى الصعيد العربي كانت المملكة العربية السعودية الاسبق الى خوض هذه التجربة حين انشا البنك الاهلي التجاري اول صندوق استثماري باسم صندوق الاهلي للدولار قصير الاجل في ديسمبر 1979 في حين صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية بعد هذا التاريخ بنحو 14 عاما اي في بداية عام 1993 و استمرت البنوك السعودية نتيجة لنجاح هذه التجربة في اصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة

اما باقي الدول العربية فقد خاضت التجربة نفسها بنسب متفاوتة من النجاح والاقبال واتسمت اغلب تلك التجارب بصدور الصناديق الاستثمارية قبل صدور التشريعات المنظمة لها وجاءت الكويت ثاني دوله عربيه بعد السعودية في خوض تجربته الصناديق الاستثمارية اذ بدأت تجربتها في عام 1985 بعد نحو عقد من الزمن وهي مصر والبحرين وعمان عام 1994 المغرب عام 1995 ثم لبنان عام 1996 و اخيرا الاردن عام 1997

الفرع الثالث :تصنيف صناديق الاستثمار

عاده ما تشكل شركه الاستثمار عددا من الصناديق يدير كل منها فريق اداره مستقل ويمكن تصنيف تلك الصناديق على اساس تشكيله الاوراق المالية المكونة لها كما تصنيفها على اساس هذا الصندوق والتي عاده ما يحدد بطريقه تلائم فئه معينه من المستثمرين

تصنيف صناديق الاستثمار وفقا المكونات التشكيلية

يشير ريلي الى امكانيه تصنيف تشكيله الاوراق المالية المكونة لصناديق الاستثمار في اربع مجموعات صناديق اسهم عادية وصناديق متوازية ثم صناديق سوق النقد

صناديق اسهم العادية :

على الرغم من ان صناديق الاسهم العادية تشمل فقط على اسهم عادية فإنها تختلف في ما بينها باختلاف سمات تلك الاسهم فهناك الصناديق التي تركز على الاسهم العادية التي تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو وهناك صناديق تركز على الاسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في الصناعة معينة بل وربما المنشآت العاملة في منطقه جغرافية معينة وهكذا لذا فان القرار الاول الذي ينبغي ان يتخذه المستثمر هو ما اذا كان يرغب في استثمار امواله في اسهم عادية ام لا واذا كانت الإجابة بنعم حينئذ يصبح قراره التالي هو اختيار نوعيه الاسهم التي يفضلها

صناديق السندات:

يقصد بصناديق السندات تلك التي تتكون من سندات فقط وفي هذا السدد توجد صناديق تتكون من تشكيله من سندات تصدرها منشئات الاعمال وبعد السندات التي تصدرها الحكومة بشكل يتسنى معه خدمه قطاع معين من المستثمرين هناك صناديق التي تتكون من سندات مرتفعة الجودة التي تولد عائدا منخفضا نسبيا ولكنها تنطوي على مستوى منخفض من المخاطر بما يتناسب ظروف المستثمر غير الراغب او غير القادر على تحمل المخاطر كذلك هناك الصناديق المختلطة اي تلك التي تشتمل على مجموعات من السندات تتباين من حيث الجودة وتتباين معها المخاطر والعوائد المتولد بما يتناسب مع فئات مختلفة من المستثمرين الذين تختلف رغبتهم وقدرتهم على تحمل المخاطر.

الصناديق المتوازنة:

يقصد بالصناديق المتوازنة تلك التي تشتمل على مزيج من اسهم عادية واوراق ماليه اخرى ذات دخل ثابت مثل السندات التي تصدرها الحكومة ومنشئات الاعمال والسندات القابلة للتحويل الى اسهم عادية والاسهم الممتازة لذا يطلق عليه ايضا الصناديق المنوعة وبالطبع تختلف نسبة الاسهم باختلاف الاهداف المحددة للصندوق

صناديق سوق النقد :

يقصد بصناديق سوق النقد " « Money Market Funds تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل. التي عادة ما تتداول في سوق النقد، أي من خلال مؤسسات مالية كالمصارف التجارية، إضافة إلى بيوت السمسرة المتخصصة في التعامل في تلك الأوراق. ومن الأمثلة

على الأوراق المالية قصيرة الأجل أذونات الخزانة، وشهادات الإيداع (الاستثمار). والكمبيالات المصرفية

تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للأهداف المقررة

صناديق النمو:

يهدف القائمون على إدارة صناديق النمو "Growth Funds" إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق، لذا عادة ما تشتمل تلك الصناديق على أسهم عادية للمنشآت التابعة لصناعات تتسم بدرجة عالية من التمويل وربما منشآت معينة - في داخل تلك الصناعات - تظهر سجلاتها نمواً مضطرباً في المبيعات، وفي الأرباح المحتجزة التي تنعكس آثارها على القيمة السوقية للسهم. أي على نمو الأموال المستثمرة، وبإعادة استثمار الأرباح المحتجزة يتولد المزيد من الأرباح التي يعاد استثمارها مرة أخرى، لتنعكس على القيمة السوقية للسهم وهكذا، وعادة ما تناسب تلك الصناديق المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع، في الوقت الذي يخضعون فيه الشريحة ضريبة عالية، خاصة في ظل نظام يكون معدل الضريبة فيه على التوزيعات والفوائد (الربح الإجمالي مرتفعاً عن معدل الضريبة على الربح الرأسمالي (أي الربح - الناجم عن بيع الاستثمار بقيمة أكبر من القيمة الذي سبق أن اشترى به) كما قد تناسب تلك الصناديق كذلك المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم فيها لتغطية نفقات معيشتهم

صناديق الدخل:

تناسب صناديق الدخل "Income Funds" أولئك المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم. لذا. عادة ما تشتمل التشكيلة على سندات وأسهم منشآت كبيرة ومستقرة "Blue-Chip" توزع الجانب الأكبر من الأرباح المتولدة، مثل هؤلاء المستثمرين عادة ما يخضعون لشريحة ضريبية صغيرة، أو ربما لا يخضعون للضريبة على الإطلاق، وهو ما يعني عدم اهتمامهم بالفرق بين معدل الضريبة على التوزيعات والفوائد ومبدا الضريبة على الأرباح الراس مالية

صناديق الدخل والنمو:

نستهدف صناديق الدخل والنمو أولئك المستثمرين الذين يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء المعيشة، ويرغبون في الوقت نفسه تحقيق قدر من النمو المضطربة لاستثماراته، مثل هذه الصناديق عادة ما تتكون من تشكيلة من الأسهم العادية والأوراق المالية ذات الدخل الثابت (الصناديق المتوازنة). وعادة ما تمثل الأسهم العادية بتشكيلة واسعة قد تتضمن أسهم منشآت الخدمة العامة (مياه، كهرباء هاتف ..) في مناطق تتسم بمعدل مرتفع للنمو السكاني. ويمكن التمييز في هذا الصدد بين صناديق الدخل والنمو التي تعطي فيها الأولوية لهدف الدخل وصناديق النمو والدخل التي تعطي فيها الأولوية لهدف النمو.

صناديق ادارة الضريبة:

يقصد بصناديق إدارة الضريبة تلك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمار ما يتولد من أرباح في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها وبالطبع ليس هناك محل لدفع الضريبة طالما لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقدا فالضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم أما وعلوها فهو الفرق بين حصيلة البيع والمبلغ الأصلي المستثمر هذا النوع من الصناديق وما يلائم المستثمر الذي يرغب في تأجيل دفع الضريبة إلى سنوات لاحقة، كما قد يلائم المستثمر الذي يخضع لشريحة ضريبية عالية في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل التريبة الضريبة على الربح الاداري أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي.

الصناديق ذات الأهداف المزدوجة:

الصناديق ذات الأهداف المزدوجة هي نوع خاص من الصناديق ذات النهاية المغلقة التي يمكنها تلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين، المستثمرين الذين يهدفون إلى الحصول على دخل "Income" من استثمارهم، ربما لاعتمادهم على ذلك الدخل في تغطية أعباء معيشتهم والمستثمرين الذين يهدفون إلى تحقيق نمو مضطربة لاستثماراتهم خاصة إذا ما كان معدل الضريبة على التوزيعات يقل عن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية.¹

الفرع الرابع: مزايا ومخاطر الاستثمار في الصناديق الاستثمارية

¹ -د-منير ابراهيم هندي ص120-129 مرجع سابق

لا يوجد اي مجال استثماري سهلة تماما من المخاطر وقد توصلنا في بحثنا هذا الى نتيجة عامة مؤداها ان صناديق الاستثمار تحقق مزايا عديدة لكل من المدخرين المتعاملين معها وكذلك الحيات الناشئة لها من بنوك وشركات المساهمة التي انشأت خصيصا لتأسيس صناديق الاستثمار وهو ما يعود بالنفع والفائدة على الاقتصاد الوطني ككل

مزايا صناديق الاستثمار

1-1 التنوع:

تؤدي عملية التنوع الى قدر كبير من الاستقرار في العائد و الحماية لرأس المال ،لان توزيع الاموال على استثمارات ذات مدد مختلفة ودرجات متنوعة من المخاطر من حيث النوعية الاستثمار والموقع الجغرافيالخ يحقق هذه النتيجة

1_2 الادارة المتخصصة :

يمكن للصندوق الاستثماري توظيف مهارات عالية من المتخصصين ذوي الخبرات الطويلة و القدرات المتميزة في مجال ادارة الاموال نظرا الحجم الكبير للصندوق .

1_3 السيولة:

تدل دراسات كثيرة على ان السيولة تعد اكثر العناصر اهمية بالنسبة لصغار المدخرين ولذلك يمكن القول ان صناديق الاستثمار توفر سيولة عالية بتكاليف متدنية لا يمكن الحصول عليها من خلال الاستثمار المباشر .

1_4 الاقتراض (الرافعة):

من المميزات التي تستفيد منها الصناديق الاستثمارية ولا تتوفر للأفراد ذوي المدخرات القليلة في مسالة افتراض الصندوق للأموال لرفع قدره على الاستثمار وهو ما يسمي بالرافعة

2-مخاطر صناديق الاستثمار:

1_2 مخاطر السوق:

تعد الظروف الاقتصادية العامة مثل الكساد او الظروف السياسية احد اهم المخاطر المنتظمة لكن يمكن الحد من تأثيرها من خلال متابعة مختلف الدراسات الاقتصادية و التوقعات المستقبلية والتقليل هذه المخاطر عن طريق تنوع الاستثمار بين ادوات و قطارات مختلفة .

2_2 المخاطر غير المنتظمة:

هي مخاطر الاستثمار الناتجة عن حدث غير متوقع في احدى القطاعات او في ورقة مالية بعيها واذ كانت هذه المخاطر يصعب التنبؤ بها الا انه يمكن الحد من آثار هذه المخاطر بتنوع مكونات المحفظة المالية للصندوق.

2-3 مخاطر عدم التنوع والتركيز:

هي المخاطر التي تنتج عن التركيز في عدد محدود من الاستثمارات مما يؤدي إلى عدم تحقيق استقرار في العائد .

2_4 مخاطر التضخم :

وهي المخاطر الناشئة عن انخفاض القوة الشرائية لأصول المستثمر نتيجة تحقيق عائد يقل عن معدل التضخم ويتم التعامل مع هذه المخاطر عن طريق تدوير استثمارات الصناديق بين الاسهم والادوات الاستثمارية ذات عائد متغير.

2_5 مخاطر السيولة :

هي مخاطر عدم تمكن مدير الصندوق من تسهيل بعض استثمارات الصندوق للوفاء بالتزاماته او لسداد طلبات الاسترداد .

2_6 مخاطر المعلومات :

تمثل هذه المخاطر في عدم توافر المعلومات اللازمة من اجل اتخاذ القرار الاستثماري نظرا لعدم تمتع السوق المستثمر فيه بالإفصاح والشفافية والاستقرار.

2_7 مخاطر تقلبات اسعار الصرف: العملة:

هي المخاطر المرتبطة بطبيعة الاستثمار في الاوراق المالية بعملة اجنبية مختلفة .

8_2 مخاطر الارتباط:

وهي المخاطر التي تترتب على الاستثمار في قطاعات مرتبطة والتي تؤثر فيها نفس العوامل واحد من ذلك، الاعتماد على سياسة التنوع بهدف خفض مخاطر الارتباط

9_2 مخاطر العمليات :

تنجم مخاطر العمليات عن الاخطاء أثناء تنفيذ او تسوية اوامر الاكتتاب والبيع والشراء للأوراق المالية بالإضافة إلى التعاملات المصرفية .

10_2 مخاطر التغيرات السياسية :

تنعكس حالة السياسة للدول المستثمر فيها على أداء الاسواق المالية بهذه الدول وتجدر الاشارة ان الصندوق تتكاثر نتائجه في السوق التي يستثمر فيها ومدى التأثير المباشر بالأوضاع السياسية والاقتصادية السائدة في تلك الدول .

11_2 مخاطر تغير اللوائح والقوانين :

هي المخاطر التي تنتج عن تغيير بعض اللوائح والقوانين في الدول المستثمرة فيها مما قد يؤثر بالسلب او بالإيجاب على بعض القطاعات المستثمرة فيها

12_2 مخاطر التوقيت :

تتمثل في توقيت شراء او بيع الاوراق المالية فالشراء عند وصول السوق الى القمة او عند بداية هبوط السوق ينطوي على قدر اكبر من المخاطرة مقارنة بالشراء في بداية صعود السوق والعكس صحيح في حالة البيع .

13_2 مخاطر تغيير سعر الفائدة :

وهي المخاطر التي تنتج عن انخفاض القيمة السوقية للأدوات ذات العائد الثابت نتيجة ارتفاع اسعار الفائدة.

2_14 مخاطر الائتمان وعدم السداد :

هي المخاطر الناشئة عن عدم قدرة مصدر الورقة المالية على سداد القيمة الاستردادية عند الاستحقاق او سداد قيمة التوزيعات النقدية في تاريخ استحقاقها .

2_15 مخاطر الاستدعاء او السداد المعجل :

وتتمثل مخاطر استدعاء جزء او ادوات العائد الثابت وسدادها قبل موعد استحقاقها وذلك نتيجة لتغيير سعر الفائدة .

2_16 مخاطر القوة القاهرة :

وهي تتمثل في حدوث اضطرابات سياسية في البلد او غيرها من الظروف الاستثنائية بدرجة تؤدي الى إيقاف التداول في سوق الاوراق المالية او وقف عمليات الاسترداد.¹

المطلب الثالث: تقييم صناديق الاستثمار ودور الوساطة المالية في تفعيل ادائها.

تعد عمليات تقييم صناديق الاستثمار من بين اهم العمليات التي تساعد المستثمر على معرفه مدى نجاعة استثماره من عدمه في نوع من صناديق الاستثمار على نوع اخر.

الفرع الاول: الاساليب المستعملة في قياس الاداء.

تمت اسلوبان اساسيان لتقييم اداء صناديق الاستثمار هما الاسلوب البسيط الذي يناسب المستثمر العادي والاسلوب المزدوج الذي يناسب المستثمر ذا المعرفة الواسعة لشؤون الاستثمار إضافة الى ملائمة لبيوت السمسة من استخدام هذين المداخلين الا ان عليه ان يأخذ في الحسبان جوانب اخرى للأداء سنعرض لها فيما بعد وقبل ان نلقي الضوء على تلك المداخل قد يكون من الملائم تناول التقارير المالية التي تنشرها شركات الاستثمار والتي تمثل الاساس الذي يقوم عليه التقييم

التقارير المالية والبيانات المنشورة:

¹ - زهرة مرجاوي - فتحة حلامية - دور صناديق الاستثمار الاسلامية في تفعيل اداء البنوك الاسلامية - رسالة ماستر - كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية تبسة - 2015-2019 ص76

إلى جانب البيانات التي تنشرها الصحف يومياً عن قيمة الأصل الصافية للسهم وعن الأرباح الإيرادية والرأسمالية الموزعة، تتيح شركات الاستثمار لحملة أسهمها عدداً من التقارير السنوية وربع السنوية في مقدمة تلك التقارير الميزانية العمومية وقائمة الدخل إلى جانب بيانات مالية أخرى. ومن الأمثلة على تلك البيانات قائمة الأوراق المالية التي استثمرت فيها موارد الشركة. إضافة إلى تصنيف تفصيلي لتلك الأوراق. وشرح تفصيلي للأرباح والخسائر غير المحققة - أي التي تتمثل في ارتفاع أو انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية تتضمنها بعض صناديق الاستثمار وتحليل لهدف الشركة وسجلها الاستثماري، ولا يقتصر الأمر على تلك البيانات، إذ عادة ما تتيح الشركة لحملة أسهمها بيانات تكميلية. ويوضح جدول 1-1 أمثلة لتلك البيانات - في مقدمة البيانات التي يتضمنها الجدول القيمة السوقية للأصول وليس قيمتها الدفترية، وهو ما يعني إمكانية حساب قيمة الأصل الصافية للسهم العادي، وذلك بقسمة القيمة السوقية للأصول بعد استبعاد قيمة الأموال المفترضة وقيمة الأسهم الممتازة المصدرة (6050000 جنيه) على عدد الأسهم العادية (110000 سهم). كما يشير الجدول كذلك إلى أرباح رأسمالية غير محققة (زيادة في القيمة السوقية للأصول) قدرها 964500 جنيه، ولو فرض أن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية 60%. فإن قرار المنشأة بعدم بيع تلك الأصول : يعني ضرائب قدرها 1969000 جنيه، هناك كذلك صافي ربح الاستثمار الذي يتمثل في قيمة التوزيعات والفوائد وغيرها من مصادر الدخل (277166 تأجيل دفع جنهما) مطروحاً منها مصروفات الأصيل (26616 جنهما) التي تتمثل في أتعاب الإدارة، وتكلفة البحوث، والضرائب الأخرى (غير ضريبة الدخل التي يخضع لها حملة الأسهم أنفسهم). ومن الملاحظ أن التوزيعات لكل سهم منخفضة، غير أن المستثمر يدرك أن تلك التوزيعات لا تمثل كل مستحقاته، فهناك نصيبه في الأرباح الرأسمالية المحققة، إضافة إلى نصيبه في الأرباح غير المحققة

وكما يبدو فإن هذه البيانات من شأنها أن تزود حملة الأسهم بمعلومات مفيدة، كما يمكنهم أن يستخلصوا منها مؤشرات أخرى إضافية، بل وإذا ما توفرت بيانات مقارنة عن سنة أو سنوات سابقة. لأمكن استخلاص الكثير من النتائج، وبعد هذه المقدمة عن البيانات المنشورة نعرض لقياس أداء صناديق الاستثمار

قياس أداء صناديق الاستثمار يمكن التمييز في هذا الصدد بين أسلوبين بديلين لقياس أداء صناديق الاستثمار، هما: الأسلوب البسيط والأسلوب المزدوج

الأسلوب البسيط: تنشر شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة يوميا قيمة الأصل الصافية للسهم، وكذا الأرباح الإزادية والرأسمالية الموزعة وذلك لكل صندوق على حده ، وتعد هذه المعلومات كافية

(1_1) بعض البيانات المالية الاضافية لا حدى شركات الاستثمار عن سنة مالية ما

	الاصول بالجنيهات
6482000	-القيمة السوقية لمجموع الاصول
300000	-مبلغ مستحقة للغير
6182000	-الاصول الاستثماري
123000	-اسهم ممتازة مباعه بقيمتها الاسمية
605000	-اصول استثمارية ممولة من حصيلة الاسهم العادية المصدرة
55	-قيمة الاصل الصافية للسهم العادي
	الارباح الرأسمالية
145200	-ارباح رأسمالية محققة ناجمة عن بيع الاصول
1.32	-نصيب السهم العادي من الارباح الرأسمالية المحققة
964500	-ارباح رأسمالية غير محققة
	صافي الربح
688166	-التوزيعات والفوائد وغيرها
26616	-مصروفات التشغيل
261550	-صافي ربح الاستثمار
1155	-توزيعات الاسهم الممتازة
250000	-صافي الدخل لحملة الاسهم العادية
6.67	-صافي ربح الاستثمار لكل سهم عادي
	التوزيعات لكل سهم عادي

6.67	-توزيعات من الارباح الايرادية
1.12	-توزيعات من الارباح الرأسمالية
110000	-عدد الاسواق

المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على مذكرة دراسة مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية والاسلامية، 2019-2020، ص 41

القيمة الدفترية للسهم 40 جنيها ويحق لحاملي السهم توزيعات قدرها 3.5 جنيها سنويا.
لحساب قيمة مؤشر بسيط ومفيد. هو معدل العائد على الاموال المستثمرة في الصندوق الذي توضحه المعادلة:

$$م = \frac{(ق - 1) + ي + ر}{ق}$$

حيث ق-1 تمثل على التوالي قيمة الاصل الصافية في بداية ونهاية الفترة التي يحسب عنها وفق (ق+1) تمثل الارباح الرأسمالية غير المحققة والتي تعكس تحسنا في قيمة السوقية التشكيلية، امام تمثل معدل العائد على الاستثمار، واخيرا تمثلي، ر على التوالي الارباح الارادية والارباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة. ولتوضيح كيفية حساب هذا المعدل دعنا نفترض القيمة الاصل الصافية للسهم في بداية الشهر ما كانت 30 جنيها، ارتفعت الى 30,11 جنيها في نهايته، افترض كذلك ان تصيب السهم من الارادية والرأسمالية 15 قرشا، 16 قرشا على التوالي في ضوء تلك المعلومات سوف يبلغ معدل العائد على الاستثمار في هذا الشهر 1,67%

$$م = \frac{(30 - 3,11) + 15 + 16}{30} = 1.67\%$$

و يمثل هذا المعدل مقياسا للحكم على اداء مدير الصندوق في الشهر محل التحليل، ولكنه لا يمثل معدلا لعائد الذي حققه المستثمر لماذا؟ لان المستثمر ربما يكون قد تكبد مصروفا ورسوم شراء للسهم الذي يملكه، فلوانه كان قد اشترى السهم في بداية الشهر ودفع حينذاك رسوما قدرها 75 قرشاً عن السهم فنالت كلفة الكلية لشراء السهم الواحد تصبح 30,75 جنهما وليس 30 جنهما، وهو ما يعني في النهاية معدل سالب للعائد على الاستثمار قدره 1,63%- في ذلك الشهر :

$$-1.63\% = \frac{(16 + r_{15} + (30,75 - 30.11))}{30} = م$$

ولكن لماذا يمثل العائد الاول (1.67%) المقياس لكفاءة اداء ادارة الصندوق ؟ لان تكلفة الشراء التي دفعها المستثمر لشراء السهم المتحصل عليها من ادارة الصندوق الى متستخدم في الاستثمار بل يحصل عليها اولئك الذين يقع على كاهلهم مسؤولية التسويق الاسهم المصدرة.

هذا ومن الملائم ان يقوم المستثمر بمقارنة معدلا لعائد على الاستثمار التي حققه الصندوق الذي يستثمر فيه اموالهم معدلا لعائد على الاستثمار للصناديق اخرى مماثلة.

الاسلوب المزدوج :

يعاب على الاسلوب البسيط في تقييم صناديق الاستثمار تركيزه على العائد دون ان يأخذ المخاطر في الحسبان، فقد يحقق صندوق ما عائدا اكبر من العائد الذي يحققه صندوق اخر غير ان الزيادة في العائد قد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي يقدم عليها الاستثمار فيه، مقارنة بالصندوق الثاني و لتجنب ذلك العيب فقد اقترحت بدائل لقياس مستوى اداء صناديق الاستثمار وهي بدائل تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطر، وهذا هو السبب الذي من اجلها طلقنا هذه الاساليب الأساليب المزدوجة ومن ابرزها مقياس شارب ومقياس ترينور.

مقياس شارب:

قدم وليام شارب Sharpe's index مؤشرا لقياس اداء المحفظة الاوراق المالية والذي ينطبق بالطبع على صناديق الاستثمار يطلق عليه نسبة المكافاة الى التقلب (المخاطر) التي توضحه المعادلة التالية :

$$\frac{\text{ط} - \text{ل}}{\text{س}} = \text{المؤشرقيمة}$$

حيث ط تمثل العائد على الاستثمار، ل تمثل متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، اما s فتمثل الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمار الذي هو مقياس للمخاطر الكلية (تقلب العائد) الذي ينطوي عليه الاستثمار يتضمن متوسط معدل العائد على الاستثمار في هذا الصدد التغيير في قيمة السهم الذي تصدره شركة الاستثمار (قيمة ق-1-ق في المعدل) اضافة التوزيعات و الارباح الرأسمالية الصافية التي يحصل عليها المستثمر خلال الفترة، اي بعد خصم المصاريف الادارية واتعاب الادارة اما رسوم الشراء فلا يتم خصمها طالما ان الشركة لا تحصل عليها ولا تسجل بالتالي في دفاتها.

مقياس ترينور:

يقوم مقياس ترينور على فكرة ان المستثمر العادي يمكنه من خلال التنوع الساذج او البسيط ان يتخلص كلياً من المخاطر الخاصة او غير المنتظمة ويقصد بالتنوع الساذج تشكيل محفظة الاوراق المالية من حوالي عشر اوراق مالية مختارة عشوائياً ويقضي المقياس بانه اذا كان التخلص من المخاطر غير المنتظمة هو امر يسير الى هذا الحد، فانه يمكن الادعاء بان الادارة المحترفة التي تتولى صناديق الاستثمار يمكنها ان تشكل مكونات تلك الصناديق بطريقة تجعلها تنطوي فقط على المخاطر المنتظمة، بعبارة اخرى ان مقياس مخاطر صناديق الاستثمار ينبغي ان يتمثل في معامل بيتا "beta coefficient" وليس في الانحراف المعياري وتوضيح المعادلة الاتية كيفية قياس اداء صناديق الاستثمار في ضوء تلك الفكرة:

$$\frac{\text{ط} - \text{ل}}{\text{تا}} = \text{المؤشرقيمة}$$

حيث تمثل "تا" معامل بيتا لتشكيل الاوراق المالية التي يتكون منها صندوق الاستثمار. وكما يبدو فان الاختلاف بين المعادلة الاولى والمعادلة الثانية يكمن في الكيفية التي تقاس بها المخاطر، ففي المعادلة الاولى تقاس المخاطر بالانحراف المعياري، وهو ما يعني ضمناً افتراض عدم القدرة على التخلص من المخاطر الغير المنتظمة، اما في المعادلة الثانية فان

المخاطر تقاس بمعامل بيتا، وهو ما يعني ضمنياً القدرة على التخلص من المخاطر غير المنتظمة، هذا ويمكن قياس أداء المحفظة باستخدام مقياس ترينور، بذات الطريقة التي تم بها قياس أداء المحفظة باستخدام مقياس شارب، وكقاعدة عامة كلما ارتفعت قيمة المؤشر كلما كان ذلك مؤشراً على أفضل تشكيلة التي يتكون منها الصندوق.

الفرع الثاني : دور البنوك بالنسبة لصناديق الاستثمار :

تعتبر البنوك اليوم من المؤسسات المالية العامة في مجال تأسيس صناديق الاستثمار بل ان نمو و تطور وازدياد عدد صناديق الاستثمار اليوم يرجع سببها الى البنوك.

حيث اهتمت البنوك في الخارج وخاصة الامريكية والاوربية بصناديق الاستثمار نظراً للإيرادات المتحققة من عوائد الخدمات، وترى معظم البنوك الامريكية ان صناديق الاستثمار تمثل اليوم واحداً من اهم مصادر الخدمات المصرفية التي تشهد نمواً سريعاً.

وتسعى البنوك اليوم بتوسيع حصتها في صناديق الاستثمار حتى تتمكن من تحقيق اكبر استفادة ممكنة من شريحة عملائها الذين يمثلون في ذات الوقت اكبر شريحة من مستثمري صناديق الاستثمار وبالتالي حتى لا يضيع عملاء البنك ويتوجه الى الصندوق ويقوم البنك نفسه بتأسيس صناديق الاستثمار ونتيجة للثقة التي يولمها العملاء في البنك فانهم يستثمرون في الصندوق الذي يؤسسه، ومما لاشك فيه ان قيام البنوك بهذا الدور يؤدي الى تحقيق البنك لموقع متميز في السوق ولكن هذا لا ياتي بشكل عشوائي بل ان العملية تحتاج الى رؤية وتخطيط يستلزم ان يضع فيها البنك القواعد التالية محل الاعتبار.

- دراسة السوق ومعرفة حجم الفجوة بين العملاء الذي يحصلون على الخدمة والذين لم تصلهم بعد.
- الاستفادة من المزايا النسبية في مجال تقديم الخدمات.
- التركيز على مجالاً لخدمات الاستثمارية في تقديم الخدمات.¹

¹ مرجع سابق - منير ابراهيم هندي - ص 166-181

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية :

المطلب الاول: ماهية صناديق الاستثمار الاسلامية:

الفرع الاول: تعريف صناديق الاستثمار الاسلامية:

ان صناديق الاستثمار الاسلامية ليست مجرد وسيط مالي كما هو الحال في صناديق الاستثمار التي تنشأها شركات الاستثمار، والمصارف الجارية التقليدية، وشركات التأمين بل ان الصناديق بالإضافة الى ذلك تعتمد على منهج الاستثمار الاسلامي الذي يمزج بين راس المال والعمل، حيث تقوم المؤسسة المالية (مصرف اسلامي، او شركة تأمين الاسلامية) التي ترغب في تكوين صندوق معين من هذه الصناديق بإعداد دراسة اقتصادية لنشاط محدد، وتبين جدولا لاستثماريه ثم تقوم بتمويله عن طريق طرحه للاكتتاب العام للجمهور، فالعقد الذي يربط بين ادارة الصندوق والمكتب ينفي هـو عقد المضاربة الشرعية وبذلك يمكن تعريف صناديق الاستثمار بانها :

عقد شركة مضاربة بين ادارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبين المكتتبين فيه يمثل فيه المكتتبون في مجموعة بالمال، فيدفعون مبالغ نقدية معينة الى ادارة الصندوق التي تمثل دور المضارب تتولى تجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل راس المال المضاربة وتدفع للمكتتبين صكوكا بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصة شائعة في راس المال التي تقوم الادارة باستثماره بطريقة مباشرة في مشروعات حقيقية مختلفة او متنوعة او بطريقة غير مباشرة كبيع وشراء اصول مالية واوراق مالية كاسهم الشركات الاسلامية وتوزع الارباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب الملتمزم بهامن كلا الطرفين، وان حدثت خسارة تقع على المكتتبين بصفتهم (رب المال) مالم تفرط ادارة الصندوق (المضارب)، فان فرطت يقع العزم عليها.¹

الفرع الثاني: نشأة صناديق الاستثمار الاسلامية :

اتفق اغلب الباحثين على ان صناديق الاستثمار بدأت منذ عهد بعيد في أوروبا، ومنها انتقلت الى أمريكا ثم الى بقية دول العالم ، (...وقد نشأت اول ما نشأت في هولندا مطلع القرن التاسع عشر وكان الملك ويليم ملك هولندا هو أول من نسبه اليه فكرة الصناديق الاستثمار عام 1822م ، ومنها انتقلت الى

¹ احمد بن حسين بن احمد الحسني ،استاد مشارك و رئيس قسم الاقتصاد الاسلامي، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الاسلامي ،مؤسسة شباب الجامعة الاسكندرية ،1999،ص21

بريطانيا عام 1870م، ثم ساعدت الهجرة الى أمريكا الشمالية على انتقال الفكرة إليها وبدايتها فيها بعد الحرب العالمية الأولى في 21 مارس 1924م، حيث تم انشاء أول صندوق استثماري في "بوسطن" وتم تنظيمًا لتعامل في وحدات هذه الصناديق عن طريق السوق الأوراق المالية ، وكان الهدف من هذا التنظيم هو مد المستثمرين بيانات تفصيلية عن الأوضاع المالية و السياسات الاستثمارية لهذه الصناديق ثم في فرنسا عام 1945م، ثم ألمانيا عام 1950م، واما بالنسبة لمصر فقد استحدثت صناديق الاستثمار من خلال قانون رقم 95 لسنة 1992م...

لقد نشأت الصناديق الاستثمارية في العالم العربي قبل 1992م ، حيث كان أول صندوق نشأ في المملكة العربية السعودية عام 1989م

نشأة صناديق الاستثمار الإسلامية :

نشأت صناديق الاستثمار الإسلامية داخل المصارف التقليدية في البلاد الإسلامية نتيجة للطلب المتزايد عليها من الشعوب الإسلامية حيث ان الكثير من المسلمين قد اجمعوا على الدخول في الصناديق الاستثمارية التقليدية حذرا من المحظورات الشرعية.

حرصت المصارف التقليدية على هذه الصناديق الإسلامية لأنها تمثل نوافذ استثمارية بالنسبة لها ووضعت لها الهيئات الشرعية التي توضح لها المحظورات الشرعية التي يجب على ادارة الصندوق وعدم الوقوع فيها وقد تم تأسيسها بناء على الرأي الذي يرى جواز المضاربة ذات بيع او شراء في أسهم الشركات ذات النشاط المباح الا انها ربما اقتضت واقضت بالربا، (...) و المقصود بالصندوق الاستثماري الإسلامي هو ذلك الصندوق الذي يلتزم بضوابط شرعية تتعلق بالأصول والعمليات فيه...) لابد من الافصاح في الشروط والاحكام الخاصة بالصندوق الذي وقع عليها الطرفان عند الاكتمال، بأنه صندوق إسلامي يلتزم بأحكام الشريعة الإسلامية ولهيئة فتوى شرعية.¹

الفرع الثالث: انواع الصناديق الإسلامية :

تنقسم صناديق الاستثمار الى عدة انواع شأنها في ذلك شأن الصناديق التي تنشئها المؤسسات المالية التقليدية وذلك حسب الغرض من

¹ د- عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة -صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية والاحكام النظامية -مرجع سابق ص28-32

الصندوق وحسب حجم رأسمال وسوف نعرض ادناه لأهم أنواع صناديق الاستثمار الإسلامية :

1. صناديق الاسهم الإسلامية :

صناديق الأسهم هي التي تقوم باستثمار الأموال في شكل شركة مساهمة مشتركة حيث يتم تحصيل الأرباح أصلاً من الأرباح المحققة من بيع وشراء الأسهم عند زيادة الأسعار، كما تحصل على الربح أيضاً من العوائد المستثمرفيها وصناديق الأسهم قديمة تعودا لى العشرينات من هذا القرن، الى أن صناديق الأسهم الإسلامية فإنها تعود لأكثر من عدة سنوات وصناديق الأسهم العادية في صناديق يقوم المديرها بتوجيه الأموال المجتمعة من اشراكات المستثمرين الى شراء سلة من اسهم الشركات ويختارها بطريقة تحقق اهداف الصندوق من حيث المخاطرة والعائد في الصندوق الذي يحقق تفضيلات المستثمرين يرغبون في تقليل المخاطرة، ربما استثمر في أسهم في شركات ذات رساميل كبيرة ، قد بلغت حدا لنضج في قطاعات اقتصادية اساسية ، ومن ثم يقلل المخاطرة على المستثمرين في الصندوق في الاجل الطويل، وان كان العائد على استثماراتهم سيكون أقل مقارنة بصناديق تركز على الشركات الصغيرة الناشئة ، التي هي في طور النمو التي سترتب عن نجاحها زيادات كبيرة في اسعار أسهمها، ومن ثم أرباح عالية للمستثمرين في الصندوق، الا انها مرتفعة المخاطر الاصل الذي قد يعرض مساهمتهم الى الخسارة الكلية. ومن المسلم به، أن هذا كان مجال عمل الشركة غير جائز شرعا فهو غير جائز أيضا في معاملات الصناديق الإسلامية لأن ذلك يعني ادخال صاحب المال في عمل غير جائز شرعا.

2. صناديق السلع الدولية:

تقوم صناديق الإسلامية بشراء السلع بالنقل، ثم بيعها بالأجل ليتم في هذا النوع من الصناديق استخدام الاموال المكتتبه في شراء السلع المختلفة، من أجل اعادة بيعها، وتشكل أرباح هذا البيع دخل الصندوق والذي يوزع على المكتتبين بنظام النسب.

ونظرا الى خصوصية عمل الصندوق وضرورة ان تكون مخاطرة فيه قابلة للقياس بدقة وان يكون بدءا مديرا يمكنه من توجيه الاموال في الصندوق بطريقة تحقق اكبر قدر ممكن من السيولة ، اتجهت هذه الصناديق بصفة اساسية الى اسواق السلع الدولية وليس لتمويل العمليات اذ يقوم المصرف مباشرة بمثل ذلك حيث يقتصر على السلع المباحة التي يجوز شرائها بالنقد وبيعها بالأجل.

1. صناديق التأجير (الاجارة) :

ويقوم على امتلاك صندوق الاستثمار أصول مؤجره مثل معدات السيارات والطائرات ، بحيث يتولد الى دخل من خلال الايرادات الايجابية ويعد عقد الايجار واحدا من العقود الملائمة للعمل ، لامكانيات التي يقدمها العقد المذكور في التمويل اذ يمكن للمصارف شراء لأصول المولدة تأجيرها لمدة طويلة الى العملاء ذوي الملاة، بحيث تولي دخلا مستقرا على الاستثمار وتعد صيغة الايجار المنتهية بتمليك احدي الصيغ الاساسية في عمل البنوك الاسلامية ، وفي هذا النوع من الصناديق يتم استخدام الأموال المكتتبية في شراء الأصول، مثل الطائرات وعقارات وسيارات او المعدات الصناعية التي يمكن تأجيرها، وتبقى ملكية هاته الأصول للصندوق ويتم تحصيل اإيجارات من المستأجرين أو المستخدمين للأصول وهذه الإيجارات تعد هي مصدر الدخل للصندوق وتوزع بالنسب على المكتتبين و عقد التأجير من العقود التي هي إمكانيات تمويلية ممتازة، يمكن ان تكون بديلا للقروض و تغطي حاجة الممولين دون الاضطرار الى المعاملات الربوية .

عقد الإجارة هو عقد محله منافع أصل قادرة على توليد هذه المنافع، السكن بالنسبة للمنزل او النقل بالنسبة للسيارة.... إلخ، فهومن هذا الباب عقد بيع للمنافع ولذلك يشترط فيه ما يشترط في عقد البيع من اركان لصحته.

2. رأس المال (المأمون) :

تقوم فكرة صندوق المأمون على الاستجابة لرغبات كثير من المستثمرين الذين يحبون الجمع من الأرباح العالية، والمخاطر المتدنية فمن المعلوم أن الأرباح العالية تتطلب مخاطرة عالية، لأن الربح في النهاية هو مكافئة عن الخطر.

يتضح مما تقدم أن صناديق الاستثمار الإسلامية لا تختلف من حيث الهيكل التمويلي لها عن صناديق الاستثمار التي تنشئها المؤسسات المالية التقليدية، لكن يظهر الاختلاف في استخدام الموارد المالية للصناديق الاستثمارية صناديق الاستثمار التي تنشئها المؤسسات المالية التقليدية بنوعها المغلقة والمفتوحة تباشر نشاطها الاستثماري باستخدام مواردها في تكوين و اقتناء المحفظة المتنوعة من الاوراق المالية المتداولة إما في أسواق النقد وإما في اسواق المال فهوفي الغالب الاستثمار غير المباشر يقتصر على بيع وشراء الاوراق المالية وللإفادة من عائداتها السنوية المتوقعة ، اما صناديق الاستثمار الاسلامية فإنها

تستخدم مواردها المالية في القيام باستثمارات حقيقية وفي العمليات المباشرة القائمة على عقد المضاربة الشرعية ومجالات الاستثمار الإسلامي الأخرى¹

المطلب الثاني: خصائص صناديق الاستثمار وأهميته:

الفرع الأول: خصائص صناديق الاستثمار:

1. عدم استخدام الفائدة التي تغطي على القروض المسماة بالودائع المصرفية :

وذلك في المصارف التقليدية حيث ان جميع الودائع التي تأخذها المصارف الإسلامية هي قروض، سواء كانت حساب جاريا (تحت الطلب)، ام حسابات استثمارية طويلة الاجل، اوقصيرة الاجل، وذلك كله عمله بقول الله تعالى "يا أيها الذين آمنوا اتقوا الله وذرّوا ما بقى من الربا ان كنتم مؤمنين فإن لم تفعلوا فآذنوا بحرب من الله ورسوله وانتبتم لكم رؤوس أموالكم لا تظلمون ولا تظلمون" البقرة. [278 - 79].

2. المصارف الإسلامية الإسلامية تتحرى تمويل ومشاركة المشاريع التي تعمل في الحلال:

فلا تنتج السلع والخدمات المحرمة شرعا، كتمويل أسواق تباع لحم خنزير، او تتاجر بالخمور مثلا، او يدخل في رأسمالها نسبة كبيرة من الربا، وتتحرى المصارف الإسلامية ان تكون جميع مراحل العملية الانتاجية (تمويل ثم تصنيع ثم بيع ثم شراء) ضمن دائرة الحلال، وكذا أسباب الإنتاج (أجور ونظام العمل) يجب ان تراعي فيها الحلال.

المصارف الإسلامية تقوم أعمالها على أساس المشاركة: الأساس الذي انبنى عليه البنك الإسلامي هو شركة المضاربة الإسلامية بان يأخذ أموال المسلمين كمضارب ثم يتاجر أو يصنع أو يزرع أو يعم أي عمل يقره الاسلام، ونتاج الربح يقسم بين المودعين بنسب متفق عليها، ومن هنا نعلم أن المصارف الإسلامية تبني أعمالها المالية على قاعدة "الخراج بالضمان" التي تعني أن "ما خرج من الشيء من غلة أو منفعة وعين فهو للمشتري عوض ما كان عليه من ضمان الملك، فإنه لو تلف المبيع كان من ضمانه، فالغلة له، ليكون الغنم بالغرم، وكذلك تبني أعمالها على قاعدة "الغرم بالغنم" التي تعني أن ما يلزم المرء لقاء شيء من مال أو نفس، مقابل بالغنم وهو ما يحصل له من مرغوبة في ذلك الشيء" فالمصارف الإسلامية هي تطبيق فعلي لصيغ المشاركات الفقهية الإسلامية والتي هي تابعة لقاعدة الحلال والحرام، والاشتراك

¹ بوشلاخ نور الدين رسالة ماستر دراسة مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية والإسلامية -ص 100-102-2012-2013-جامعة وهران

في الربح والخسارة وأن النقود تولد السلع والمنتجات النافعة كالمضاربة وغيرها من صيغ المشاركات وهذه المعاملة تغني عن الاقتراض بفائدة، لأن المضاربي حصل على المال دون اقتراض، ورب المال يحصل على المال دون اقتراض فرب المال لا يربح دائماً والمضارب لا يخسر دائماً، وإنما المشاركة في الربح والخسارة، مما يؤدي إلى عدالة في توزيع الثروة، وهو ما كان في المجتمع الإسلامي، فنستبعد هذه المصارف التعامل بالفائدة التي هي من الربا المحرم.

3. أهداف المصارف الإسلامية لا تقتصر فقط على الربح: إنما من أهداف المصارف الإسلامية تحقيق التنمية الشاملة التي تشمل النواحي الاجتماعية والاقتصادية، وذلك من خلال اختيار نوعية المشروعات الاستثمارية ودراسة جدواها وتحديد مخاطرها.

4. تعتمد المصارف الإسلامية على النقود كاتمان للسلع لا كسلعة تباع وتشتري: يقول ابن تيمية: والتعليل بالثمنية تعليل بوصف مناسب، فإن المقصود من الأثمان أن تكون معياراً للأموال يتوسل بها إلى معرفة مقادير الأموال، ولا يقصد بالانتفاع بعينها، فمتى بيع بعضها ببعض إلى أجل قصد بها التجارة التي تناقض مقصود الثمنية واشترط الحلول والتقابض فيها هو تكميل لمقصودها من التوسل بها إلى تحصيل المطالب، فإن ذلك إنما يحصل بقبضها لا بثبوتها في الذمة، مع أنها ثمن من طرفين، على الشارع أن يباع ثمن بثمن إلى أجل وفان صارت النفوس أثماناً سارفيها المعنى، فلا يباع ثمن بثمن إلى أجل.

وهذا ما قامت به المصارف الإسلامية التي اتخذت النقود وسيلة للتبادل، فيها تباع السلع وتشتري وأما المصارف التقليدية فقد قامت باتخاذ هذه النقود سلعة كحد ذاتها.

5- تجميع الأموال المعطاة وتفعيلها في مجالات الاستثمار: فتعمل المصارف الإسلامية على تجميعاً لأموال المراد حفظها من المودعين في حسابات مختلفة كانت جارية أم استثمارية، ثم تقوم هذه المصارف باستخدام تلك الأموال المودعة لديها في مختلف المشاريع ذات النفع العام، والتي تعود على المجتمع بالخير والفائدة وغيرها من الخصائص التي تتميز بها المصارف الإسلامية، ونتيجة لها فإن النقود تدور في حلبة الاقتصاد، لتنتج لنا السلع والخدمات المفيدة، فتتحول النقود إلى سلع ذلك من خلال

صبيغ الاستثمارات المختلفة كالمضاربة والمشاركات والاستصناع والسلم والمراجحات، والمغارة والمساقات والمزارة.¹

الفرع الثاني : أهمية الصناديق الاستثمار:

الاستثمار في صناديق الاستثمار يميز بأنه يوفر للمستثمر تنوعاً في أساليب وادوات الاستثمار بالإضافة إلى الإدارة التي تملك قدرات كافية من الخبرة في الاستثمار بحيث تنوع الأدوات وتقل المخاطر خصوصاً في الأوراق المالية، ولذلك نجد الانتشار الكبير لهذه الصناديق في العالم عموماً في السعودية التي هي جزء من العالم اليوم، وفيما يلي سنتطرق لأهمية الصناديق الاستثمارية الاقتصادية على المستثمر من جهة وعلى الاقتصاد الوطني من جهة أخرى.

الأهمية الاقتصادية بالنسبة للمستثمر:

تكتسب صناديق الاستثمار أهمية بالغة بالنسبة للمستثمر إذ (يستفيد المدخر الذي يستثمر أمواله من خبرات الإدارة المحترفة في تدني مخاطر الاستثمار والحصول على أقصى عائد ممكن، قد لا يستطيع أن يحققه المستثمر العادي الذي يستثمر أمواله بنفسه، لأن إدارة صناديق الاستثمار إعادة ما تستفيد بخبرات مستشارين محترفين مما يحقق لها مستوى عال من الكفاءة، والحصول على الأهداف التي تسعى لها والمتمثلة في تنمية المحفظة أي تعظيم قيمتها الرأسمالية إلى أقصى حد ممكن، وتحقيق دخل دوري، وتدني مخاطر الاستثمار وتحقيق مستوى معين من السيولة ...) ولأن توفر الامكانيات المالية الكبيرة والخبرة لدى مدير صندوق الاستثمار يمكن إدارة الصندوق من القيام بالتنوع الذي يقلل من مخاطر الاستثمار وهذا ما قد لا يتوفر لصغار المستثمرين مما يجعل توجيه الأموال للاستثمار في صندوق الاستثمار أكثر ضماناً لصغار المستثمرين.

الأهمية الاقتصادية بالنسبة للاقتصاد الوطني :

أما بالنسبة للأهمية الاقتصادية للصناديق الاستثمار على المستوى الوطني فإن من أهم ما تقدمه صناديق الاستثمار للاقتصاد الوطني ما يلي:

1- حماية المدخرات الوطنية ومنع تسربها للاستثمار في الخارج

¹مرجع سبق ذكره - عبد الرحمن بن عبد العزيز النفيسة ص 200-201

- 2- تزايد الدور المحتمل لصناديق الاستثمار كأدوات مالية معاصرة
- 3- فتح مجالات مالية جديدة أمام المدخرين لاستثمار أموالهم
- 4- تتعامل صناديق الاستثمار في الأوراق المالية بسوق الأوراق المالية الثانوية
- 5- صناديق الاستثمار قد اوجدت مجالاً كبيراً لصغار المستثمرين والمدخرين من الدخول في أسواق الأوراق المالية.
- 6- تعد صناديق الاستثمار مصدراً من مصادر التمويل المهمة في سوق الأوراق المالية.
- 7- تحريك الأموال الجامدة.
- 8- تنوع الاستثمارات.¹

المطلب الثالث : أحكام ومخاطر صناديق الاستثمار:

الفرع الأول: متطلبات وشروط وأحكام الصندوق:

تستلزم لائحة صناديق الاستثمار رغم تقديم طلب طرح الصندوق أن يتضمن تلك الشروط والأحكام المتعلقة بالصندوق وفيما يلي أذكر متطلبات وشروط وأحكام الصندوق كما وردت في لائحة الصناديق الاستثمارية:

الملحق الأول :

على مدير الصندوق عرض شروط وأحكام الصندوق بطريقة سهلة الفهم والاستيعاب بالنسبة للمستثمرين، ويجب أن تشمل الشروط والأحكام على المعلومات الآتية وفقاً للتسلسل الموضح في هذا الملحق :

(1) اسم صندوق الاستثمار.

(2) عنوان المكتب الرئيس لمدير الصندوق وعنوان أي موقع انترنت يتضمن معلومات عن صندوق الاستثمار ومديره.

¹ صناديق الاستثمار الظوابط الشرعية والاحكام النظامية : عبد الرخمان بن عبد العزيز النفيسة ص109-111

- (3) تاريخ البدء: التاريخ المحدد لقبول الاشتراكات .
- (4) الهيئة المنظمة : بيان يفيد بأن مدير الصندوق مرخص من الهيئة .
- (5) تاريخ اصدار شروط وأحكام الصندوق أو آخر تحديث لها .
- (6) الاشتراك : بيان الحد الأعلى اللازم للاشتراك في الصندوق في حال وجوده .
- (7) عملية الصندوق : بيان عملة الصندوق ووصف أي إجراء لتحويل الاشتراكات التي تم الحصول عليها بعملات اخرى.
- (8) أهداف صندوق الاستثمار : وصف أهداف صندوق الاستثمار وأغراضه، بما في ذلك فئته أو نوعه، وإذا كان هدف الصندوق الاستثماري هو الاستثمار في مجال أقطاع معين من الأسهم المدرجة في السوق، فيجب أن يشمل الإفصاح عن المعايير اللازمة لتحديد مجال الاستثمار.
- (9) استراتيجيات الاستثمار الرئيسية : ملخص لاستراتيجيات الاستثمار الرئيسية التي يستخدمها مدير الصندوق تحقيق اهدافه
- (10) المخاطر الرئيسية للاستثمار في الصندوق
- (11) الرسوم والمصاريف: الإفصاح عن جميع أنواع الرسوم والمصاريف سواء كانت مستحقة على مالك الوحدات أو من أصول الصندوق، والاشارة الى ملخص الإفصاح المالي لبيان مبالغ تلك الرسوم والمصاريف .
- (12) مصاريف التعامل : في حالة دفع مصاريف التعامل في الأوراق المالية (التي تشكل أصول صندوق الاستثمار) من أصول الصندوق ،ينبغي بيان ذلك في شروط وأحكام الصندوق
- (13)التصفية وتعيين مصف: وصف الظروف التي يمكن فيها تصفية ظروف الاستثمار واستبدال مدير الصندوق من قبل الهيئة والاجراء المطلوب اتباعه في التصفية وفي تعيين المصفي .
- (14) مجلس ادارة الصندوق
- (15) مدير الصندوق

- (16) أمين الحفظ: اسم امين الحفظ الصندوق وعنوانه.
- (17) مراجع الحسابات : اسم مراجع حسابات الصندوق وعنوانه.
- (18) القوائم المالية السنوية المراجعة: تقديم إقرار يفيد بتوفير القوائم المالية السنوية المراجعة للصندوق مجاناً، عند طلبها وتوضيح كيفية حصول مالكي الوحدات الحاليين والمحتملين على صورة منها، وبالنسبة للصندوق الجديد وضع إقرار يفيد بتوفر أول قائمة مالية مراجعة في نهاية السنة المالية للصندوق مع ذكر تاريخ نهاية تلك السنة.
- (19) خصائص الوحدات: تقديم وصف لمختلف فئات الوحدات، إذا كان الصندوق يضم أكثر من فئة واحدة بما في ذلك اسم كل فئة والحقوق المرتبة على كل فئة إذا كانت مختلفة عن بعضها البعض.
- (20) معلومات أخرى: أي معلومة أخرى معروفة أو ينبغي أن يعرفها مدير الصندوق أو مجلس إدارة الصندوق بشكل معقول، والتي قد يطلبها بشكل معقول مالكو الوحدات الحاليين والمحتملون ومستشاروهم المهنيون والتي من المتوقع ان تتضمنها شروط وأحكام الصندوق والتي سيتم اتخاذ قرار الاستثمار بناء عليها
- (21) صناديق الاستثمار المطابقة للشريعة الإسلامية
- (22) صناديق الاستثمار العالمية: يجب على أي صندوق استثماري أجارت له الهيئة العمل كصندوق عالمي بموجب المادة (41) من هذه اللائحة ان يفصح عن الاتي:
- (23) الطرح الولي: اذا وضع مدير الصندوق حدا ادنى يجب جمعه من خلال مساهمات المستثمرين قبل بدء اعمال الصندوق، يجب الافصاح عن هذا المبلغ او عن مبالغ الاشتراكات التي يتم استثمارها في صناديق أسواق النقد او ايداعات البنوك حتى يتم تحقيق الحد الأدنى.
- (24) استثمار مدير الصندوق في الصندوق: الافصاح عما اذا كان مدير الصندوق يستثمره أو لا يستثمره في وحدات صندوق الاستثمار، واجمالي قيمة أي من هذه الاستثمارات في نهاية اخر سنة مالية.
- (25) اجراءات الاشتراك والاسترداد
- (26) تقويم اصول صندوق الاستثمار

(27) رسوم الاسترداد المبكر: إذا كان مدير الصندوق ينوي فرض رسوم استرداد مبكر بموجب المادة (48) من هذه اللائحة على أي مالك وحدات يطلب استرداد الوحدات خلال (30) يوماً من شرائها.

(28) إنهاء الصندوق: الإجراءات التي سيتم بموجبها إنهاء الصندوق.

(29) رفع التقارير لمالكي الوحدات : وصف التقارير الدولية التي سيتم تزويد مالكي الوحدات بها و القوائم المالية للصندوق وكيفية تقديم هذه التقارير والقوائم لها.

(30) تضارب المصالح: بيان يفيد بأن الإجراءات التي ستتبع لمعالجة تضارب المصالح سيتم تقديمها عند طلبها.

(31) سياسات حقوق التصويت: إعطاء بيانات تتعلق بالسياسات الخاصة بحقوق التصويت.

(32) تعديل لشروط وأحكام الصندوق: الإجراءات التي سيتم إتباعها في التبليغ عن التعديلات لشروط وأحكام الصندوق

(33) إجراءات الشكاوي: إفادة بأن الإجراءات الخاصة بمعالجة الشكاوي سيتم تقديمها عند طلبها.

(34) النظام المطبق: إفادة بأن شروط وأحكام الصندوق تخضع لأنظمة المملكة العربية السعودية السارية المفعول

(35) الالتزام بلائحة صناديق الاستثمار: إفادة بأن شروط وأحكام الصندوق ووثائق الصندوق الآخر موافقة لأحكام هذه اللائحة وأنها تحتوي على إفصاح كامل وصحيح بجميع الحقائق الجوهرية ذات العلاقة بصندوق الاستثمار.

(36) ملخص الإفصاح المالي: وضع ملحق (يتم تحديثه سنوياً على الأقل)¹

الفرع الثاني: مخاطر صناديق الاستثمار الإسلامية :

مفهوم المخاطرة:

¹ عبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسة، صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية والاحكام النظامية. دار النفائس للنشر والتوزيع، الاردن، الطبعة الاولى 1430هـ، 2010م، ص116-125 رقم الكتاب 232/ 253

إن مفهوم المخاطرة هو جزء من منهج اتخاذ القرارات الاستثمارية ومفهوم المخاطرة له علاقة بمفهوم عدم اليقين وهي احتمال وقوع أمر غير متيقن الوقوع إما الأمور اليقينية فلا يكتنفها الخطر أو المخاطرة.

توسيع مفهوم المخاطرة ليشمل المخالفات الشرعية:

جرى العرف على أن الخطر يتعلق بالجوانب المالية للاستثمار مثل المخاطر الائتمانية فمخاطر سعر الفائدة وأسعار الصرف وما إلى ذلك و إذا كنا بصدد الحديث عن صناديق الاستثمار الإسلامية فيحسن الإشارة إلى أن مفهوم المخاطرة يمكن أن يكون أوسع مما ذكر أعلاه بإدخال الجوانب الشرعية المتعلقة فيصناديق الاستثمار في قياس المخاطر ولا ريب أن مخالفة المدير للمعايير الشرعية يؤدي إلى اكتساب ربح غير مشروع يلزم المستثمر التخلص منه فيؤدي ذلك إلى انخفاض قيمة استثماره و إلى عدم تحقيق أهدافه الاستثمارية.

3- المخاطر المباشرة:

يمكن تقسيم المخاطر المباشرة في صناديق الاستثمار إلى نوعين من المخاطر:

3-1 مخاطر الصندوق:

ويقصد بمخاطر الصندوق تلك المكروه التي يتعرض لها الصندوق ومن ثم تؤدي إلى فقدان المستثمر لجزء من قيمة استثماره.

3-1-1 مخاطر التقلبات الاستثمارية:

وهي أكثر ما يتعرض له الاستثمار في الصناديق بارتفاع قيمة الأصول وانخفاضها مما يؤدي إلى التأثير سلباً أو إيجاباً على حصة المستثمر وتختلف هذه التقلبات باختلاف نوعية الصناديق فالصناديق التي تستثمر في الأسهم تكون تقلباتها أكثر حدة من تلك التي تستثمر في غيرها من الأصول المالية.

3-1-2 مخاطر التنوع:

إن الميزة التي تقدمها صناديقا لاستثمار من غيرها من باقي طرق الاستثمار هي ميزة التنوع حيث يمكن للمستثمر الكبير أن يحقق التنوع بصفة مباشرة لأنه يتوافر لديه حجم من الأموال الذي يكفي لمثل

هذا بيد أن ذلك لا يتوافر للمستثمر الصغير إلا من خلال الصندوق فإذا لم يتوافر الصندوق على التنوع بالمستوى المطلوب قد تحرض المستثمر إلى احتمال انخفاض قيمة استثماره بسبب ذلك و من ثم عدا ذلك من المخاطر التي يوجهها المستثمر فيالصندوق.

2-3 مخاطر اختيار المراكز:

تقتصر بعض صناديق الاستثمار محليا داخل بلد المنشأ الا اننا عليها يستثمر خارج الحدود وفي هذه الحالة يتعرضا لصندوق الى مخاطر اختيار المراكز و تتضمن مخاطر تغير اسعار الصرف الاجنبي و المخاطر السياسية كتغير الحكومات مثلا:

4- المخاطر غير المباشرة:

وهي تلك المخاطر التي يوجهها الصندوق في تعامله مع الجهات الأخرى ويمكن تلخيصها فيمايلي :

1-4 المخاطر الائتمانية:

وتظهر هذه المخاطر في الصناديق التي تعتمد في استثمارها على البيوع الآجلة مثل صناديق المربحة و الاستصناع .

2-4 المخاطر التجارية:

وتنحصر هذه المخاطر في تغير أسعار السلع والمواد الأولية التي يقوموا لصندوق بالاستثمار فيها بالإضافة إلى تغير أسعار الفائدة .

3-4 مخاطر السيولة:

قد يواجه صندوق الاستثمار أحيانا مخاطر السيولة بحيث لايتوافر لديه الكم اللازم من الأموال لمواجهة طلبات الاسترداد مثلا فهو يحتاج من وقت لآخر إلى بيع بعض أصوله لتوفيرهذه السيولة إذالم يجد من يشتري منه هذه الأصول عند الحاجة إلى السيولة فسيواجه مايعرف بمشكلة السيولة وهي مخاطرقد يوجهها أي صندوق استثماري.¹

¹ -احمد بن محمد الخليل -الاسهم والسندات واحكامها في الفقه الاسلامي -الطبعة الثانية -دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع السعودية - 2005 ص76

خلاصة الفصل الاول:

تعد صناديق الاستثمار احدى اهم الاليات الاستثمارية الرائجة في الاسواق المالية الدولية باعتبارها ادوات مالية واوعية استثمارية جديدة لها تاثيرها في جذب المدخرات وتشجيع الاستثمار ومع اتجاه كثير من المؤسسات المالية الى تاسيس صناديق استثمارية متنوعة فقد قامت بعض البنوك الاسلامية بادخال هذه الصناديق نشاطها الاستثمار وتطوير اعمالها بما يتفق مع احكام الشريعة الاسلامية دفعت المزايا التي توفرها الصناديق الاستثمارية الى تزايد اقبال اصحاب الاموال على الاستثمار اموالهم في هذه الصناديق مما ادى الى نموها وانتشارها في الوقت الحالي ومن ثم اكتسبت اهمية كبيرة على الصعيدين المحلي والعالمي

صناديق الاستثمار عبارة عن كيانات مالية تعمل على تجميع مدخرات الراغبين في الاستثمار في الاوراق المالية في وعاء واحد واستثمارها شراء وبيع الاوراق المالية المختلفة في مجال ادارة وتنظيم محافظ الاستثمارات بالشراء وبيع الاوراق المالية لتحقيق اهداف الصندوق

ومن الناحية الاستثمارية تعرف صناديق الاستثمار بانها احدى اشكال الشركات المساهمة ذات الوضع الخاص والتي تهدف الى تجميع المدخرات واستثمارها بصفه رئيسية في شراء وبيع الاوراق المالية عن اصحابها لتحقيق عائد اكبر مما تحققه اوجه الاستثمار الاخرى مع تخفيض عنصر المخاطرة

تهدف صناديق الاستثمار الاسلامية الى تجميع اموال المدخرين بغرض استثمارها في الواجه والمجالات التي تتفق مع احكام الشريعة الاسلامية للحصول على ربح حلال

ولا يقتصر النشاط صناديق الاستثمار الاسلامية التي تنشئها البنوك والمؤسسات المالية الاسلامية على دور الوسيط بين المدخرين والشركات الاخرى او الاستثمار الغير مباشر المتمثل في تكوين محافظ لاوراق المالية كما هو الحال بالنسبة للصناديق الاستثمار التي تنشئها الشركات الاستثمار والبنوك التجارية التقليدية وانما يشتمل الهيكل التمويلي لهذه الصناديق على تكوين محافظ الاوراق المالية وادارتها وفق ضوابط الاستثمار الاسلامي وعلى الدخول في عمليات استثمارية مباشرة في مجالات مختلفة من قطاعات النشاط الاقتصادي.

الفصل الثاني

مفاهيم حول الاسواق المالية

تمهيد:

تعد الأسواق المالية هيكلًا تتدفق فيه الأموال ، إنها بمثابة القنوات التي تتدفق منها وإليها الأموال ، تصنف الأسواق تصنيفات كثيرة منها أنها تكون أسواق مالية أولية وأخرى ثانوية، وهناك ما يصنفها كونها أسواقا مالية تقديية و أخرى رأسمالية و على الرغم من ذلك هناك ما يوجد هذه الأسواق المالية سواء من حيث بيئة تعاملها أو

الأدوات المالية التي تضمها وغيرها ، و من هذا المنطلق سيتم التعرف علي محتل مفاهيم الأسواق المالية كالآتي:

المبحث الأول: الإطار المفاهيم للأسواق المالية.

المبحث الثاني: عناصر والأدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق المالية.

المبحث الثالث: كفاءة الأسواق المالية.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للأسواق المالية

تشهد الأسواق المالية تطورات عديدة وذلك على صعيد بليتها وأداتها، حيث أنتحت صور إبداعية لأدوات الاستثمار، مما شكلت عاملاً لجذب العديد من المستثمرين (أفراد وشركات)، وللتطرق إلى موضوع الأسواق المالية، يتطلب تحديد نشأة ومفهوم هذه الأسواق وتحديد وظائفها

المطلب الأول نشأة وتطور الأسواق المالية :

لقد أدى انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الافتراض إلى خلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية مما أسهم في ظهور بورصات الأوراق المالية والتي سميت فيما بعد سوق الأوراق المالية، كان التعامل بالصكوك في بادئ الأمر يتم على قارعة الطريق في البلدان الكبرى في فرنسا وأمريكا تم استقرار التعامل بعد ذلك فيأبنية خاصة التي تسعى الان الأسواق المالية، في فرنسا ظهرت أول سوق مالية عام (1724) بموجب أمر ملكي وفي بلجيكا كان التجار يجتمعون أمام القصر عائلة بورسيا ويتبادلون الصفقات التجارية فيما بهم وأصبحت كلمة بورصا تدل على عملية تداول الأوراق المالية بين التجار إلى أن أخذت تطلق هذه الكلمة على سوق تداول الأوراق المالية ، وتم إنشاء سوق لندن للأوراق المالية عام 1773 بعد كان التجار يجتمعون في مقاهي معينة . وأصبح التداول في الأوراق المالية يجري بشكل رسمي وتطور السوق كان يتم بصورة طوعية وعفوية من غير تدخل الدولة وفي أمريكا تم إنشاء أكبر سوق في العالم 1792 وهو سوق نيويورك وهذا المكان هو مقر البناية الحالية (Wall street)

ولقد عرفت البلدان العربية التعامل في السوق المالية عن طريق الاستعمار الأوروبي في القاهرة بوشر العمل في سوق الأوراق المالية عام 1890 أما في الأردن فتمتد الجذور التاريخية لنشوء سوق عمان المالي إلى عام 1948 حيث السمت بوجود أدوات مالية محددة من حيث العدد والغرض من جهة من حيث التشارها من بين المستثمرين من جهة أخرى لكن مع تطور الاقتصاد الأردني تطور السوق نحو الأحسن وتزايدت أهميته في النشاط الاقتصادي نتيجة توفر مجموعة من القوانين الاقتصادية التي ساعدت على توفير المناخ الاستثماري الملائم لبناء هيكل للبنى التحتية للسوق وبما يعمل على تفعيل دورها في الاقتصاد الوطني ،¹

¹ د. حسني علي خريوش، الاسواق المالية: المفاهيم والتطبيقات، الجامعة الهاشمية، دار زهران للنشر 1998، ص12-13

المطلب الثاني: مفهوم السوق المالي

تطور المفهوم العام للسوق المالي نتيجة لتطور وسائل الاتصال انه لم يعد هناك حسرا لمكان واحد يتم به التعامل في هذه الأسواق ، ولا يعتمد على مكان التقاء المتعاملين كشرط أساسي من شروط السوق المالي مع أنه يعتبر من الأمور الفعالة (معرفة شكل و حجم مكان المتعاملين يمثل هذا النوع من الأسواق) بالتالي قبل الوصول إلى تعريف حقيقي وفعال للسوق المالي لابد من الإشارة إلى أن السوق المالي "هو السوق الذي تباع وتشتري به الأدوات المالية التي ستستعرض بعض منها لاحقا ، ومع أنه يعتبر من الأسواق الحديثة مقارنة مع أسواق السلع الأخرى ، إلا أنها أظهرت نوعا من التنظيم والإمكانات العالية ، يعود ذلك لضخامة حجم الاستثمارات داخل هذه الأسواق.¹

ومن خلال النظرة السابقة لمفهوم السوق المالي يمكن تعريفه :

السوق المالي :

هو ذلك الإطار الذي يجمع الأوراق المالية بمشتري تلك الأعراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الائتمان السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة – إذ نلاحظ وجود سوق مالي، في أي لحظة يمكن أن توجد وسيلة تتيح عملية التبادل بين البائعين والمشتريين . سواء كان اللقاء تم بشكل مباشر أو غير مباشر بين المتعاملين في السوق وليس شرطاً أن يكون المتعاملين في هذه الأسواق فقط هم من بين علة المالكين للأوراق المالية بل ممكن أن تكون أيضا من قبل فئة تقوم بعمليات التنظيم وإدارة عمليات التبادل بين البائعين والمشتريين، ودعم وتوفير المعلومات اللازمة لأطراف التعامل – ويمكن أن نطلق على هذه الفئة اسم (الوسطاء – السماسرة – الوكلاء).²

المطلب الثالث: تنوع الأسواق

عادة ما ينصرف سوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق أي الأسهم والسندات وهذا هو المفهوم الشيق السوق المال ويطلق عليه مصطلح البورصات، وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات المالية التي لعامل في الإقراض طويل الأجل فقط، هي أن المفهوم المعمول المحمول المال هو الذي

¹دحسني علي خربوش، الاسواق المالية: المفاهيم والتطبيقات، مرجع سبق ذكره.

² د وليد صافي، الاسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع – عمان 2012 م الطبعة الاولى 2088 ص 16 ص 17

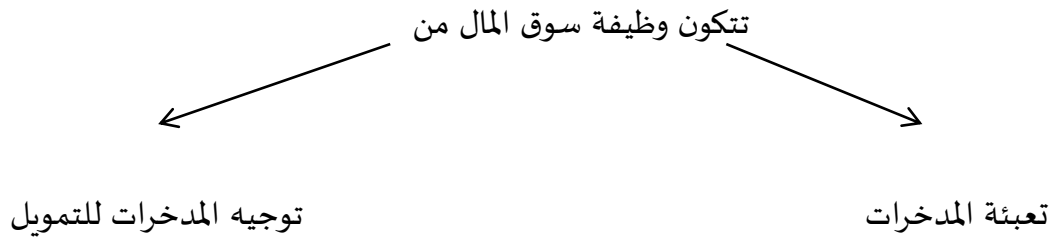
يتضمن أيضا جميع وستلاء المؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد، وهذا يعني أن سوق المال يتكون من فرعين أساسيين هما أسواق رأس المال وسوق النقد

ان وجود سوق المال يعتبر اداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة المختلفة وذلك من خلال الدور الاساسي لكل مؤسساته المالية والتي تتلخص وظائفها الاساسية في شقين¹

الأول: العينة المدخرات

الثاني : توجيه هذه المدخرات أو الموارد لتلبية احتياجات الأنشطة المختلفة

وبطبيعة الحال يتوقف أداء هذه الوظيفة بشقيها على مدى تقدم الاقتصاد القومي ومدى تطور سوق المال.



ولكن كيف يتم تطوير سوق المال ؟

يتم التطوير إما في جانب العرض وذلك بتشجيع إنشاء شركات الأموال وخلق أدوات جديدة، أو من جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصاديا وسياسيا ونشر الوعي الادخاري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عنقطاعات الاعمال المختلفة ونشاطها. وفي البلاد المتقدمة يكفي التطوير من احد الجانبين حيث ان النسق الاجتماعي والاقتصادي السائد يتكفل بتطوير الجانب الاخر الاستجابة التلقائية.

الفرع الاول : سوق راس المال

مفهوم سوق راس المال

¹د عبد الغفار حنفي: الاسواق والمؤسسات المالية ،كلية التجارة ،الاسكندرية 2001 ص253

سوق رأس المال هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال ويتكون هذا السوق من شكلين هما :

اسواق حاضرة :

وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الاجل (اسهم وسندات) واحيانا يطلق عليها اسواق الأوراق المالية .وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند اتمام الصفقة وذلك بعد ان يدفع قيمة الورقة اوجزاء منها

اسواق اجلة:

ويطلق عليها اسواق العقود المستقبلية وهي تتعامل ايضا في الأسهم والسندات وتولكنمنخلالعقودواتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق بمعنى ان يدفع المشتري قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق والغرض من وجود هذه الاسواق هو تخفيض او تجنب مخاطر تغيير السعر مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الاسهم.

2 – ادوات سوق رأس المال :

تعتبر الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها منشآت الأعمال خاصة الأسهم والسندات في السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في أسواق رأس المال أو البورصات.

ويمكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق، فيمكن تصنيفها من حيث اهيتها إلى أوراق مالية تمثل حق الملكية وهي الأسهم العادية وأوراق مالية تمثل مديونية وهي السندات، وان كانت تصنف من أوراق أموال الملكية.¹

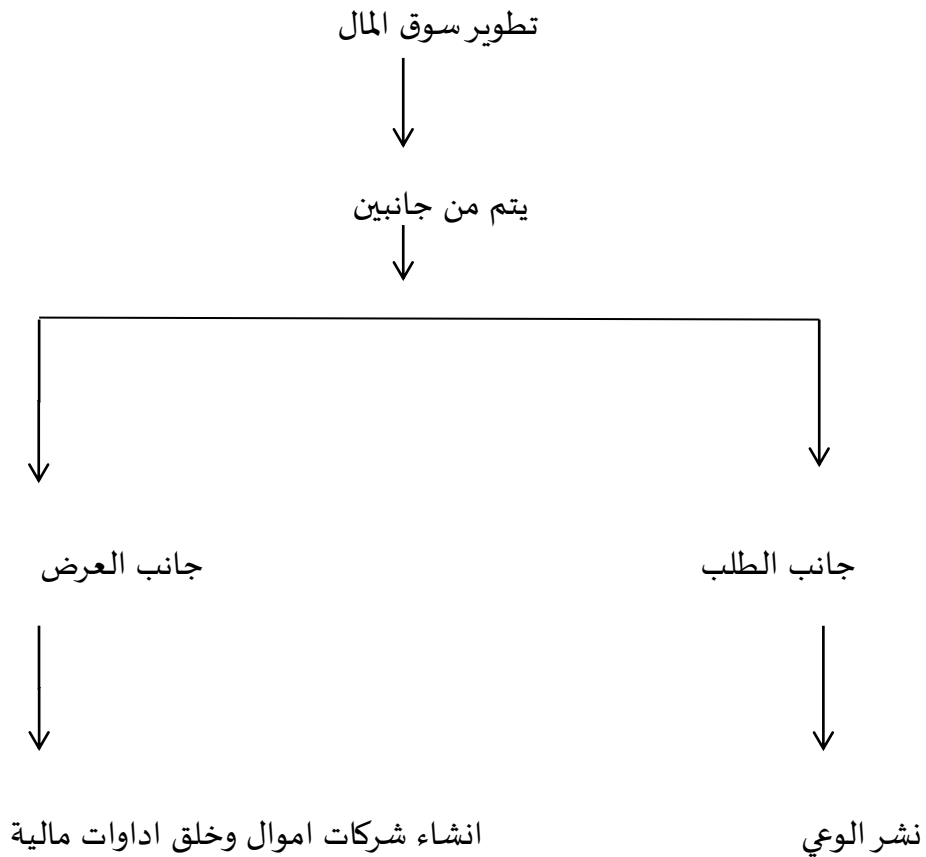
وكذلك يمكن تصنيف الأوراق المالية من حيث تاريخ استحقاقها إلى أوراق مالية قصيرة الأجل وأوراق مالية متوسطة الأجل وأوراق مالية طويلة الأجل، وهناك تصنيف ثالث للأوراق المالية وذلك على أساس سوق رأس المال الذي تتداول فيه.

حيث أن أسواق المال تنقسم إلى أسواق رأس المال وأسواق النقد، وكما سبق وأن ذكرنا فإن أسواق رأس المال تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل المتخلفة والنامية فإن التطوير لا بد أن يشمل الشقين معا، فليس

¹ - عبد الغفار حنفي: مرجع سبق ذكره، ص 261-262

هناك جدوى من زيادة العرض دون أن يكون هنالك طلبا كافيا ولهذا نجد أن هذه البلاد تسعى لزيادة المدخرات حيث أنها تمثل أهم الموارد الحقيقية للأموال اللازمة لأغراض التنمية ومن المعروف أن هذه المدخرات عادة ما تكون متدنية في هذه البلاد، ومن هنا يظهر دور المؤسسات المالية التي يتكون منها سوق المال والتي ينبغي ان تقوم بدور فعال في تجميع المزيد من المدخرات ومم يتبع ذلك من تنشيط سوق المال بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة.

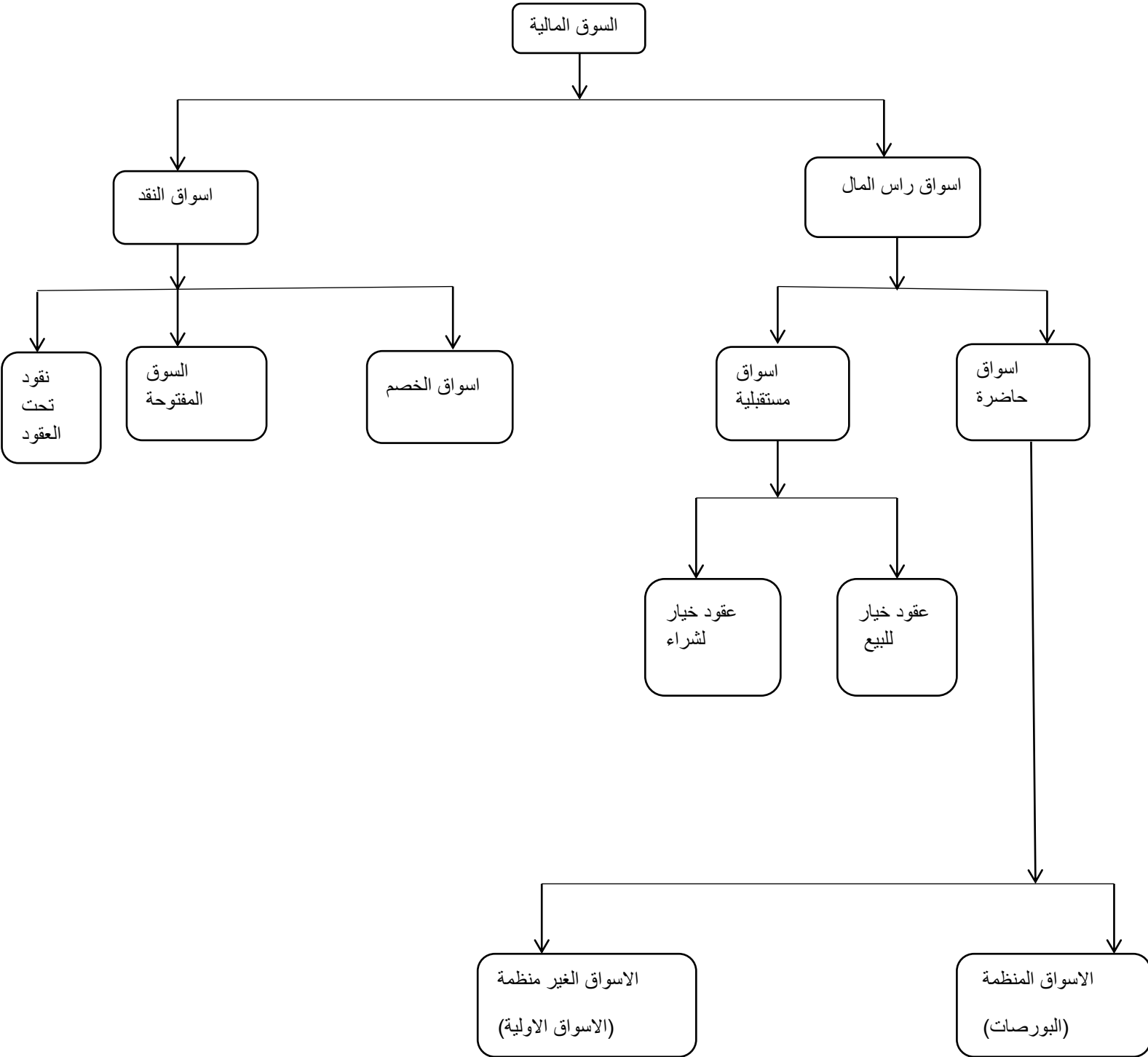
والشكل (1-1) يوضح كيفية تطوير سوق المال



المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على مذكرة ماستر بعنوان دور الاسواق المالية في تفعيل

التنمية الاقتصادية ، ص 19

الشكل (2-1) مكونات السوق المالية:



المصدر: من اعداد الطالبة اعتمادا على مذكرة ماستر بعنوان دور الاسواق المالية في تفعيل

التنمية الاقتصادية ، ص 20

خصائص سوق الأوراق المالية :

سوق الوراق المالية هي سوق من الأوراق المنتظمة .

التداول في سوق الأوراق المالية خاصة السوق الثانوي يتم من خلال الوسطاء.

التداول في الأوراق المالية يعطي صورة لظهور سوق منافسة كاملة يعتمد على الطلب العرض لتحديد السعر.

تمتاز أسواق الأوراق المالية بأنها واسعة يتم بها صفقات كبيرة تتسع لتشمل معظم أجزاء من العالم. .

تعتبر هذه الأسواق من اكثر الأسواق تطورا وتعطي المستثمر فيها فرصة كبيرة لتحقيق أرباح.

يتطلب الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المعرفة التامة بالمعلومات واتخاذ قرارات رشيدة .

وظائف سوق الأوراق المالية :

إيجاد حلقة اتصال بين البائعين والمشتريين .

تشجيع الادخار بفتح أبواب أمام صغار المدخرين

توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة

يساعد هذا السوق في رسم السياسة النقدية و المالية للدولة .

المساعدة في توفير المعلومات البيانات¹

الفرع الثاني: سوق النقد

مفهوم سوق النقد: هو عبارة عن سوق يتم من خلاله عملية الاقتراض والإقراض فيما بين البنوك المحلية أو المحلية والأجنبية أو فيما بين البنوك والمؤسسات المالية المحلية الأخرى، ويتأثر سوق النقد بطبيعة الحال بنوعية السياسة النقدية المطبقة، ويتركز على عامل أساسي مهم

¹ وليد صافي، الاسواق المالية والدولية، مرجع سبق ذكره ص 20-23

هو سعر الفائدة والعوامل التي تؤثر عليه سواء محلية أو خارجية تمكن من معرفة تحركات واتجاه اسعار الفائدة.¹

اهمية سوق النقد:

يعتبر سوق النقد رافداها ما لتمويل قصير الأجل لانه يوفر الفرصة للمقترضين بالحصول على الاموال اللازمة بالأجل القصيرة، ففي أموال تخص مستثمرين يرغبون باستثمار أموالهم على درجة عالية من الأمان وفي أصول مالية سريعة.

وفي ظل ما سبق فإن سوق النقد تلعب دورا فعالا على مستوى الاقتصاد الوطني من زاويتين هما:

يؤدي السوق النقدي دورا فعالا في تخطيط السياسة النقدية الدولية ، ويكون ذلك من خلال دور البنك المركزي في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، إذ يستطيع التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دورا قياديا في هذه السوق ، ان تحكم البنك المركزي المباشر في معدلات الفائدة قصيرة الأجل التي تمنحها البنوك التجارية تمكنه من السيطرة غير المباشرة على معدلات الفائدة طويلة الاجل ايضا. يستطيع البنك المركزي التأثير على السوق النقدي خلال عاملين هما العامل المتعلق بسياسة اعادة الخصم، ويكون ذلك بقيام البنك المركزي بخصم مالدى البنوك التجارية من كمبيالات واذون مقابل فائدة يتقاضها البنك المركزي نظير خصمه لهذه الاوراق ، اما العامل الثاني والمتعلق بعملية السوق المفتوحة ، ويكون ذلك بقيام البنك المركزي ببيع الاوراق المالية الحكومية او شراء الاوراق المتداولة في اسواق النقد او راس المال حسب الحاجة ووفقا لما تتطلبه عمليات التضخم والانكماش للمحافظة على الاستقرار النقدي والاقتصادي للدولة.

مزايا السوق النقد:

يتسم سوق النقد ببعض المزايا من أهمها المرونة العالية ، حيث تنخفض تكاليف إجراءات إتمام الصفقات المالية، كما تتميز أيضا بانخفاض درجة المخاطرة فيه وذلك لسببين، أولهما انخفاض درجة المخاطرة التي تنشأ عن احتمال هبوط أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه، وثانيتها تدني درجة مخاطرة الدين ذاته ، وهي كذلك المخاطرة التي ترتبط باحتمالات قدرة المدين على سداد دينه في موعد استحقاقه.²

¹ د. عبد الغفار الحنفي: اسواق المال، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الاسكندرية 2000، ص 255
² عيد المعطي رضا ارشيد واخرون - الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق دار زهران للنشر والتوزيع الاردن ص 36

المبحث الثاني: عناصر أدوات الاستثمارية المتداولة في الأسواق المالية

في السوق المالي وبشقيه السوق النقدي و سوق رأس المال تتداول عدة أنواع من الأوراق تختلف في عدة معايير من حيث كونها صك ملكية أو دين ، وكذلك ورقة قصيرة الأجل أو طويلة الأجل وتتدخل في ذلك فئات أو ما يسمى عناصر الداخلة في أركان الأسواق المالية بطريقة مباشرة و غير مباشرة، وهذا ما سيتم توضيحه في هذا المبحث.

المطلب الأول : أركان وعناصر الأسواق المالية و النقدية .

نلاحظ في أغلب الأوقات المؤسسات المالية أن تدفقاتها النقدية الداخلة أو التدفقات النقدية الخارجة يوجد بها اختلافات. فقد تكون الإيرادات التي هي تمثل تدفق نقدي داخل أو اقل من التدفقات النقدية الخارجة التي هي تمثل المصاريف.

ولذلك فهي تسعى دائما للاحتفاظ غالبا ما يترتب عليه تكاليف إضافية تتحملها هذه المؤسسات المالية إما عن طريق الفائدة المدفوعة لاقتراضهم للأموال، أو الفائدة الضائعة للأموال التي يتم اقتراضها في حالة ضياع فرصة الإقراض.

ولذلك حاولت هذه المؤسسات مواجهة هذه المشكلة 'للتكاليف الزائدة' من خلال محاولة الاحتفاظ بأصول ذات وسيلة عالية إمكانيات بيعها شرائها دون تحمل خسائر و تكاليف إضافية. وطبعاً هذا السوق هو السوق النقدي الذي يتم به تداول أدوات استثمار قصيرة الأجل.

بالتالي من خلال هذا المفهوم سنقوم بالتركيز على عملية انسياب الأموال ممن يمتلكونها إلى من

هم بحاجة لها، يتم هذا الانسياب إما بطريقة مباشرة أو غير مباشرة موضحين ذلك من خلال الرسم¹

وبالتالي سنقوم بشرح للفئات الثلاث الداخلة في أركان السوق المالي الفئات هي :

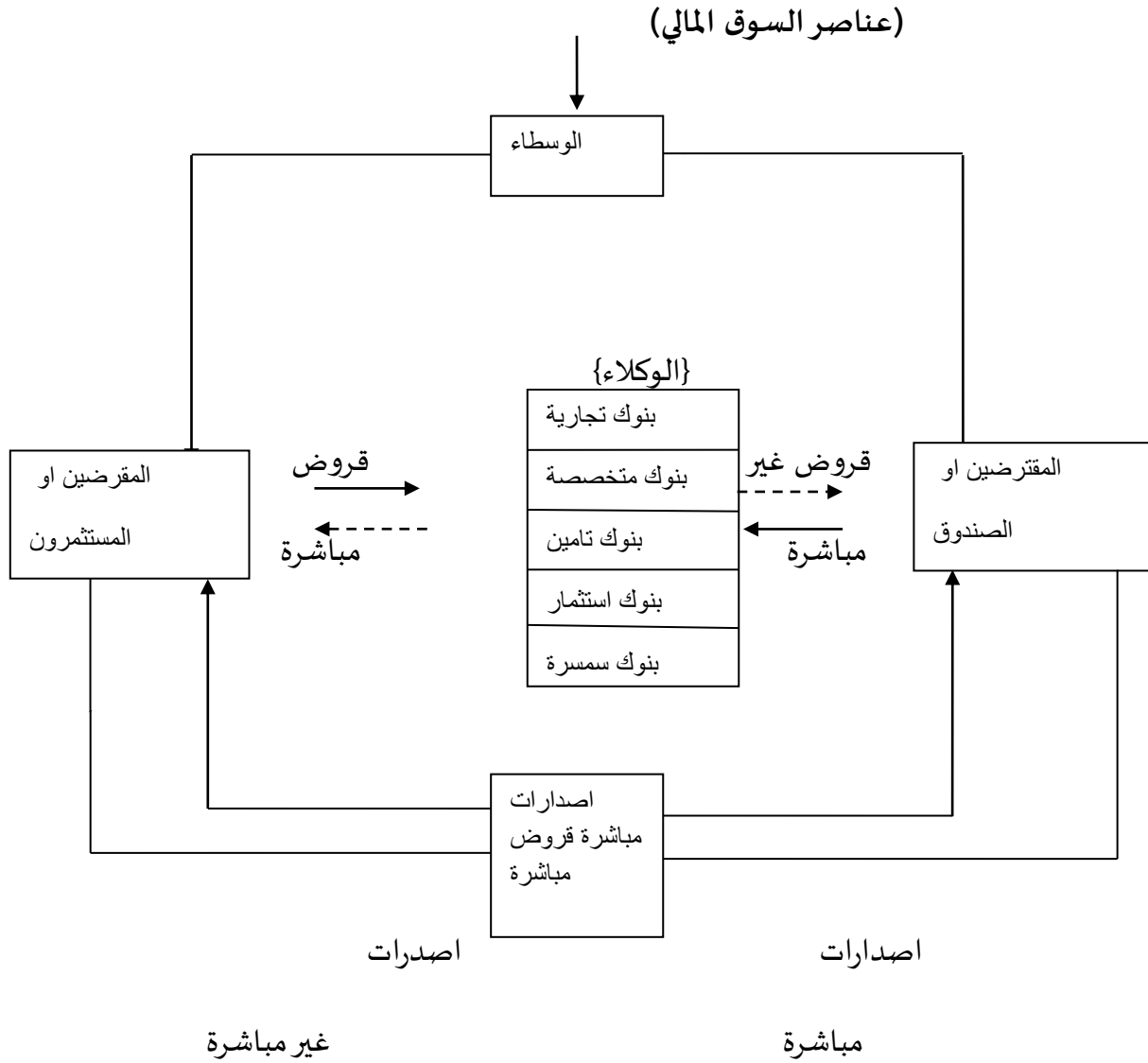
(1-4) فئة المقترضين المستثمرين

(2-4) فئة المصدرين المقترضين

(3-4) فئة الوسطاء

¹ د. د. وليد صافي، الأسواق المالية و الدولية، مرجع سبق ذكره

ويوضح هذه العلاقة من خلال الشكل رقم (1-3)¹: عناصر السوق المالي :



المصدر: د.وليد صافي، الأسواق المالية و الدولية

(1-4) فئة المقرضين المستثمرين:

وهي تمثل مصدر الأموال في السوق المالي، وتشمل هذه الفئة على الأفراد والمؤسسات التي تزيد مدخولها النقدي عن احتياجاتها الاستهلاكية فتتربغ في توظيف مدخراتها في السوق المالي ، وذلك من خلال عمليات الإقراض المباشرة أو في المتاجرة بالأوراق المالية .

¹ د.وليد صافي، الأسواق المالية و الدولية، مرجع سبق ذكره

نلاحظ أن مدخرات الأفراد تبقى في حقيقة الأمر هي المصدر الرئيسي للاستثمار ذلك بدون النظر إليالمؤسسات المالية و البنوك التجارية المتخصصة و شركات التأمين و الاستثمار. وذلك لأن الفوائض النقدية المجتمعة لدى هذه المؤسسات ليست سوى محصلة لمدخرات الأفراد فيها. مهما كانت طبيعة المستثمر أو القرض فإنه يهتم بمجموعة من العوامل أهمها: معدل العائد المتوقع-عامل الامان -عامل السيولة-تاريخ الاستحقاق.

(2-4) فئة المقترضين أو المصدرين :

وهي تمثل فئة الأفراد التي تقل دخولهم النقدية عن احتياجاتهم من الأموال اللازمة لأغراض الاستهلاك أو لأغراض التوسع . ويمكن الحصول على الأموال في الأسواق المالية إما بطريقة الاقتراض المباشر كما هو موضح بالشكل (1-1) أو عن طريق إصدار الأوراق المالية .

ويمكن أن يكون المقترض هنا فرد أو مؤسسة، ولكن يجب أن تثبت في العقد المبرم بين المقرض و المقترض جميع الشروط الأساسية للقرض كقيمته الاسمية ومدته، وسعر الفائدة، وتواريخ دفع أقساط الفائدة، وتاريخ سداد القرض، ويمكن أن نذكر بإيجاز عن عمليات إصدار الأوراق المالية باعتبارها المصدر الرئيس ي للتمويل في الأسواق المالية، ويمكن أن تتخذ لإصدار في هذه الحالات وهي الإصدار من قبل جهات حكومية بأخذ الشكل صورة السندات أو أذونات الخزينة . كما يمكن أن يكون المصدر شركة أهلية ويتخذ الإصدار في هذه الحالة إما صورة السندات أو صورة الأسهم العادية أو الممتازة.

(3-4) فئة الوسطاء:

يقوم الوسطاء في السوق المالي بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الاوراق المالية من جهة و الجهة المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى وقد يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا بحسب قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته¹ وسيتم ذكر بإيجاز دون توسع الخدمات، وتنقسم إلى:

¹ دوليد صافي، الاسواق المالية والدولية مرجع ذكره

(1-3-4) السماسرة:

وتتميزها عدة اشكال من الاوامر خاصة "السمسار" وهي:

(امر سوقي-امر محدد-امرتوقف-امرفوري-امر مطلق-امر محدد بزمن)

(2-3-4) خدمات صانعو السوق

(3-3-4) خدمة متعاهد تغطية الاصدارات الاولية

المطلب الثاني: الادوات المالية المتداولة في سوق النقد

يعتبر سوق النقد مصدر للتمويل قصير الأجل فهو يوفر فرصة للمقترضين بالحصول على القروض قصيرة الأجل، وذلك من أموال المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة.¹

وبجانب القروض المباشرة قصيرة الأجل تتوفر في سوق النقد مجموعة أخرى من أدوات الاستثمار أهمها ما يلي :

1-شهادات الإيداع المصرفية القليلة التداول.

2-القبولات المصرفية.

3-أذونات الخزينة .

4-الأوراق التجارية.

5-اليورو دولار (الدولار الأوروبي).

وسنذكر أدوات دين أخرى متداولة ولكنها أدوات طويلة الأجل يتعامل بها في سوق رأس المال وسوق النقد وهي:

6-السندات

وسنورد الان الانواع والادوات المتعددة كادوات دين مستخدمة في سوق النقد:

1-شهادات الايداع المصرفية قليلة التداول:

¹ د.وليد صافي، الأسواق المالية و الدولية، مرجع سبق ذكره

ويقصد بها شهادات غير شخصية تصدرها المصارف التجارية يمكن لحاملها التصرف فيها، بالبيع أو التنازل، ويمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدون و المسجل على الشهادة. وغالبا تكون القيمة الاسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادات اكبر من مثيلهما من الشهادات الشخصية غير قابلة للتداول في السوق معملاحظة إن معدل الفائدة لكلا النوعين يتناسب طرديا مع تاريخ الاستحقاق. ولأن هذه الشهادات تعد بمثابة ودائع لأجل ،فانه لا يجوز استرداد قيمتها من المصرف المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق، فان الطريقة الوحيد للتصرف بها قبل تاريخ الاستحقاق بعرضها للبيع في السوق الثانوي الذي يشمل على ما يسمى بيوت السمسرة، المصارف التجارية ، وجميع المؤسسات المالية التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل.

2-القبولات المصرفية:

تمثل الكمبيالات المصرفية تعهدا كتابيا بإعادة مبلغ اقترضه شخص ما من احد المصارف ويمكن للمصرف الاحتفاظ بالتعهد حتى تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعه لشخص آخر وبيعه بدوره لطرف ثالث..وهكذا

وفي تاريخ الاستحقاق يحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محرره (المقترض الأصلي)، وإذا فشل في ذلك يحق له بالعودة إلى المصرف الذي قبل التعهد من البداية ويمكن أن يكون لهذه الكمبيالات سوق ثانوي يتمثل في المصارف التجارية وبيوت السمسرة.

3-اذونات الخزينة :

تمثل أوراق مالية حكومية قصيرة الأجل لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة تتميز أذونات الخزينة بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية، فالأذن عادة ما يباع بخصم أي (بسعر اقل من قيمته الاسمية).

وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على أذن الخزينة. ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يجنيه المستثمر إذا ما قرر حامل الأذن (المستثمر) التخلص منه قبل تاريخ الاستحقاق فانه يضمن على الأقل (استرداد القيمة التي سبق أن دفعها لشرائه).

4-الاوراق التجارية:

تتمثل هذه الأوراق في كمبيالات تتراوح تاريخ استحقاقها من خمسة أيام إلى تسعة شهور. ونعتبر هذه الأوراق التجارية فقط (الكمبيالات) التي تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم .

وغالبا تحصل هذه المنشآت على ائتمان مفتوح لدى بعض المصارف التجارية، وبالتالي هذه ميزه تعطي هذه الأوراق القوة.

5-الدولار الاوروبي 'اليورودولار':

يرمز هذا المصطلح (اليورودولار) إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها مصارف في خارج الولايات المتحدة الأمريكية، وعلى الأخص المصارف الأوروبية. وتتكون من عدد من المصارف الكبيرة في لندن، وبعض البلدان الأوروبية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار. بمعنى أنها تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار الأمريكي فقط، وتمتاز القروض التي تقدمها تلك المصارف بضخامة القيمة وقصر تاريخ الاستحقاق.

ولم يعد الأمر قاصرا على الدولار إذ أصبح هناك سوق للعملات الأوروبية موازيا لسوق الدولار الأوروبي، ويمكن أن تلجأ إليه المصارف وغيرها من المؤسسات المالية بهدف الاقتراض. وتعتبر المصارف التي لها تعامل دولي في الدولار الأمريكي أو في العملات الأوروبية هي السوق الثانوي الذي تتداول فيه صكوك تلك القروض.

ويوجد العديد من مستجدات أدوات المديونية الدولية الحديثة و المتجددة تطور على هذه الأدوات ويمكن أن نذكر بعض هذه الأدوات على سبيل المثال لا الحصر. (اتفاقيات إعادة الشراء - شهادات المديونية - كمبيلات الخزنة - قرض فائض الاحتياطي الالزامي). وسنورد النوع والادوات الوحيدة المستخدمة في سوق رأس المال كأداة من ادوات الدين (المديونية).

6-السندات

هي عبارة عن ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة، قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة و تطرحها للاكتتاب العام أو الخاص، ضمن حدود القانون للحصول على قرض لا تقل مدته عن خمسة سنوات، وتتعهد الشركة بموجب هذا "سداد القرض و فوائده وفقا لشروط الإصدار". وبالتالي يعتبر السند أداة تمويل طويلة الأجل تصدرها الشركات المساهمة العامة للاقتراض في سوق رأس المال.¹

¹ د.وليد صافي، الأسواق المالية و الدولية، مرجع سبق ذكره

المطلب الثالث: الأدوات المالية المتداولة في سوق المالي

إن التركيز هنا لأدوات الملكية مرتكز على بعض الأنواع داخل سوق رأس المال، ويمكن أن نميز بين ثلاثة أنواع أساسية (أدوات) كملكية في هذا السوق وهي: (التعهدات-التعهدات-الأسهم).

1-التعهدات:

هو صك تصدره الشركة المساهمة في السوق الولي مرفقة بإصدارها من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (الأسهم الممتازة و السندات) وهذا بهدف الترويج لهذه الأوراق هن طريق توفير مزايا إضافية تشجع على شرائها ويعطي التعهد للمستثمر الحق في شراء عدد محدد من الأسهم العادية للشركة المصدرة بسعر محدد وذلك. خلال مهلة محددة من تاريخ الإصدار ويسقط حق المستثمر في استخدامها بعد انقضاء مهلتها المحددة.¹

2-الخيارات:

تختلف الخيارات عن التعهدات ببعض النواحي مثلا إن الخيارات تصدر من متعهدي إصدار هذه الأوراق وليس من شركات مصدرة للأوراق المالية. ومتعهدي إصدار الخيارات هم مؤسسات مالية تقوم بدور الوساطة مثل بنوك الاستثمار وغالبا ما تكون مدة الخيار اقصر من مدة التعهد لان الخيار غالبا لا يتجاوز العام الواحد. بعكس التعهد الذي قد يمتد إلتلاث أو خمس سنوات ويلاحظ أنه لا يوجد حدود عليا للخيارات التي يمكن إصدارها بعكس التعهدات التي تكون بالغالب محددة بحد أعلى للإصدار.

3-الاسهم:

تعريفه: هو صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي الحق للمساهم لتمثيل حصته في رأس مال الشركة. يعتبر السهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة. وتطرح الأسهم للاكتتاب العام ضمن فترة محددة يعلن عنها مع الإصدار لهذه الأسهم.

المبحث الثالث: كفاءة الاسواق المالية والمؤشرات المالية الاقتصادية

كفاءة سوق الأوراق المالية مصطلح يتعلق بالعلاقة بين الورقة المالية و نوعية المعلومة المتوفرة كما سيتم إظهارها أدناه.

¹ د.وليد صافي، الأسواق المالية و الدولية، مرجع سبق ذكره

المطلب الاول: كفاءة الأسواق المالية

يكتسب مفهوم الكفاءة أهمية كبيرة للمتعاملين في الأسواق المالية لما له تأثير على أسعار الأوراق المالية التي تترتب عليها نتائج اقتصادية يتأثر فيها المجتمع ككل، دائما تؤثر على ثروة المتعاملين في السوق المالي يضمها التأثير على كلفة مصادرة للأموال للشركات، إن عدم الكفاءة معناه انحراف القيمة السوقية للسهم عن القيمة الحقيقية ويعني أيضا فسح المجال لبعض بالقيام في استغلال معلومات معينة لتحقيق عائد غير عادي، السوق الغير لكفو هو الذي يتضمن تكلفة عالية وتوظيف المدخرات. في أوجه الاستثمارات المختلفة وتنتقل هذه التكلفة إلى مدخرين والمستثمرين متمثلة في العملات و انخفاض معدلات الفائدة على الإقراض مع ارتفاع تكلفة الاقتراض.¹

تعريف كفاءة السوق :

هي تمثل سرعة استجابة الأسعار فيه وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين منه . وتصبح الأسعار للأوراق المالية المتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة، ويتوفر للمتعاملين في السوق المالي معلومات مختلفة ستؤدي إلى تقلب هذه الأسعار.

ويجب توفر شرطين أساسيين على الأقل حتى نستطيع القول أن هذا الورق المالي كفؤ وهما:

1- أن تنعكس الأسعار السائدة في السوق جميع المعلومات المتاحة للمتعاملين فيه

2- أن يتم عكس هذه المعلومات وتوفرها بطريقة غير متحيزة

المطلب الثاني: مقياس كفاءة السوق المالي:

تتفاوت الأسواق المالية فيما بينها من حيث مستوى الكفاءة والفعالية و يعود ذلك للاختلاف في الإمكانيات المتاحة والمتوفرة للاستخدام من قبل المتعاملين مع مثل هذه الأسواق.²

مؤشرات السوق المالي:

(1-1) انخفاض تكلفة التبادل في السوق المالي:

نقصد بذلك الصفقات المالية، ونذكر هنا هذه الميزة والخاصية في حال توفرها إنما تعبر عن الكفاءة الداخلة للسوق المالي.

¹د محمد مطر ،ادارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العلمية ،الطبعة الاولى 1993 عمان
²د.وليد صافي،الأسواق المالية و الدولية ،مرجع سبق ذكره

2-2) سرعة التكيف والاستجابة:

يقصد بها هنا سرعة التكيف، أو استجابة الأسعار السائدة فيه للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيه. ونذكر هنا أن هذه الخاصية تعبر عن مستوى (مؤشرا) للكفاءة الخارجية للسوق المالي.

شروط خصائص كفاءة السوق المالي:

أن توفر الخاصيتين السابقتين لكفاءة السوق المالي متوقف على توفر الشروط التالية لكفاءة السوق المالي وهي:

1-2) أن تسود السوق المالي المنافسة الكاملة، وبالتالي تحقق هذا الشرط مرتبط بتوفر عدد كبير من البائعين والمشتريين، وأن يكون لهم حرية الدخول والخروج من السوق. ويحقق هذا الشرط ما يعرف بخاصية (العمق والاتساع). وهي تقلل من نشوء ما يسمى بالاحتكار، و كما يمكن أن تظهر لنا خاصية أخرى داخل هذا الشرط وهي الاستجابة وهذه الخاصية كل التغيرات الحاصلة في الأسواق المالية خاضعة فقط (لعوامل العرض والطلب) .

2-2) أن يوفر هذا السوق خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيه . من خلال توفر السيولة يستطيع المستثمر سواء كان بالشراء أو البيع للأوراق المالية بسعر التكلفة و بالوقت و السرعة المناسبة. ويوفر هذا الشرط خاصية (استمرارية الأسعار السائدة) وهي تعمل على تقليل ما يسمى (المضاربة) لأنها تقلل من التقلبات المفاجئة للأسعار.

2-3) أنتتوفر للسوق المالي وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة . وغالبا تكون هذه المعلومات خاصة بالسعر أو حجم عمليات التبادل، ومعلومات عن مؤشرات العرض و الطلب سواء كان في الوقت الحاضر أو المستقبل، ونتيجة لذلك ظهرت لنا نشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.

2-4) يشترط أن يكون المتعاملين في السوق المالي محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة إدارة السوق .

ويجب أن تكون هذه الهيئة محايدة، مكونة من أفراد ذوي خبرة كافية وأن يتوفر لديهم مجموعات

استشارية، وتستمد هذه الهيئة سلطتها من خلال اللوائح والقوانين التي تساعد على توفر جو من الاستقرار داخل السوق يزيد من فعالية السوق المالي.¹

المطلب الثالث: أهمية الاسواق المالية في الاقتصاد.

لقد أصبحت أسواق الأوراق المالية في الوقت الحاضر ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي، ودعامة قوية من دعائمه، لأنها تمثل إحدى الآليات الهامة في تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى مسارها الصحيح.

وللوقوف على أهمية الدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية، سوف يتم التطرق لأهميتها بالنسبة للأفراد والمؤسسات.

(1) أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد:

تنبع أهمية سوق الأوراق المالية للأفراد سواء العاديين أو المحترفين من أنها تهدف إلى أن يجده هؤلاء الأفراد أسلوباً

منظماً لتوظيف أموالهم ومدخراتهم (مهما بلغ حجمها) بما يحقق لهم عائداً يفوق في المتوسط ما قد يحصلون عليه من الصور الأخرى للاستثمار كالدائع والعقارات، وفي الوقت ذاته تصبح سوق الأوراق المالية أداة

لإشباع رغبات المستثمر الصغير الذي لا يقدر على إنشاء المشروعات لصغر ما يملكه من رأس مال، وأيضاً المستثمر الكبير بإتاحة فرصاً لاستثمار أموال كليهما لشراء الأسهم والسندات المطروحة للتداول.² كما أن هذه السوق تمكنه ممن الحصول على السيولة في الوقت المناسب مع إمكانية استرداد أموالهم بأقل خسارة ممكنة، وإن لم يكن أكبر ربح ممكن، وفي أسرع وقت، بحيث يكون التعامل في الأوراق المالية مشابه العمليات السحب، والإيداع في البنوك التجارية. ومن ثم يمكن القول بأن سوق الأوراق المالية توفر قنوات ومدخل سليمة لاستثمار المدخرات، كما أنها تحقق جملة من المنافع الاقتصادية، أهمها منافع الحياة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب.

(2) أهمية سوق الأوراق المالية للشركات:

¹ د. وليد صافي، الأسواق المالية و الدولية، مرجع سبق ذكره

² مصطفى رشدي شبيخة، زينب حسن عوض الله، النقود والبنوك والبورصات، الاسكندرية، دار المعرفة الجامعي، 1992.

تستمد سوق الأوراق المالية أهميتها على مستوى الشركات، من كونها تلعب دورين مميزين، أحدهما مباشر والآخر غير مباشر.

ويعزى الدور المباشر إلى حقيقة أن المستثمرين عندما يشترون أسهم منشأة ما، فإنهم في حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية، وبناء عليه فإن المنشأة التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة يعلم بها المتعاملون في السوق من خلال مصادر المعلومات التي يفترض أنها متوافر-هي التي ستتاح لها فرص مواتية لإصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بأسعار مرتفعة يحقق حصيلة وفيرة للإصدار، وهذا يعنى انخفاض تكلفة الأموال، أي انخفاض تكلفة الاستثمار. أما الدور غير المباشر، فينجم عن أن إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم منشأة ما يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين الذين لن يترددوا في تزويدهم بالمنشأة بما تحتاجه من أموال إضافية، وبسعر فائدة معقولة وبشروط ميسرة.¹

كما تلخص أهمية السوق المالي في النقاط التالية:

- أ- من خلال السوق يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها الى سيولة نقدية عند الضرورة
- ب- تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتنشيط حالة الاقتصاد القومي ككل.
- ج- تمكين اصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على راس المال اللازم لانشاء مشاريع اقتصادية جديدة او توسيع الطاقة الانتاجية في مشاريعهم .

¹ منير هندي، الأوراق المالية واسواق راس المال، الاسكندرية، توزيع منشأ المعارف، 1997، ص663

خلاصة:

تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي تمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج، وبالتالي فإن أسواق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها، ولقيام سوق أوراق مالية يجب توفر مقومات رئيسية حتى تحقق الهدف الذي أنشأت من أجله، والمتمثلة في المناخ الاستثماري الملائم حيث بات وجود أسواق للأوراق المالية داخل أي اقتصاد لا غنى عنه خاصة بالنسبة للدول النامية التي تعاني من شح في الموارد المالية وضعف في الآليات القادرة على تعبئة المدخرات وحشدها. كما تبرز أهمية أسواق الأوراق المالية من خلال قيامها بالعديد من الوظائف التي من شأنها رفع معدلات المشاريع الاقتصادية، ودفع عجلة التنمية، والتخصيص الأمثل للموارد المتاحة، وتوفير التمويل اللازم للاستثمار باعتبارها أحد أهم مصادر التمويل في عصرنا الحالي.

الفصل الثالث :اثر نشاط صناديق
الاستثمار على اداء السوق المالية
السعودية

تمهيد:

لقد أدى التطور الكبير الذي عرفته الأسواق المالية العالمية إلى سعي المملكة العربية السعودية هي الأخرى إلى تطوير سوقها المالية، وتحظى هذه الأخيرة باهتمام كبير نظراً لأهميتها ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية المستدامة، وفي إنجاح برنامج الخصخصة الذي تتبناه المملكة، إضافة إلى توفير قنوات استثمارية مهمة كصناديق الاستثمار، تسهم في استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، وتسهيل التداول بإدخال تقنيات حديثة للسوق كنظام التداول الإلكتروني "تداول".

ومن خلال هذا الفصل سنحاول الإجابة على التساؤل التالي:

هل تؤثر صناديق الاستثمار السعودية باعتبارها قناة استثمارية مهمة، على أداء السوق المالية السعودية؟ يتضمن هذا الفصل مبحثين اثنين هما:

المبحث الأول: التعريف بالسوق المالية السعودية وصناديق البنك السعودي البريطاني

المبحث الثاني: دراسة الارتباط بين نشاط صناديق الاستثمار وأداء السوق المالية السعودية.

المبحث الاول:التعريف بالسوق المالية السعودية وصناديق البنك السعودي البريطاني

تعتبر السوق المالية في المملكة العربية السعودية الأكبر والأكثر نمواً بين أسواق دول الخليج والشرق الأوسط، وهي متنوعة تجتذب اهتمام بعض مديري

صناديق الاستثمار الأجنبية، ويوجد بها العديد من الشركات والمصارف والصناديق الاستثمارية وسنحاول في هذا المبحث التعرف على سوق الاسهم السعودية واحد مديري صناديق الاستثمار، وهو البنك السعودي البريطاني الذي يدير مجموعة من الصناديق التي تنشط في هذه الاسواق .

المطلب الاول :سوق الاسهم السعودية:

اولاً:نبذة تاريخية عن سوق الاسهم السعودية¹

تعود البدايات التاريخية لسوق الأسهم السعودية إلى عام، 932، عندما تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية وهي الشركة العربية للسيارات، وتوالى فيما بعد إنشاء شركات اخرى خصوصاً في السبعينيات ففي سنة 1975 كان هناك 14 شركة مساهمة، ومع تطور عدد شركات المساهمة نشأت سوق غير رسمية للاسهم فياوائل الثمانينيات، وفي عام 1984 صدر الامر السامي رقم 8/1230 والقاضي بتنظيم تداول وتم تشكيل لجنة وزارية تتالف من وزارة المالية والاقتصاد الوطني، ووزارة التجارة ومؤسسة النقد بهدف تنظيم وتطوير السوق وبعد ذلك اوكلت مهمة الاشراف على نشاط السوق وتنفيذ القواعد المنظمة لعملية التداول الى مؤسسة النقد العربي السعودي.

وقد أدخل نظام التسوية الآلية والتقاص في عام 1989، وفي عام 1990 بدأ السوق مرحلة جديدة حيث تم تطبيق النظام الالي (نظام esie)، وهو نظام مختص بالتداول وعمليات التسوية والتقاص، واسمر العمل به الى حلول العام 2001، حيث تم استبداله بنظام "تداول" ابتداء من اكتوبر 2001 م وهو نظام الي متكامل ومتطور من حيث آليات التداول والتسوية والتقاص.

وقد شهدت السوق السعودية نقلة نوعية جديدة بصدور "نظام السوق المالية" وفقاً للمرسوم الملكي رقم (م/3 بتاريخ 2003/7/31 م)، الذي قضى بإعادة هيكلة السوق المالية من الناحية التنظيمية والإشرافية وإنشاء هيئة السوق المالية وهي تمثل الجهاز الحكومي المسؤول عن إدارة وتنظيم السوق المالية السعودية (تداول) حيث ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء، إذ تتمتع الهيئة بالشخصية

¹ http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/_s_7_0_A/7_0_4B0?cID=6_1_9E&nID=7_0_49

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري ، وتهدف لتنظيم وتطوير السوق المالية في المملكة، ولها وضع وفرض اللوائح والقواعد الهادفة الى حماية المستثمرين ، وضمان العدالة والكفاءة في السوق المالية السعودية (التداول).

وفي 19 مارس 2007 وافق مجلس الوزراء السعودي على تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم "شركة السوق المالية السعودية " (تداول). ياتي القرارتنفيذا للمادة عشرين من نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي الكريم رقم(م/30)، والتي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة.

ومن اهم اغراض الشركة توفير وتهيئة وادارة اليات تداول الاوراق المالية والقيام باعمال التسوية والمقاصة للاوراق المالية و ايداعها وتسجيل ملكياتها ونشر المعلومات المتعلقة بها ، يبلغ راس مال الشركة 1,2مليار ريال مقسما الى 120مليون سهم متساوية القيمة.

وباستثناء مواطني مجلس التعاون الخليجي فلا يسمح لغيرهم بالاستثمار مباشرة في أسهم الشركات المدرجة في قائمة السوق السعودية ، علما بأنه من الممكن الاستثمار بشكل غير مباشر عن طريق الصناديق الاستثمارية.

ما يلاحظ من خلال النبذة الموجزة عن نشأة السوق المالية السعودية، أن هذه الأخيرة ظهرتقبل إصدار القوانين والتشريعات المنظمة لها كبقية دول العالم.

ثانيا: خصائص سوق الاسهم السعودية

تعد سوق الأسهم السعودية أكبر الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية أو ما يعرف "برسمة السوق" وأحجام التداول اليومية ومعدلاتها، كما تحتل مراتب متقدمة جدا في تصنيفها بين الأسواق الناشئة ويتضح ذلك في مايلي :

1-عدد الشركات المدرجة:

بلغ عدد شركات المدرجة في السوق المالية السعودية بداية العام 2001م حوالي 67شركة ، ليصل في نهاية عام 2006 الى 85شركة ، وخلال عام 2007 وصل اجمالي عدد المدرجة بالسوق الى 111شركة، وفي نهاية شهر جانفي من العم الحالي 2008 بلغ عدد الشركات المدرجة في السوق 112 شركة موزعة على ثمانية قطاعات هي:قطاع البنوك (10)مصارف،الصناعة (38)شركة،الاسمنت (8)شركات

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

الخدمات(29)شركة ،قطاع الكهرباء شركة واحدة ،قطاع الاتصالات ويضم شركتين ،قطاع التأمين(15)شركة واخيراقطاع الزراعة الذي يضم 9 شركات

2-حجم التداول:

يوضح الجدول التالي رقم (2-1) تطور عدد وقيمة الاسهم المتداولة لمدة 10سنوات الاخيرة

الفترة	عدد الاسهم المتداولة	نسبة التغير %	قيمة الاسهم المتداولة (مليون ريال)	نسبة التغير %
1998	295		51,509	
1999	528	%79	56,579	%10
2000	555	%5	65,293	%15
2001	692	%25	83,601	%28
2002	11,430	%151	133,787	%60
2003	35,414	%210	596,510	%346
2004	63,675	%80	1,773,859	%197
2005	70,996	%11	4,138,696	%133
2006	73,439	%3	5,261,581	%27
2007	58,862	%20-	2,557,713	%51-

بيانات الكمية المتداولة للفترة (2002-2007)معدلة لجميع اجراءات الشركات.

المصدر:الموقع الرسمي لسوق الاسهم السعودية (تداول)،متوفر على الحامل

http://www.tadawul.com.sa/Resources/Yearly_ar.html

ارتفعت قيمة التداول في عام 2006 إلى 5,261.851مليار ريال سعودي مقارنة بعام 1998الذي بلغت فيه قيمة التداول 51,509مليار ريال سعودي.كما ارتفع عدد الأسهم في عام 2006 إلى 73.439مليار سهم مقارنة بسنة 1998 التي بلغ فيها عدد الأسهم المتداولة 295مليون سهم.ويرجع ذلك إلى عدة عوامل

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

منها:زيادة عدد الشركات المدرجة والنمو الذي شهده الاقتصاد الكلي وتدفق السيولة إلى داخل السوق، وارتفاع حجم التداول وبالتالي زيادة قيمة التداول. وبلغت القيمة الإجمالية المتداولة خلال عام 2007 نحو 2,557.71 مليار ريال اي مايعادل 862,06 مليار دولار أمريكي مقابل 5,261.85 مليار ريال (1,403.2 مليار دولار أمريكي) للعام السابق محققة بذلك انخفاضا بلغت نسبته %51.39 وتبعاً لذلك انخفض المتوسط اليومي لقيمة الأسهم المتداولة من 19.86 مليار ريال إلى 10.31 مليار ريال بنسبة انخفاض بلغت %48.06.

أما إجمالي عدد الأسهم المتداولة فقد انخفض من 73.44 مليار سهم سنة 2006 إلى 58.86 مليار سهم تم تداولها عام 2007 أي بانخفاض قدره 19.85، وانخفض بذلك المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة من 277.13 مليون سهم إلى 237.35 مليون سهم بنسبة انخفاض بلغت %14.35.

وتجدر الإشارة أن عدد أيام التداول خلال 2007م، بلغ 248 يوماً مقابل 265 يوماً خلال عام 2006م. أما عن شهر جانفي 2008 فقد بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة 329.44 مليار ريال سعودي (87,85 مليار دولار أمريكي) وذلك بارتفاع بلغت نسبته %28.90 عن الشهر السابق (ديسمبر 2007م). وقد وصل إجمالي عدد الأسهم لشهر جانفي 2008م، 8.04 مليار سهم مقابل 2.53 مليار سهم تم تداولها خلال الشهر السابق، وبلغ عدد أيام التداول خلال هذا الشهر 22 يوماً مقابل 19 يوماً خلال شهر ديسمبر 2007م

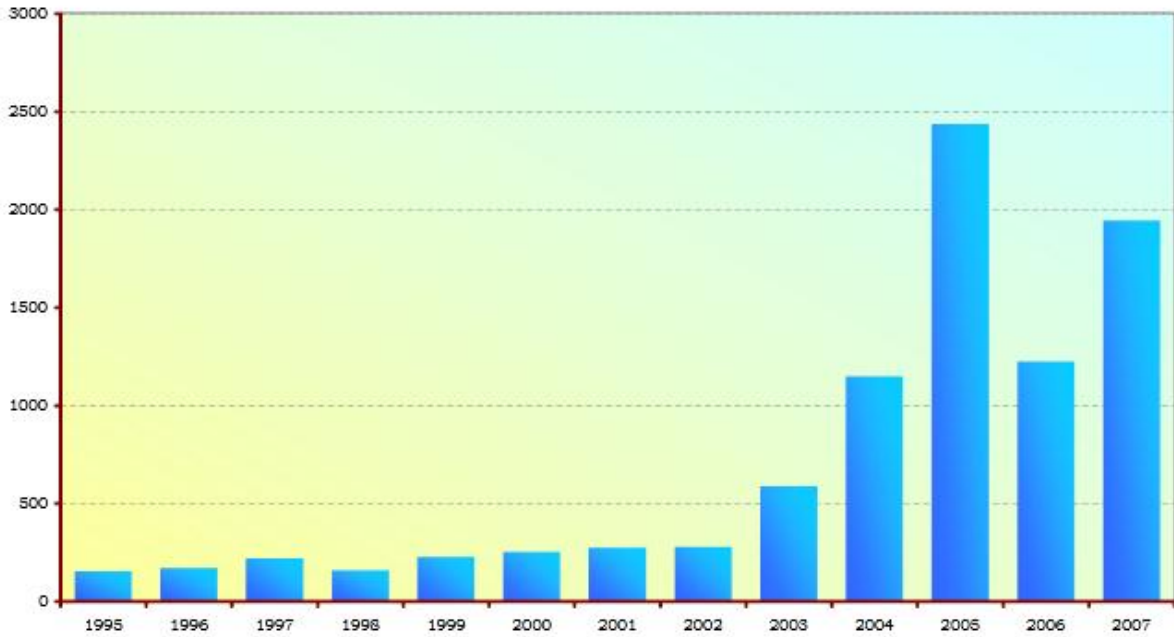
3- القيمة السوقية :

بلغت القيمة السوقية للأسهم المصدرة نهاية عام 2007م، 1,946,35 مليار ريال اي مايعادل 519,03 مليار دولار أمريكي وذلك بارتفاع بلغت نسبته %58,77 مقارنة مع نهاية عام 2006م.

أما إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال عام 2007م فقد بلغ 65.67 مليون صفقة مقابل 96.10 مليون صفقة تم تنفيذها خلال عام 2006م بنسبة انخفاض بلغت %31.67 وقد بلغ المتوسط اليومي لعدد الصفقات المنفذة خلال 2007م نحو 264.78 ألف صفقة، مقابل 362.63 ألف صفقة كمتوسط يومي خلال العام 2006م بنسبة انخفاض بلغت %26.98.

ويمكن توضيح تطور القيمة السوقية للأسهم المصدرة من السنة 1995 الى غاية 2007 في الشكل التالي:

الشكل رقم (1-4) القيمة السوقية المصدرة 1995-2007 (مليار ريال)



المصدر: ادارة معلومات السوق – تداول التقرير الاحصائي السنوي لاداء السوق المالية السعودية (التداول) 2007.

من خلال الشكل نلاحظ أنالقيمة السوقية للأسهم المصدرة في تطور مستمر، وقد بلغت أقصى ارتفاع لها سنة 2005م إذ وصلت إلى 2,438.20مليار ريال سعودي، تبعها انخفاض بنسبة %49.72 في سنة 2006م إذ

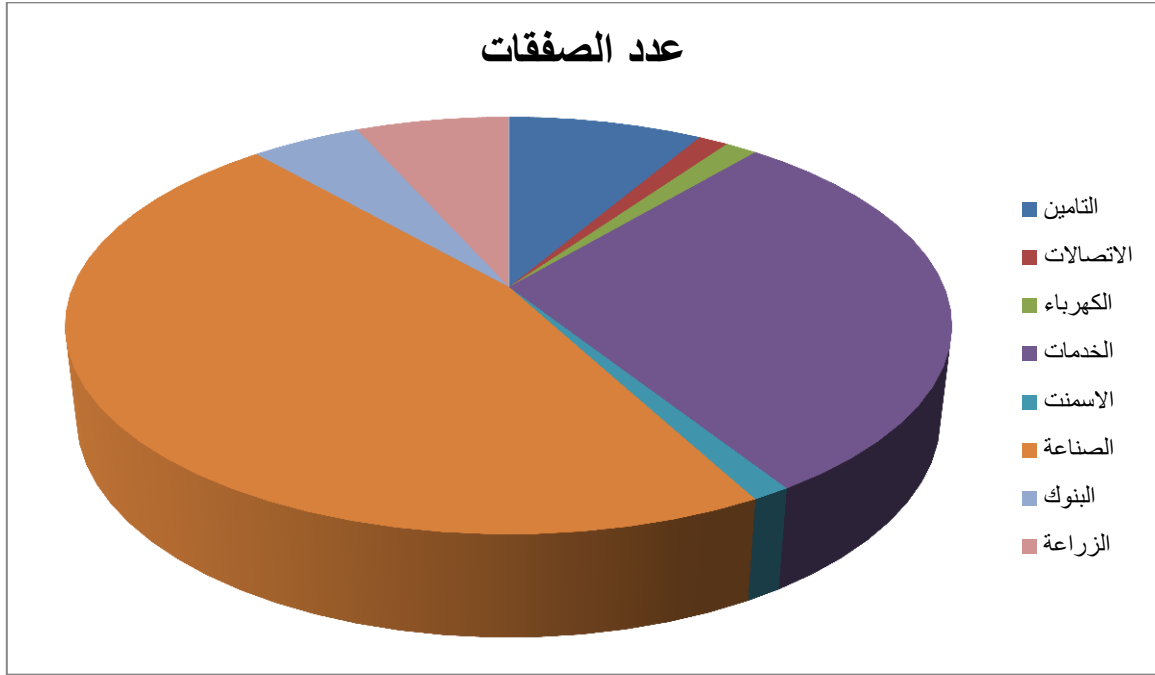
بلغت القيمة السوقية 1,225.88 مليار سعودي ،لتعود للارتفاع في

سنة 2007م حيث وصلت إلى 1,946.35مليار ريال بنسبة ارتفاع قدرت بـ %58.77

أما الشكل التالي فيبين نسبة عدد الصفقات المبرمة لكلقطاع من قطاعاتالسوق خلالشهر

جانفي 2008م:

الشكل رقم(1-5) نسبة الصفقات المبرمة لكل قطاع



المصدر: ادارة معلومات السوق - تداول ، "التقرير الاحصائي الشهري لاداء السوق المالية السعودية (التداول)" - جانفي 2008م

من خلال الشكل نلاحظ أن قطاع الصناعة يحتل المرتبة الأولى بنسبة 46.4% يتبعه قطاع الخدمات في المرتبة الثانية بنسبة 29.8%، يليه قطاع الزراعة في المرتبة الثالثة، وفي المرتبة الأخيرة قطاع الإسمنت بنسبة 1.2% من إجمالي عدد الصفقات المبرمة خلال شهر جانفي 2008م

4- تطور قيمة مؤشر السوق:

يعطي مؤشر السوق فكرة عامة عن اتجاه أداء السوق، حيث يمثل المقياس الذي يتعرف من خلاله المستثمر على وضع السوق لتحديد اتجاه قوى البيع أو الشراء، والمستوى العام للارتفاع أو الانخفاض في أسعار الشركات المدرجة في السوق .

ويقيس المؤشر العام (TASI) في السوق السعودية مستوى الأسعار العام للشركات المدرجة في السوق (إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق في ذلك اليوم/إجمالي القيمة السوقية للأسهم المدرجة في المؤشر لفترة سابقة)، أما مؤشر القطاع فهو مؤشر خاص بقياس مستوى الأسعار

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

العام لشركات القطاع في السوق ،مثل مؤشر قطاع الزراعة للشركات الزراعية، ومؤشر قطاع البنوك وهكذا بالنسبة لبقية القطاعات

يوضح الشكل الموالي تطور مؤشر الاسهم السعودي من سنة (1995-2007)

الشكل رقم(1-6)تطور مؤشر الاسهم السعودي(1995-2007)



المصدر: ادارة معلومات السوق -التداول"التقرير الاحصائي السنوي لاداء الاسواق المالية السعودية (تداول)"2007

من خلال الشكل يتضح أن المؤشر العام للسوق المالية السعودية (تداول) في تطور مستمر، إلا أنه شهد انخفاضا في الربع الثالث من عام 2006 مقارنة مع الربع الثاني منه بنسبة 12.5%، وبالمقارنة مع الربع الثالث من عام 2005 انخفض بنسبة 24%، وأغلق المؤشر العام في نهاية 2006م عند مستوى 7,933.029 نقطة مقارنة مع 16,712.64 نقطة في نهاية عام 2005 متراجعا بنسبة 52,53%. واستمر هذا الانخفاض الى بداية العام 2007 ليتذبذب بعد ذلك بين الانخفاض والارتفاع، الا انه في نهاية العام 2007م اغلق المؤشر العام على مستوى 11,175,96 نقطة مقارنة مع 7,933,029 منقطة في نهاية عام 2006، مرتفعا بنسبة 40,87%، وقد حقق المؤشر اعلى نقطة اغلاق خلال العام في يوم 24 ديسمبر حيث اغلق على مستوى 11,606,34 نقطة. وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (1-7): تطور مؤشر الاسهم السعودي 2007



المصدر: إدارة معلومات السوق-تداول، "التقرير الإحصائي السنوي لأداء السوق المالية السعودية (تداول)" 2007.

ويمكن تلخيص معلومات التداول للسوق المالية السعودية بين عامي 2006 و2007 في الجدول التالي:

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

الجدول رقم(1-3):مقارنة معلومات التداول (2007/2006)

معلومات التداول	عام 2006م	عام 2007م	نسبة التغير (%)
عدد الصفقات المنفذة	96,095,920	65,665,500	-31,67%
عدد الاسهم المتداولة	73,438,688,080	58,862,003,681	-19,85%
قيمة الاسهم المتداولة(ريال)	5,261,851,347,215.25	2,557,712,529,502.75	-51,39%
عدد ايام التداول	265	248	-
المتوسط اليومي لعدد الصفقات	362,626	264,780	-26,98%
المتوسط اليومي لعدد الاسهم المتداولة	277,127,125	237,346,789	-14,35%
المتوسط اليومي لقيمة الاسهم المتداولة(ريال)	19,856,042,820	10,313,356,974	-48,06%
القيمة السوقية للاسهم المصدرة (مليار ريال)	1,225.86	1,946.35	58,77%
المؤشر العام للاسعار (نقطة)	7,933.29	11,175.96	40,87%

المصدر:المرجع السابق

المطلب الثاني :صناديق البنك السعودي البريطاني

اولاً:نظرة على صناديق الاستثمار السعودية

توفر السوق المالية السعودية للمستثمرين بها مجموعة متعددة الانواع من صناديق الاستثمار ،يديرها عدد من البنوك التجارية ، وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

الجدول رقم(1-4):انواع صناديق الاستثمار السعودية

مدير الصندوق	فئة الصندوق
الاهلي	الاسهم المحلية
الراجحي	الاسهم الدولية
السعودي البريطاني	الاسهم الازربية
السعودي الفرنسي	الاسهم الامريكية
السعودي الهولندي	الاسهم الاسيوية
السعودي للاستثمار	الاسهم العربية
العربي الوطني	السندات المحلية
بنك البلاد	السندات الدولية
بنك الجزيرة	اسواق النقد - بعملات اجنبية
بنك الرياض	اسواق النقد - بالريال السعودي
جدوى للاستثمار	مراوحة بعملات اجنبية
رنا للاستثمار	مراوحة بالريال السعودي
سامبا	متوازن دولي
عودة العربية السعودية	متوازن محلي
فالكم للخدمات الالكترونية	
مجموعة بخيت للاستثمارات	

المصدر:الموقع الرسمي للسوق المالية السعودية متوفر على الحامل

http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/p/_s.7_0_A/7_0_49L/.cmd/ad/.c/6_1_9R/.ce/7_1_6L8/.p/5_

1_6EV?MutualFundMangersDrop=006&SelectedTab=1&MutualFundType=1&s8fid=31203

1095953

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

وقد حقق إجمالي أصول صناديق الاستثمار التابعة للمصارف التجارية ارتفاعاً في عام 2007م نسبتها 21,60 في المئة (18,19 مليار ريال) ليبلغ 102,382 مليار ريال مقارنة بانخفاض نسبته 38.53 في المئة (52,78 مليار ريال) في العام السابق.

وبتحليل إجمالي أصول الصناديق يلاحظ ارتفاع الأصول المحلية بنسبة 28,61 في المئة (16,65 مليار ريال) في عام 2007 ليبلغ 79,34 مليار ريال ، مقارنة بانخفاض نسبته 46,66 في المئة (54 مليار ريال) في العام السابق ، وكذلك ارتفعت الأصول الأجنبية بنسبة 2,37 في المئة (0,53 مليار ريال) في عام 2007 لتبلغ 23,04 مليار ريال ، مقارنة بارتفاع نسبته 5,6 في المئة (1,2 مليار ريال) في العام السابق.

وانخفض عدد المشتركين في الصناديق الاستثمارية في عام 2007م بنسبة 16,21 في المئة (81055 مشترك) ليبلغ 417918 مشترك ، مقارنة بانخفاض نسبته 12,22 في المئة (69491 مشترك) في العام السابق.

أما عدد الصناديق العاملة ، فقد ارتفع خلال عام 2007م بنسبة قدرها 1,9 في المئة ، إذ وصل عددها خلال هذا العام إلى 216 صندوقاً ، مقارنة بعدد 212 صندوقاً في العام السابق¹.

ثانياً :صناديق البنك السعودي البريطاني

سابهي شركة مساهمة سعودية ، وذو سجل حافل وقوي ، كما يحمل ارثاً ناجحاً في الخدمات المصرفية ، يعود إلى ثلاثين عاماً.

تأسس "ساب" في 21 جانفي 1978م ، إلا أن نشاطه الفعلي بدأ في 1 جويلية 1978م ، عندما تولى إدارة أنشطة وخدمات البنك البريطاني للشرق الأوسط ، في المملكة العربية السعودية.

وساب شركة مرتبطة بمجموعة HSBC المصرفية ، وهي واحدة من أكبر المؤسسات المتخصصة في الخدمات المصرفية والمالية في العالم ، ولقد اعطت هيئة السوق المالية المنظم لاسواق المال والاسهم في المملكة العربية السعودية ، موافقتها وترخيصها ل ساب و HSBC(شركة هونغ كونغ وشنغهاي المصرفية القابضة) لانشاء اول بنك استثماري متخصص في المملكة حيث يعمل بموجب قوانين اسواق المال الجديدة .

إعداد الطالبة بناء على الإحصائيات الموجودة في النشرة الإحصائية ربع السنوية، الربع الرابع 2007، الصادرة عن مؤسسة النقد العربي السعودي

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

هذا الاندماج عرف بشركة HSBC العربية المحدودة للاستثمار المملوكة بنسبة 40% لمجموعة HBSC و60% ل ساب (المساهمون السعوديون) ويوجد مقرها الرئيسي في مدينة الرياض.

يعتبر ساب ، رائدا في تقديم مجموعة مجموعة متكاملة من الخدمات المصرفية كالخدمات المصرفية الشخصية التجارية والخدمات المصرفية للشركات وكذا الخدمات المصرفية الخاصة والخدمات المصرفية الاسلامية وخدمات الاستثمار وخدمات الخزينة وخدمات التجارة المصرفية الالكترونية وخدمة الاعمال البنكية على الانترنت وخدمة الهاتف المصرفي ، وهو من البنوك الرئيسية في المملكة العربية السعودية .

يقدم ساب 21 صندوقا استثماريا و6 محافظا استثمارية تتماشى مع أهداف وظروف المستثمرين. كما تتميز هذه الصناديق والمحافظ بكفاءة إدارتها ، وتنوع قطاع الاستثمارات مما يتيح تعدد الخيارات ، إضافة الى سهولة بيعها¹.

والجدول الموالي يبين مجموع تلك الصناديق الاستثمارية .

الجدول رقم (1-5) الصناديق والمحافظ الاستثمارية المدارة من قبل البنك السعودي البريطاني

السندات المحلية	صندوق أسهم الصين والهند	أسواق النقد . بالريال السعودي
صندوق السندات السعودي	صندوق الأمانة للأسهم الأوروبية	قصير الأجل بالريال السعودي
متوازن دولي	صندوق مؤشر الأسهم اليابانية	أسواق النقد . بعملات أجنبية
محفظه ساب الاستثمارية النامية	الأسهم العربية	قصير الأجل
محفظه ساب معتدلة المخاطر	صندوق الأمانة للأسهم الخليجية	قصير الأجل بالدولار
متوازن محلي	الأسهم المحلية	الأسهم الآسيوية
محفظه الأمانة الدفاعية	الاستثمار في السهم السعودي	صندوق مؤشر الأسهم الآسيوية
محفظه الأمانة المتنامية	المتاجرة في الأسهم السعودية	الأسهم الأمريكية
محفظه الأمانة المتوازنة	صندوق الأمانة للأسهم السعودية	صندوق مؤشر الأسهم الأمريكية
محفظه ساب قليلة المخاطر	صندوق الأمانة للشركات الصناعية	الأسهم الأوروبية

¹ http://www.sabb.com/Individual%20Solutions/Basic%20Banking%20Solutions/Financial%20Solutions/Mutual%20Funds/mutual_funds_ar.shtml

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

صندوق مؤشر الأسهم الأوروبية	صندوق الشركات المالية	مربحة-بالريال السعودي
الأسهم الدولية	السندات الدولية	صندوق المتاجرة بالريال
الأمانة لأسهم آسيا والهادي	صندوق السندات العالمية	مربحة-بعملات أجنبية
الأمانة لمؤشر الأسهم العالمية		صندوق المتاجرة بالدولار

المصدر:

[http://www.gulfbase.com/site/interface/arabic/Fund/SelectFund.aspx?](http://www.gulfbase.com/site/interface/arabic/Fund/SelectFund.aspx?Mid=75&Ticker=SABB&Cid=1)

Mid=75&Ticker=SABB&Cid=1

المبحث الثاني: دراسة الارتباط بين نشاط صناديق الاستثمار واداء سوق المالية السعودية

نحاول في هذا المبحث دراسة الارتباط بين نشاط صناديق الاستثمار واداء السوق المالية السعودية، لتحديد مدى تأثير نشاط الصناديق على أداء السوق .

المطلب الاول: المنهجية المستخدمة في قياس اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

وضح هذا المطلب الخطوات المنهجية المستخدمة في المنهج التطبيقي

اولا: المنهج المستخدم

يتمثل المنهج المستخدم في الدراسة التطبيقية في المنهج الوصفي التحليلي، الذي يعتمد على جمع البيانات والمعلومات المتعلقة بأداء السوق المالية السعودية وكذا صناديق الاستثمار العاملة بها إضافة إلى أسعار وحدات البنك السعودي البريطاني، بهدف الوصول إلى بعض النتائج ومحاولة تعميمها على بقية الأسواق المالية الخليجية. وقد تمت الاستعانة في ذلك بالأسلوب الرياضي المتمثل في بعض النماذج الإحصائية المستخدمة في قياس العلاقة بين صناديق الاستثمار السعودية والسوق المالية، هذا من جهة، ومن جهة أخرى قياس العلاقة بين عينة من هذه الصناديق وهي صناديق البنك السعودي البريطاني "ساب" والسوق المالية السعودية.

ثانيا: وسائل معالجة وتحليل المعلومات

تمثلت المعلومات المستخدمة في هذه الدراسة، في بعض مؤشرات أداء سوق الأسهم السعودية وحجم أصول صناديق الاستثمار العاملة في السوق بمختلف أنواعها، عدد الصناديق العاملة بالسوق وعدد

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

المشاركين فيها، للفترة الممتدة من سنة 1996 إلى غاية عام 2007 اي لمدة قدرها 12 سنة. هذا بالنسبة لجميع صناديق السوق ، اما بالنسبة للعينة المختارة "صناديق ساب" فقد تم استخدام اسعار وحداتها ومؤشر سوق المالية ، لفترة اسبوعية امتدت من 6 جانفي 2007 الى 31 جانفي 2008، أي 56 اسبوع .

وللحصول على معلومات الدراسة تم الاعتماد على بعض مواقع الانترنت المتمثلة خاصة في: الموقع الرسمي للسوق المالية السعودية (تداول)، وموقع هيئة السوق المالية السعودية، موقع مؤسسة النقد العربي السعودي وموقع صندوق النقد العربي ، إضافة إلى موقع دول مجلس التعاون الخليجي.

استخدم في تحليل ومعالجة البيانات برنامج EVIEWS الخاص بالاقتصاد القياسي ، ولقد استعمل في حساب نماذج الانحدار الخطي البسيط للظاهرة المدروسة، بغرض الحصول على نتائج دقيقة وصحيحة ، إضافة الى برنامج EXCEL الذي استخدم في بعض حسابات كمعدل دوران السهم ومتوسط اسعار وحدات صناديق الاستثمار .

ثالثا: المتغيرات المستخدمة في الدراسة

تمثلت في :

1- مؤشرات اداء السوق المالية

يقاس اداء سوق المالية بمجموعة من المؤشرات منها:

أ- مؤشر حجم السوق: يتم قياس حجم السوق من خلال :

- رسملة السوق:¹

تمثل في مجمل القيمة السوقية للأسهم المسجلة في السوق، كما يستخدم أيضا معدل القيمة السوقية لقياس حجم السوق والذي يتمثل في نسبة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويعتبر هذا المؤشر مقياسا لقدرة الدولة على تعبئة رؤوس الأموال والاتجاه العام نحو التمويل عن طريق السوق المالية.

- عدد الشركات المقيدة:¹

¹شذا جمال الخطيب، "العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، مؤسسة طابا، الأردن، الطبعة الأولى، 2002، ص 74

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على أداء السوق المالية السعودية

يقاس حجم السوق أيضا بعدد الشركات المدرجة فيها، فزيادة عدد الشركات المسجلة بالسوق يدل على طلب التمويل من السوق المالية، وإقبال الجمهور على هذه السوق بسبب تنوع الشركات فيها، مما يؤدي إلى زيادة حجم المعاملات وبالضرورة حجم السوق كذلك.

ب- مؤشر السيولة: يعبر عن سيولة السوق المالية ب:²

-معدل التداول: يتمثل في نسبة القيمة الكلية للأسهم التي يتم تبادلها في السوق المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال فترة معينة، فهو يعكس السيولة بالنسبة للاقتصاد ككل.

-معدل الدوران: يتم حسابه بقسمة القيمة الكلية للأسهم المتبادلة خلال فترة معينة على القيمة السوقية بتلك الفترة، ويعبر معدل الدوران المرتفع على انخفاض تكاليف إتمام الصفقات.

ج - المؤشر العام لأسعار الأسهم: باعتباره مقياسا يعبر عن نشاط السوق.

وقد تم اعتماد القيمة السوقية للأسهم المسجلة في السوق السعودية ومعدل دوران السهم، والمؤشر العام لسوق الأسهم السعودية كمؤشرات قياس أداءها وهي متغيرات تابعة. والجدول الموالي يلخص مؤشرات أداء السوق المالية المعتمدة.

¹ بلميهوب أسماء، "العولمة المالية وأثارها على أداء الأسواق المالية الناشئة" كوريا الجنوبية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، حالة سوقي ماليزيا و جامعة فرحات عباس، سطيف، 2004، ص.71
³ شذا جمال الخطيب، مرجع سابق، ص.75-76

الجدول رقم(1-6) مؤشرات اداء السوق المالية السعودية

السنة	المؤشر العام	معدل دوران السهم %	القيمة السوقية للأسهم	قيمة الأسهم المتداولة (مليون ريال)
1996	1531.00	15	172	25397
1997	1957.80	28	223	62060
1998	1413.10	32	160	51510
1999	2028.53	25	229	56578
2000	2258.29	26	255	65292
2001	2430.11	30	275	83602
2002	2518.08	48	281	133787
2003	4437.58	101	590	596510
2004	8206.23	154	1149	1773858
2005	16712.64	170	2438	4138695
2006	7933.29	429	1226	5261851
2007	11176.00	131	1946	2557713

المصدر:النشرة الاحصائية ربع السنوية 2007، الصادرة عن مؤسسة النقد العربي السعودي
متوفر على الحامل ،

<http://www.sama.gov.sa/ar/bulletin/quarterly>

الخانة(4) قيمة الأسهم المتداولة على قيمتها السوقية.

- تغيرت وحدة سنة الأساس للمؤشر العام لأسعار الأسهم من 100 إلى 1000 نقطة اعتباراً من 23
جانفي 1999.

- اعتباراً من شهر أفريل 2006 تم تجزئة السهم إلى خمسة أسهم.

1- المتغيرات المعبرة على نشاط صناديق الاستثمار هي المتغيرات المستقلة وتتمثل في:

أ-بالنسبة لمجمل الصناديق

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

- حجم أصول صناديق الاستثمار العاملة في السوق بمختلف أنواعها.

- عدد الصناديق العاملة بالسوق.

- عدد المشاركين في الصناديق العاملة بالسوق.

والجدول الموالي رقم () يحوي المتغيرات المعتمدة والمعبرة عن نشاط صناديق الاستثمار.

ب- بالنسبة لصناديق "ساب"

تمثلت في متغير واحد وهو متوسط اسعار وحدات صناديق الاستثمار الاسبوعي. (هذه المعطيات متوفرة

في هذه الملاحق)

الجدول رقم (1-7) صناديق الاستثمار السعودية

أ- أصول صناديق الاستثمار موزعة حسب النوع

(مليون ريال سعودي)

الفترة	إجمالي الأصول	أصول أجنبية أخرى	أصول محلية أخرى	أدوات نقدية أجنبية	أدوات نقدية محلية	سندات أجنبية	سندات محلية	أسهم أجنبية	أسهم محلية
1996	16657	2762	1536	2970	3858	863	1280	2926	463
1997	21433	3512	2200	3424	4192	528	1923	3945	1708
1998	25009	5188	2659	4358	4119	533	2495	4452	1207
1999	34682	8544	4251	4717	6231	576	2108	6686	1569
2000	38556	12019	7367	2064	7849	193	7	7697	1360
2001	50059	8619	14332	3999	13723	180	7	6844	2355
2002	48827	7140	14864	3398	15516	122	10	5339	2437
2003	53866	5773	17008	3105	15360	134	7	7638	4841
2004	60317	4962	19512	2276	10379	128	27	8461	14572
2005	136974	4960	19696	1607	6501	79	20	14667	89444

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

30851	15784	199	56	4602	1623	26035	5044	84194	2006
42832	17065	277	111	4233	1165	31998	4701	102382	2007

المصدر: المرجع السابق

<http://www.sama.gov.sa/newreports/annual/ar/section3/files/arb3-3.xls>

ب- عدد الصناديق العاملة وعدد المشتركين فيها

عدد المشتركين	عدد الصناديق المفتوحة	عدد الصناديق المغلقة	عدد الصناديق العاملة
45136	81	2	83
63307	98	6	104
69543	113	8	121
79322	125	9	134
95800	136	2	138
173999	137	1	138
165044	139	4	143
172197	166	4	170
198357	176	12	188
568284	188	11	199
498793	198	14	212
417918	201	15	216

المصدر: النشرة الاحصائية ربع السنوية ، الربع الرابع 2007، مرجع سابق.

<http://www.sama.gov.sa/newreports/annual/ar/section3/files/arb3-2.xls> الخانة

الخانة (4-1) <http://www.sama.gov.sa/newreports/annual/ar/section3/files/arb3-1.xls> (3-2)

رابعاً: النموذج الاحصائي المستخدم

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

تم اعتماد نموذج الاختبار الخطي العام، الذي يستخدم لتحديد العلاقة بين المتغير التابع Y_t والمتغيرات المستقلة X_{kt} .

وصيغة النموذج كالتالي:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \dots + \beta_k X_{kt} + U_t$$

U_t : متغير عشوائي يسمى حد الخطأ (القيمة المقدرة لحد الخطأ)، وبإضافة النموذج يصبح غير صحيح 100%.

اي أن لا يرتبط فقط، وإنما بعوامل أخرى وهذا لعدم توفر المعلومات أو لعدم قدرة قياس التغير في العوامل الأخرى .

β_0, \dots, β_k قيمة معاملات الانحدار العام.

$H_0: \beta_k = 0$ اي المتغيرات المفسرة ليس لها علاقة بالمتغير التابع

$H_1: \beta_k \neq 0$ اي المتغيرات المفسرة لها علاقة بالمتغير التابع

يوفر برنامج EViews مجموعة من المعلومات تقدر جودة النموذج، وقد تم استخدامها في الدراسة وتتمثل في :

إحصائية t (t-statistic): يعبر هذا المؤشر عن اختبار اسمة معامل من العوامل، أي هل التغير حتى وله علاقة بالمتغير التابع ام لا ، بصفة عامة اذا كان $t > 2$ فان هناك احتمالاً قدره 95% بان تقبل H_1 و ترفض H_0 اي ان المتغير المفسر له دور في تفسير التغيرات المتغير التابع.

الاحتمال **Probability**: م هذا المؤشر يمكننا من قبول أو رفض احدي الفرضيتين بصفة عامة فإن كانت قيمة الإحتمال اقل من 0.05 فهذا معناه قبول H_1 ورفض H_0

– معامل الانحدار **Regression Coefficient R^2** : هذا المؤشر يقيس جودة النموذج فيما يخص مدى ارتباط لمتغير التابع بالمتغيرات المفسرة التي يحتويها النموذج $0 < R^2 < 1$ فكلما اقترب من 1 كلما كان النموذج ذو دقة عالية و اذا كان $R^2 > 0.6$ فالنموذج جيد.

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على أداء السوق المالية السعودية

معامل الانحدار المعدل R^2 Adjusted Regression Coefficient: هذا المؤشر يستعمل اذا كان عدد المقدرات في النموذج اكبر او يساوي 2 . فهو في هذه الحالة يكون ادق من R^2 لانه ياخذ بعين الاعتبار عدد درجات الحرية.

المطلب الثاني: دراسة الارتباط بين صناديق الاستثمار السعودية ومؤشرات أداء السوق المالية

أولاً: دراسة الارتباط بين قيمة أصول صناديق الاستثمار ومؤشرات أداء السوق المالية

سيدرس هذا الارتباط باعتبار مؤشرات أداء السوق المالية السعودية متغيرات تابعة، وقيمة أصول الصناديق متغيرات مستقلة، وبذلك نحصل على نماذج الانحدار التالية:

1- دراسة الارتباط بين قيمة أصول صناديق الأسهم ومؤشرات أداء سوق الأسهم السعودية بفرض أن:

MVSH: القيمة السوقية للأسهم المسجلة في السوق المالية السعودية.

TRatio: معدل دوران السهم.

TASI: المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية.

TA: إجمالي أصول صناديق الاستثمار السعودية.

والفرضيتين المختبرتين ببرنامج EVIEWS هما:

H_0 : المتغير المفسر TA ليس له علاقة بالمتغيرات التابعة مؤشرات أداء السوق المالية.

H_1 : المتغير المفسر TA له علاقة بالمتغيرات التابعة مؤشرات أداء السوق المالية.

وعليه يمكن بناء النماذج التالية:

أ. أثر إجمالي أصول صناديق الاستثمار على حجم السوق:

$$\begin{aligned} \text{MVSH} &= -421.36 + 0.02 \text{ TA} \\ t & \quad (-3.33) \quad (10.81) \\ \text{Prob} & \quad (0.0076) \quad (0.0000) \\ R^2 &= 0.92 \\ \bar{R}^2 &= 0.91 \quad F = 116.91 \quad N = 12 \end{aligned}$$

يتضح من النموذج أنه يمكن قبول الفرضية H_1 ، أي أن القيمة الإجمالية لأصول صناديق الاستثمار لها علاقة بالقيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق المالية السعودية، وهذا انطلاقاً من: t - statistic الخاصة = 10.81 وهي أكبر من 2 فهناك احتمال قدره 95% لقبول H_1 ورفض H_0 .

$$\begin{aligned} \text{TRatio} &= -13.40 + 0.002 \text{ TA} \\ t & \quad (-0.24) \quad (2.42) \\ \text{Prob} & \quad (0.8100) \quad (0.03556) \\ R^2 &= 0.37 \\ \bar{R}^2 &= 0.30 \quad F = 5.89 \quad N = 12 \end{aligned}$$

قيمة الاحتمال أقل من 0.05 وهذا ما يعني قبول H_1 ورفض H_0 .

الإحصائية F – statistic كبيرة وتساوي 91.116.

وعليه فالنموذج الإحصائي يؤكد وجود ارتباط قوي جدا بين القيمة الإجمالية لأصول صناديق الاستثمار والقيمة السوقية للأسهم، ويقدر هذا الارتباط بـ 92% ($R^2 = 0.92$) وهي علاقة طردية، فكلما زادت أصول الصناديق بـ 1 مليون ريال كلما زادت القيمة السوقية بـ 0.02 مليار ريال أي 20 مليون ريال.

ب. أثر إجمالي أصول صناديق الاستثمار على سيولة السوق:

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

ما يلاحظ أن العلاقة بين إجمالي الأصول ومعدل دوران السهم ضعيفة ($R^2 = 0.37 > 0.39$) ، إذن فالنموذج مرفوض.

ج. أثر إجمالي أصول صناديق الاستثمار على المؤشر العام للأسعار:

$$\begin{aligned} \text{TASI} &= -2072.40 + 0.13 \text{ TA} \\ t & \quad (-2.68) \quad (11.06) \\ \text{Prob} & \quad (0.0229) \quad (0.0000) \\ R^2 &= 0.92 \\ \bar{R}^2 &= 0.91 \quad F = 122.34 \quad N = 12 \end{aligned}$$

هناك علاقة قوية جدا بين إجمالي أصول الصناديق والمؤشر العام تقدر بـ 92% ($R^2 = 0.29$) ، إضافة إلى أن:

- t - statistic = 11.06 وهي أكبر من 2 ، مما يعني أن هناك احتمالا قدره 95% لقبول H_1 ورفض H_0 .

- Prob = 0.0000 فهذا يعني قبول H_1 ورفض H_0 .

- الإحصائية F - statistic كبيرة وتساوي 122.34.

هذا ما يؤكد وجود ارتباط بين إجمالي أصول الصناديق والمؤشر العام، فكلما زادت قيمة الأصول بـ 1 مليون ريال كلما ارتفع المؤشر العام بـ 0.13 نقطة.

من خلال النقاط الآتية سنحاول معرفة مدى أثر أصول صناديق الاستثمار حسب النوع على أداء السوق.

2- دراسة الارتباط بين قيمة أصول صناديق الأسهم ومؤشرات أداء السوق المالية السعودية
بفرض أن:

DSH تمثل قيمة أصول صناديق الأسهم المحلية.

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

FSH تمثل قيمة أصول صناديق الأسهم الأجنبية.

والنماذج المقدرة تظهر كالتالي:

أ. أثر قيمة أصول صناديق الأسهم على حجم السوق

$$MVSH = -47.64 + 0.019 DSH + 0.056 FSH$$

$$t \quad (-0.32) \quad (5.29) \quad (2.74)$$

$$Prob \quad (0.4795) \quad (0.0050) \quad (0.0228)$$

$$R^2 = 0.94$$

$$\bar{R}^2 = 0.93 \quad F = 78.92 \quad N = 12$$

يحذف β من النموذج (لأن $0.05 < Prob = 0.4795 < 2 < |t| = 0.32$) يصبح النموذج كالتالي:

$$MVSH = 0.02 DSH + 0.05 FSH$$

$$t \quad (6.86) \quad (5.47)$$

$$Prob \quad (0.0000) \quad (0.0003)$$

$$R^2 = 0.94$$

$$\bar{R}^2 = 0.93 \quad F = 173.18 \quad N = 12$$

أصول صناديق الأسهم المحلية والأجنبية تؤثر ايجابيا على القيمة السوقية للأسهم، فكلما زادت قيمة أصول الأسهم المحلية بـ 1 مليون ريال كلما زادت القيمة السوقية بـ 0,02 مليار ريال أي 20 مليون ريال، وكلما زادت قيمة أصول صناديق الأسهم الأجنبية بـ 1 مليون ريال كلما ارتفعت القيمة السوقية بـ 0.05 مليار ريال (50 مليون ريال)، والارتباط بين أصول صناديق الأسهم والقيمة السوقية قوي جدا ويقدر بـ 94% ($R^2=0,94$).

ب. أثر قيمة أصول صناديق الأسهم على سيولة السوق

$$TRatio = -78.27 - 0.0009 DSH + 0.022 FSH$$

$$t \quad (-1.27) \quad (-)6.0 \quad (2.60)$$

$$Prob \quad (0.2333) \quad (0.5605) \quad (0.0286)$$

$$R^2 = 0.58$$

$$\bar{R}^2 = 0.49 \quad F = 6.25 \quad N = 12$$

بحذف كل من: DSH (وهي أقل من 2 و Prob=0.5605 وهي أكبر من 0,05)

و β_0 (وهي أقل من 2 و Prob=0,2333 وهي أكبر من 0,05) ، من النموذج يصبح:

$$TRatio = 0.013 FSH$$

$$t(5.32)$$

$$Prob (0.0002)$$

$$R^2 = 0.50 \quad N = 12$$

ما يلاحظ أن العلاقة بين أصول صناديق الأسهم الأجنبية ومعدل دوران السهم غير قوية. ($0.4 < R^2 < 0.64$)

ج. أثر أصول صناديق الأسهم على المؤشر العام للأسعار:

$$TASI = 1025.84 + 0.14 DSH + 0.22 FSH$$

$$t \quad (1.11) \quad (6.06) \quad (1.71)$$

$$Prob \quad (0.2939) \quad (0.0002) \quad (0.1207)$$

$$R^2 = 0.94$$

$$\bar{R}^2 = 0.93 \quad F = 75.70 \quad N = 12$$

بحذف FSH من النموذج نجد

$$TASI = 2418.73 + 0.17 DSH$$

$$t \quad (5.12) \quad (11.15)$$

$$Prob \quad (0.0004) \quad (0.0000)$$

$$R^2 = 0.92$$

$$\bar{R}^2 = 0.91 \quad F = 124.38 \quad N = 12$$

يتضح من خلال هذا النموذج أن أصول صناديق الأسهم المحلية لها علاقة قوية جدا بالمؤشر العام لسوق الأسهم السعودية، وهذا انطلاقاً من:

- t – statistic الخاصة بأصول صناديق الأسهم المحلية = 15,11 وهي أكبر من 2، فهناك احتمالاً قدره 95% لقبول H_1 ورفض H_0 .

- Prob = 0,0000 وهو أقل من 0,05، مما يؤكد قبول الفرضية H_1 ورفض H_0 .

- الإحصائية F – statistic مرتفعة وتساوي 124,38.

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على أداء السوق المالية السعودية

وعليه فالنموذج يثبت وجود ارتباط قوي جدا بين أصول صناديق الأسهم المحلية والمؤشر العام، يقدر بـ ($R^2 = 92\%$) ، وهذا يعني أن كل زيادة في أصول صناديق الأسهم المحلية بـ 1 مليون ريال تؤدي إلى ارتفاع المؤشر العام للأسهم بـ 0,17 نقطة.

3- دراسة الارتباط بين قيمة أصول صناديق السندات ومؤشرات أداء السوق

DBon تمثل أصول صناديق السندات المحلية.

FBon تمثل أصول صناديق السندات الأجنبية.

وتتضح العلاقة بين أصول قيمة صناديق السندات ومؤشرات الأداء في النماذج التالية:

أ. أثر أصول صناديق السندات على حجم السوق:

$$MVSH = 1245.67 + 0.01 DBon - 1.74 FBon$$

$$t \quad (3.92) \quad (0.03) \quad (-62.1)$$

$$Prob \quad (0.0035) \quad (0.9690) \quad (0.2388)$$

$$R^2 = 0.33$$

$$\bar{R}^2 = 0.18 \quad F = 2.24 \quad N = 12$$

ب. أثر قيمة أصول صناديق السندات على سيولة السوق:

$$TRatio = 174.45 + 0.01 DBon - 0.30 FBon$$

$$t \quad (3.55) \quad (0.33) \quad (-1,42)$$

$$Prob \quad (0.0062) \quad (0.7437) \quad (0.1888)$$

$$R^2 = 0.30$$

$$\bar{R}^2 = 0.15 \quad F = 2.01 \quad N = 12$$

ج. أثر قيمة أصول صناديق السندات على المؤشر العام للأسعار:

$$TASI = 8352.75 - 0.06 D_{Bon} - 10.58 F_{Bon}$$

$$t \quad (4.25) \quad (-)20.0 \quad (-)32.1$$

$$Prob \quad (0.0021) \quad (0.9777) \quad (0.2491)$$

$$R^2 = 0.34$$

$$\bar{R}^2 = 0.19 \quad F = 2.34 \quad N = 12$$

من خلال النماذج السابقة نلاحظ أنه لا يوجد ارتباط بين أصول السندات (المحلية والأجنبية) ومؤشرات أداء السوق المالية، وما يؤكد ذلك:

- t – statistic للنماذج الثلاثة والمتعلقة بالمتغيرات المستقلة (Fbon و Dbon) أقل من 2، مما يعني رفض H_1 وقبول H_0 .

- قيمة الاحتمالات أكبر بكثير من 0,05، مما يؤكد رفض الفرضية H_1 وقبول H_0 .

- الإحصائية F – statistic للنماذج الثلاثة منخفضة جداً

- معامل الانحدار صغير في النماذج الثلاثة، وهو ما يعني أن العلاقة ضعيفة.

وعليه فالنماذج الثلاثة تثبت عدم وجود ارتباط بين أصول قيمة صناديق السندات بنوعها المحلي والأجنبي ومؤشرات أداء السوق المالية، أي ليس لها أي تأثير على القيمة السوقية ومعدل دوران السهم وكذا المؤشر العام للأسهم.

4-دراسة الارتباط بين قيمة أصول صناديق الأدوات النقدية ومؤشرات أداء السوق المالية السعودية

بفرض أن:

DMon تمثل قيمة أصول صناديق الأدوات النقدية المحلية.

FMon تمثل قيمة أصول صناديق الأدوات النقدية الأجنبية.

المقدرة فيما يلي:

تتمثل النماذج

$$\begin{aligned} \text{TRatio} &= 286.56 - 0.001 \text{ DMon} - 0.06 \text{ FMon} \\ t & \quad (3.11) \quad (-0.41) \quad (-2.62) \\ \text{Prob} & (0.0125) (0.8895) \quad (0.0501) \end{aligned}$$

أ. أثر قيمة أصول صناديق الأدوات النقدية على حجم السوق:

$$\begin{aligned} \text{MVSH} &= 2286.02 - 0.005 \text{ DMon} - 0.51 \text{ FMon} \\ t & \quad (4.70) \quad (-0.15) \quad (-3.56) \\ \text{Prob} & (0.0011) (0.8778) \quad (0.0060) \\ R^2 &= 0.60 \\ \bar{R}^2 &= 0.51 \quad F = 6.78 \quad N = 12 \end{aligned}$$

($t < 2$ و $\text{Prob} > 0.05$) نجد:

بحذف DMon من النموذج

$$\begin{aligned} \text{MVSH} &= 2252.9 - 0.52 \text{ FMon} \\ t & \quad (5.40) \quad (-)78.3 \\ \text{Prob} & (0.0003) (0.0031) \\ R^2 &= 0.60 \\ \bar{R}^2 &= 0.56 \quad F = 15 \quad N = 12 \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.37$$

$$\bar{R}^2 = 0.24 \quad F = 2.74 \quad N = 12$$

من خلال $R^2 = 0.60 > 0.05$ ، $|t| = 3.87$ ، Prob نقول أنه توجد علاقة عكسية بين أصول صناديق الأدوات النقدية والقيمة السوقية للأسهم، وهي علاقة غير قوية (متوسطة).

ب. أثر قيمة أصول صناديق الأدوات النقدية على سيولة السوق:

بما أن: $R^2 = 0.73$ وهي أقل من 0,39، فالعلاقة ضعيفة والنموذج غير مقبول، هذا يعني رفض H_0 وقبول H_1 ، أي أن أصول الأدوات النقدية لا تؤثر على معدل دوران السهم في السوق المالية السعودية.

ج. أثر قيمة أصول صناديق الأدوات النقدية على المؤشر العام للأسعار:

$$TASI = 14260.66 + 0.009 DMon - 3.15 FMon$$

t	(4.48)	(0.038)	(-3.33)
Prob	(0.0015)	(0.9702)	(0.0088)

$$R^2 = 0.56$$

$$\bar{R}^2 = 0.46 \quad F = 5.76 \quad N = 12$$

وبحذف DMon من النموذج لعدم وجود علاقة بينها وبين المؤشر العام للأسعار

($0.05 < \text{Prob} < 2 |t|$) نحصل على النموذج التالي

$$TASI = 14313.32 - 3.14 FMon$$

t	(5.26)	(-75.3)
Prob	(0.0004)	(0.0050)

$$R^2 = 0.56$$

$$\bar{R}^2 = 0.51 \quad F = 12.81 \quad N = 12$$

يمكن القول أن الارتباط بين أصول صناديق الأدوات النقدية الأجنبية والمؤشر العام للأسعار هو ارتباط غير قوي (متوسط)، وهو عكسي.

5-دراسة الارتباط بين قيمة الأصول الأخرى لصناديق الاستثمار ومؤشرات أداء السوق المالية السعودية

فرض أن:

ODA: تمثل قيمة الأصول الأخرى المحلية لصناديق الاستثمار.

OFA تمثل قيمة الأصول الأخرى الأجنبية لصناديق الاستثمار

وتتمثل النماذج المقدرة فيما يلي:

أ.أثر قيمة الأصول الأخرى لصناديق الاستثمار على حجم السوق:

$$MVSH = 356.30 + 0.05 ODA - 0.065 OFA$$

$$t \quad (0.77) \quad (3.83) \quad (-1,10)$$

$$Prob \quad (0.4500) \quad (0.0040) \quad (0.2991)$$

$$R^2 = 0.65$$

$$\bar{R}^2 = 0.57 \quad F = 8.5 \quad N = 12$$

بحذف كل من OFA و β_0 من النموذج يصبح كالتالي:

$$MVSH = 0.05 ODA$$

$$t \quad (6.69)$$

$$Prob \quad (0.0000)$$

$$R^2 = 0.60 \quad N = 12$$

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

للأصول المحلية الأخرى لصناديق الاستثمار علاقة طردية بالقيمة السوقية للأسهم، وهي علاقة غير قوية (متوسطة)، أي أن للأصول المحلية الأخرى تأثير غير قوي على القيمة السوقية للأسهم.

ب. أثر قيمة الأصول الأخرى لصناديق الاستثمار على سيولة السوق:

$$TRatio = 42.51 + 0.007 ODA - 0.008 OFA$$

$$t \quad (0.51) \quad (2.91) \quad (-0,78)$$

$$Prob \quad (0.6177) \quad (0.0171) \quad (0.4528)$$

$$R^2 = 0.51$$

$$\bar{R}^2 = 0.41 \quad F = 4.86 \quad N = 12$$

بحذف كل من OFA و β_0 من النموذج نجد

$$TRatio = 0.007 ODA$$

$$t \quad (5.16)$$

$$Prob \quad (0.0003)$$

$$R^2 = 0.48 \quad N = 12$$

للأصول الأخرى المحلية تأثير ضعيف على معدل دوران السهم.

ج- أثر قيمة الأصول الأخرى لصناديق الاستثمار على المؤشر العام للأسعار

$$TASI = 2858.81 + 0.34 ODA - 0.38 OFA$$

$$t \quad (0.91) \quad (3.35) \quad (-0,94)$$

$$Prob \quad (0.3828) \quad (0.0084) \quad (0.3691)$$

$$R^2 = 0.59$$

$$\bar{R}^2 = 0.50 \quad F = 6.49 \quad N = 12$$

بحذف OFA و β_0 من النموذج يصبح كمايلي:

TASI = 0.37 ODA
t (6.64)
Prob (0.0000)
R 2 = 0.54 N=12

هناك علاقة غير قوية بين الأصول المحلية الأخرى والمؤشر العام للأسعار.

ما يمكن استخلاصه من النتائج السابقة هو أن:

لإجمالي أصول صناديق الاستثمار أثر كبير جدا على القيمة السوقية للأسهم والمؤشر العام للأسعار، بينما لا نجد أي أثر أو أثر ضعيف جدا على معدل دوران السهم. وبتحليل إجمالي أصول الصناديق، تم التوصل لما يلي:

- قيمة أصول صناديق الأسهم المحلية والأجنبية تؤثر بشكل كبير جدا على القيمة السوقية للأسهم، بينما لا يظهر أي أثر على معدل دوران السهم، أما المؤشر العام للأسعار فلقائمة أصول صناديق الأسهم المحلية أثر كبير عليه.

- لا تؤثر قيمة أصول صناديق السندات على مؤشرات أداء السوق المالية السعودية.

- لقيمة أصول صناديق الأدوات النقدية الأجنبية أثر عكسي لكنه غير قوي (متوسط) على القيمة السوقية للأسهم والمؤشر العام، بينما لا يوجد هذا الأثر على معدل دوران السهم.

- تؤثر قيمة الأصول الأخرى المحلية للصناديق على مؤشرات أداء السوق المالية السعودية، غير أن هذا الأثر غير قوي

(متوسط)، بينما لا توجد علاقة بين الأصول الأخرى الأجنبية للصناديق ومؤشرات الأداء.

ثانيا: دراسة الارتباط بين عدد الصناديق العاملة ومؤشرات أداء السوق المالية

حيث سندرس أثر عدد الصناديق العاملة من جهة، وعدد الصناديق بنوعها المفتوحة والمغلقة من جهة أخرى على مؤشرات أداء السوق المالية السعودية.

أ- أثر عدد الصناديق العاملة على مؤشرات أداء السوق المالية السعودية:

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

بفرض أن:

N يمثل عدد الصناديق العاملة التي تطرحها البنوك التجارية في المملكة العربية السعودية.

H_0 : المتغير المفسر N ليس له علاقة بالمتغيرات التابعة (MVSH, TRatio, TASI) كل على حدى.

H_1 : المتغير المفسر N له علاقة بالمتغيرات التابعة (MVSH, TRatio, TASI) كل على حدى.

والنماذج التالية تبين أي الفرضيتين نقبل

أ.أثر عدد الصناديق العاملة على حجم السوق:

$$\begin{array}{l} \text{MVSH} = - 1577.76 + 15.10 N \\ t \quad (-3.17) \quad (4.83) \\ \text{Prob} \quad (0.0100) \quad (0.0007) \\ R^2 = 0.70 \\ \bar{R}^2 = 0.67 \quad F = 23.37 \quad N = 12 \end{array}$$

يشير النموذج إلى قبول الفرضية H_1 ، أي أن عدد الصناديق العاملة لها علاقة بالقيمة السوقية

للأسهم، وهذا انطلاقاً من:

– statistic – t الخاصة بعدد الصناديق = 4.83 وهي أكبر من 2، فهناك احتمالاً

قدره 95% لقبول H_1 ورفض H_0

– Prob = 0.0007 وهو أقل من 0.05، مما يؤكد قبول الفرضية H_1 ورفض H_0

وعليه فالنموذج يؤكد وجود علاقة قوية بين عدد الصناديق العاملة والقيمة السوقية للأسهم تقدر

تقدر ب. (70%) ($R^2 = 0.70$)

فالزيادة في عدد الصناديق بصندوق واحد تؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المسجلة في السوق

بـ 15.10 مليار ريال سعودي.

$$\begin{aligned} \text{TRatio} &= -221.03 + 2.08 N \\ t & \quad (-2.45) \quad (3.68) \\ \text{Prob} & \quad (0.0338) \quad (0.0042) \\ R^2 &= 0.57 \\ \bar{R}^2 &= 0.53 \quad F = 13.56 \quad N = 12 \end{aligned}$$

من نتائج النموذج أعلاه، يمكن قبول الفرضية H_1 ، بمعنى أن هناك علاقة بين عدد الصناديق ومعدل دوران السهم غير أنها ليست قوية (متوسطة)، وهذا انطلاقاً من:

– statistic = $t = 3.68$ وهي أكبر من 2، وبالتالي فهناك احتمالاً قدره 95% لقبول H_1 ورفض H_0 .

– Prob = 0.0042 وهو أقل من 0,05، وهو ما يعني قبول الفرضية H_1 ورفض H_0 .

وعليه فلعدد صناديق الاستثمار تأثير متوسط على معدل دوران السهم.

ج. أثر قيمة الأصول الأخرى لصناديق الاستثمار على المؤشر العام للأسعار:

$$\begin{aligned} \text{TASI} &= -8941.43 + 92.03 N \\ t & \quad (-2.74) \quad (4.49) \\ \text{Prob} & \quad (0.0208) \quad (0.0012) \\ R^2 &= 0.67 \\ \bar{R}^2 &= 0.63 \quad F = 20.18 \quad N = 12 \end{aligned}$$

يشير النموذج إلى وجود علاقة قوية بين عدد الصناديق والمؤشر العام، وهذا انطلاقاً من:

– statistic = $t = 4,49$ وهي أكبر من 2، وبالتالي فهناك احتمالاً قدره 95% لقبول H_1 ورفض H_0 .

– Prob = 0,0012 وهو أقل من 0,05، ما يعني قبول الفرضية H_1 ورفض H_0 .

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على أداء السوق المالية السعودية

إذن هناك ارتباط قوي بين عدد الصناديق والمؤشر العام يقدر بـ 67% ($R^2 = 0.67$).

2- أثر عدد صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة على مؤشرات أداء السوق المالية

بفرض ان: NOF عدد الصناديق المفتوحة.

NCF عدد الصناديق المغلقة.

والنماذج المقدره تظهر كما يلي:

أ. أثر عدد صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة على حجم السوق:

$$MVSH = -1352.79 + 11.81 \text{ NOF} + 50.01 \text{ NCF}$$

$$t \quad (-2.41) \quad (2.45) \quad (1.28)$$

$$\text{Prob} \quad (0.0391) \quad (0.0365) \quad (0.2300)$$

$$R^2 = 0.72$$

$$\bar{R}^2 = 0.66 \quad F = 11.87 \quad N = 12$$

ما يلاحظ أن العلاقة بين عدد الصناديق المغلقة والقيمة السوقية غير معنوية، باعتبار احتمال المتغير

المستقل (NCF) مرتفع وهو أكبر من 0,05، إضافة إلى أن الإحصائية t صغيرة فهي أقل من 2، لذلك

نحذف NCF من النموذج ليصبح:

$$MVSH = -1622.23 + 16.16 \text{ NOF}$$

$$t \quad (-3.02) \quad (4.55)$$

$$\text{Prob} \quad (0.0129) \quad (0.0011)$$

$$R^2 = 0.67$$

$$\bar{R}^2 = 0.64 \quad F = 20.72 \quad N = 12$$

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

ما يلاحظ من خلال النموذج أن العلاقة طردية بين عدد الصناديق المفتوحة والقيمة السوقية للأسهم، وهي علاقة قوية تقدر بـ 67% ($R^2 = 0.67$). فزيادة صندوق واحد من الصناديق المفتوحة يزيد من القيمة السوقية للأسهم بمقدار 16.16 مليار ريال سعودي.

ب. أثر عدد صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة على سيولة السوق:

$$\begin{aligned} \text{TRatio} &= -184.73 + 1.55 \text{ NOF} + 7.71 \text{ NCF} \\ t & \quad (-1.80) \quad (1.76) \quad (1.08) \\ \text{Prob} & (0.1045) \quad (0.1114) \quad (0.3047) \\ R^2 &= 0.60 \\ \bar{R}^2 &= 0.51 \quad F = 6.85 \quad N = 12 \end{aligned}$$

بحذف NCF من النموذج يصبح:

$$\begin{aligned} \text{TRatio} &= -226.29 + 2.22 \text{ NOF} \\ t & \quad (-2.36) \quad (3.50) \\ \text{Prob} & (0.0390) \quad (0.0057) \\ R^2 &= 0.55 \\ \bar{R}^2 &= 0.50 \quad F = 12.19 \quad N = 12 \end{aligned}$$

استنادا إلى نتائج النموذج يمكن القول أن هناك علاقة طردية غير قوية (متوسطة) بين عدد الصناديق المفتوحة ومعدل دوران السهم، وباعتبار معامل الانحدار $R^2 = 0.55$ فالعلاقة إذن تقدر بـ 55%.

ج. أثر عدد صناديق الاستثمار المفتوحة والمغلقة على المؤشر العام للأسعار:

$$TASI = -7873.91 + 76.45 \text{ NOF} + 257.68 \text{ NCF}$$

$$t \quad (-2.09) \quad (2.37) \quad (0.99)$$

$$\text{Prob} \quad (0.0654) \quad (0.0419) \quad (0.3477)$$

$$R^2 = 0.68$$

$$\bar{R}^2 = 0.61 \quad F = 9.70 \quad N = 12$$

النموذج نجد

يحذف NCF من

$$TASI = -9262.22 + 98.83 \text{ NOF}$$

$$t \quad (-2.66) \quad (4.29)$$

$$\text{Prob} \quad (0.0238) \quad (0.0016)$$

$$R^2 = 0.65$$

$$\bar{R}^2 = 0.61 \quad F = 18.45 \quad N = 12$$

النموذج مقبول والعلاقة طردية غير قوية (متوسطة) تقدر بـ 65% ($R^2 = 0,65$) ، بمعنى أن عدد الصناديق المفتوحة يؤثر على قيمة المؤشر العام للأسعار.

انطلاقاً من نتائج النماذج السابقة نستنتج ما يلي:

لإجمالي عدد الصناديق العاملة أثر قوي على القيمة السوقية والمؤشر العام للأسعار، وأثر غير قوي (متوسط) على سيولة السوق. وتحليل إجمالي عدد الصناديق العاملة نتج ما يلي:

- توجد علاقة طردية قوية بين عدد صناديق الاستثمار المفتوحة والقيمة السوقية للأسهم، وعلاقة غير قوية (متوسطة) بين الصناديق المفتوحة ومعدل دوران السهم من جهة والمؤشر العام للأسعار من جهة أخرى.

- لا تؤثر صناديق الاستثمار المغلقة على أداء السوق المالية.

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

ثالثاً:دراسة الارتباط بين عدد المشاركين في الصناديق الاستثمارية ومؤشرات اداء السوق المالية

بفرض ان: NSub تمثل عدد المشاركين في الصناديق الاستثمارية

أ.أثر عدد المشاركين في الصناديق الاستثمارية على حجم السوق:

$$MVSH = -90.43 + 0.0039 NSub$$

$$t \quad (-0.60) \quad (7.23)$$

$$Prob \quad (0.5570) \quad (0.0000)$$

$$R^2 = 0.83$$

$$\bar{R}^2 = 0.82 \quad F = 52.41 \quad N = 12$$

نجد: (Prob > 0.05)

من النموذج ($|t| < 2$)

بحذف β_0

$$MVSH = 0.0039 NSub$$

$$t \quad (11.04)$$

$$Prob \quad (0.0000)$$

$$R^2 = 0.83$$

$$N = 12$$

يشير النموذج إلى وجود علاقة قوية بين عدد المشاركين في الصناديق الاستثمارية والقيمة السوقية للأسهم، وهذا انطلاقاً من:

– statistic = $t = 11.04$ وهي أكبر من 2، فهناك احتمالاً قدره 95% لقبول H_1 ورفض H_0 .

– Prob = 0,0000 وهذا يعني قبول H_1 ورفض H_0 .

وعليه فالنموذج يؤكد وجود علاقة بين عدد المشاركين في الصناديق والقيمة السوقية تقدر بـ 83% ($R^2 = 0.38$).

ب. أثر عدد المشاركين في الصناديق الاستثمارية على سيولة السوق:

$$\begin{aligned} \text{TRatio} &= -9.41 + 0.0005 \text{ NSub} \\ t & \quad (-0.26) \quad (3.97) \\ \text{Prob} & (0.7944) \quad (0.0026) \\ R^2 &= 0.61 \\ \bar{R}^2 &= 0.57 \quad F = 15.81 \quad N = 12 \end{aligned}$$

النموذج يصبح:

بحذف β_0 من

$$\begin{aligned} \text{TRatio} &= 0.0004 \text{ NSub} \\ t & (6.24) \\ \text{Prob} & (0.0001) \\ R^2 &= 0.60 \\ N &= 12 \end{aligned}$$

ما يلاحظ من خلال النموذج أن العلاقة بين عدد المشاركين في الصناديق ومعدل دوران السهم علاقة غير قوية (متوسطة) تقدر بـ 60% ($R^2=0.06$).

ج. أثر عدد المشاركين في الصناديق الاستثمارية على المؤشر العام للأسعار:

$$\begin{aligned} \text{TASI} &= 43.05 + 0.024 \text{ NSub} \\ t & \quad (0.04) \quad (6.92) \\ \text{Prob} & (0.9652) \quad (0.0000) \\ R^2 &= 0.82 \\ \bar{R}^2 &= 0.81 \quad F = 47.92 \quad N = 12 \end{aligned}$$

بحذف β_0 من النموذج يصبح:

$$TASI = 0.024 N_{Sub}$$

$$t (11.55)$$

$$Prob (0.0000)$$

$$R^2 = 0.82$$

$$N = 12$$

يتضح من خلال هذا النموذج أن هناك علاقة قوية بين عدد المشاركين في الصناديق الاستثمارية والمؤشر العام للأسعار، وهذا انطلاقاً من:

$$- \text{statistic} = t = 11.55 \text{ وهي أكبر من } 2.$$

$$- Prob = 0.0000 \text{ وهو أقل من } 0,05$$

وعليه فالارتباط بين عدد المشاركين والمؤشر العام قوي ويقدر بـ 82%.

ما يمكن استنتاجه من التحليل السابق، أن عدد المشاركين في الصناديق يؤثر بشكل قوي على كل من القيمة السوقية والمؤشر العام، بينما يكون تأثيره غير قوي على سيولة السوق الممثلة بمعدل دوران السهم.

المطلب الثالث: دراسة الارتباط بين صناديق البنك السعودي البريطاني ومؤشر السوق المالية السعودية

سنحاول في هذا المطلب دراسة الارتباط أسعار وحدات كل نوع من الأنواع المكونة لصناديق استثمار البنك السعودي البريطاني والمؤشر العام لسوق الأسهم السعودية، خلال 52 أسبوعاً للفترة الممتدة من 2007/1/6 إلى غاية 2008/1/31.

أولاً: دراسة الارتباط بين صناديق الاستثمار قصيرة الأجل والمؤشر العام للأسعار

بفرض أن: RMF أسعار وحدات صندوق استثمار قصير الأجل بالريال السعودي.

DMF أسعار وحدات صندوق استثمار قصير الأجل بالدولار الأمريكي.

SMF أسعار وحدات صندوق استثمار قصير الأجل بالجنيه الإسترليني.

وباستخدام برنامج "EViews" يمكن اختبار الفرضيتين التاليتين:

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

H_0 : المتغيرات المفسرة RMF DMF SMF ليس لها علاقة بالمتغير التابع TASI.

H_1 : المتغيرات المفسرة RMF DMF SMF لها علاقة بالمتغير التابع TASI.

ويتمثل النموذج المقدر في:

$$TASI = 4157.54 - 46524.84 RMF - 785.24 DMF + 52163.78 SMF$$

$$t \quad (0.38) \quad (-77.4) \quad (-11.0) \quad (6.95)$$

$$Prob \quad (0.7072) \quad (0.0000) \quad (0.9130) \quad (0.0000)$$

$$R^2 = 0.74$$

$$\bar{R}^2 = 0.72 \quad F = 48.88 \quad N = 55$$

من خلال النموذج أعلاه نلاحظ أن العلاقة بين DMF و β_0 و TASI غير معنوية باعتبار الاحتمال Prob لكليهما أكبر من 0,05 وأيضا t – statistic بالقيمة المطلقة أقل من 2، وهذا معناه رفض H_1 وقبول H_0 ، لذلك يحذفان من النموذج فيصبح:

$$TASI = - 44751.87 RMF + 49679.27 SMF$$

$$t \quad (-11.14) \quad (11.26)$$

$$Prob \quad (0.0000) \quad (0.0000)$$

$$R^2 = 0.74$$

$$\bar{R}^2 = 0.73 \quad F = 151.69 \quad N = 55$$

يشير هذا النموذج إلى قبول الفرضية H_1 ، أي أن صندوق الاستثمار قصير الأجل بالريال السعودي وقصير الأجل بالجنيه الإسترليني، لهما علاقة بالمؤشر العام للسوق السعودية، وهذا انطلاقاً من: t – statistic – لكليهما بالقيمة المطلقة أكبر من 2، فهناك احتمال قدره 95% لقبول H_1 ورفض H_0 .

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

قيمة الاحتمال لكليهما أقل من 0,05، فهذا يعني قبول H_1 ورفض H_0 .

الإحصائية F – statistic كبيرة وتساوي 151.69.

وعليه فالنموذج يؤكد وجود ارتباط بين صندوق الاستثمار قصير الأجل بالريال السعودي والمؤشر العام من جهة وهو ارتباط عكسي، وبين صندوق الاستثمار قصير الأجل بالجنيه الإسترليني والمؤشر العام من جهة أخرى وهو ارتباط طردي، ويقدر الارتباط بين الصندوقين والمؤشر بـ 74% ($R^2=0.74$) وهو ارتباط قوي.

إذن فصناديق الاستثمار قصيرة الأجل بالريال وبالجنيه الإسترليني تؤثر على المؤشر العام، بينما لا يؤثر صندوق الاستثمار قصير الأجل بالدولار عليه.

ثانيا: دراسة الارتباط بين صناديق الأسهم العالمية والمؤشر العام للأسعار.

1- صناديق الأسهم الدولية

بفرض أن: AIF : تمثل أسعار وحدات صندوق مؤشر الأسهم الآسيوية.

UIF: تمثل أسعار وحدات صندوق مؤشر الأسهم الأمريكية.

EIF: تمثل أسعار وحدات صندوق مؤشر الأسهم الأوروبية.

جIF: تمثل أسعار وحدات صندوق مؤشر الأسهم اليابانية.

IAF: تمثل أسعار وحدات صندوق أسهم الصين والهند المرن.

وباستخدام برنامج "EViews" يمكن اختبار الفرضيتين التاليتين:

H_0 : المتغيرات المفسرة صناديق الأسهم الدولية ليس لها علاقة بالمتغير التابع TASI.

H_1 : المتغيرات المفسرة صناديق الأسهم الدولية لها علاقة بالمتغير التابع TASI.

ويظهر النموذج المقدر كالتالي:

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

$$TASI = 22370.29 - 298.08 AIF - 957.72 AMIF + 511.33 EIF - 759.85 JIF + 234.06 IAF$$

$$t (7.89) (- 1.65) (- 3.24) (1.85)(-1.28) (2.94)$$

$$Prob (0.0000) (0.1040) (0.0022) (0.0694) (0.2061) (0.0051)$$

$$R^2 = 0.75$$

$$R^2 = 0.72 \quad F = 27.86 \quad N = 52$$

يتبين من النموذج أن AIF و EIF و JIF ليس لها معنوية إحصائية باعتبار أن لكل واحد منها:

$|t| < 2$ و $Prob > 0.05$ الأمر الذي يؤكد عدم وجود علاقة بينها وبين المتغير التابع TASI . وبحذفها من

النموذج نجد:

$$TASI = 22409.95 - 1119.98 AMIF + 212.21 IAF$$

$$t (8.89) (-31.7) (10.14)$$

$$Prob (0.0000) (0.0000) (0.0000)$$

$$R^2 = 0.72$$

$$R^2 = 0.71 \quad F = 63.54 \quad N = 52$$

يتضح من خلال هذا النموذج أنه يمكن قبول H_1 ، بمعنى أن هناك ارتباط بين كل من صندوق مؤشر الأسهم الأمريكية وأسهم الصين والهند المرن والمؤشر العام لسوق الأسهم السعودية. وهذا لأن:

– t – statistic الخاصة صندوق مؤشر الأسهم الأمريكية تساوي 7.13، والخاصة بصندوق أسهم الصين والهند المرن تساوي 10.14 وكلاهما أكبر من 2، وبالتالي هناك احتمال قدره 95% لقبول H_1 ورفض H_0 .

- قيمة الاحتمال لكليهما أقل من 0.05 ، ما يعني قبول H_1 ورفض H_0 .

وعليه فالنموذج يثبت وجود علاقة بين الصندوقين السابقين والمؤشر العام، وفق معدل ارتباط كبير يقدر بـ 72% ($R^2 = 0.74$) ، والعلاقة عكسية بين أسعار وحدات صندوق مؤشر الأسهم الأمريكية والمؤشر العام، وطردية بين أسعار وحدات صندوق أسهم الصين والهند والمؤشر العام.

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

2- صناديق الأسهم الدولية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية

بوضع: ASI : أسعار وحدات صندوق الأمانة لآسيا والمحيط الهادي.

Amanah : أسعار وحدات صندوق الأمانة للأسهم الأوروبية.

AEF : أسعار وحدات صندوق الأمانة لمؤشر الأسهم العالمية.

والفرضيتين المختبرتين هما:

H_0 : المتغيرات المفسرة صناديق الأسهم الدولية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ليس لها علاقة بالمتغير التابع TASI.

H_1 : المتغيرات المفسرة صناديق الأسهم الدولية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية لها علاقة بالمتغير التابع TASI.

أما النموذج المقدر فيظهر كما يلي:

TASI = -593.84 + 955.23ASI + 1275.15 Amanah – 1163.67 AEF				
t	(-0.09)	(1.21)	(1.44)	(-1,81)
Prob	(0.9238)	(0.2312)	(0.1574)	(0.2455)
R^2	= 0.26			
\bar{R}^2	= 0.20	F = 4.24	N = 39	

نلاحظ من خلال النموذج أنه لا توجد علاقة بين صناديق الأسهم الدولية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والمؤشر العام، وما يؤكد ذلك:

– t – statistic لكل المتغيرات المستقلة أقل من 2، مما يعني رفض H_1 وقبول H_0 .

قيمة الاحتمال لكل المتغيرات المستقلة أكبر من 0.05، فهذا يعني رفض H_1 وقبول H_0 .

الإحصائية F – statistic صغيرة جدا وتساوي 4,24

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

$R^2=0,26$ مما يعني أن العلاقة ضعيفة جدا.

وعليه فالنموذج غير مقبول، وهذه الصناديق لا تؤثر على المؤشر العام

ثالثا: دراسة الارتباط بين صناديق الأسهم العربية والمؤشر العام للأسعار.

تتمثل صناديق الأسهم العربية في صندوق واحد هو صندوق الأسهم الخليجية، ونرمز لأسعار وحدات هذا الصندوق بـ GCF ، والفرضيتين المختبرتين هما:

H_0 : المتغير المفسر GCF ليس له علاقة بالمتغير التابع TASI.

H_1 : المتغير المفسر GCF له علاقة بالمتغير التابع TASI.

ويتمثل النموذج المقدر في:

$$TASI = 3296.96 + 557.14 GCF$$

$$t \quad (8.79) \quad (13.45)$$

$$Prob (0.0000) \quad (0.0000)$$

$$R^2 = 0.78$$

$$\bar{R}^2 = 0.77 \quad F = 180.94 \quad N = 53$$

نلاحظ من خلال هذا النموذج أن العلاقة طردية بين أسعار وحدات صندوق الأمانة للأسهم الخليجية والمؤشر العام للأسعار، والارتباط بينهما كبير ويقدر بـ 78% ($R^2=0.78$)، هذا يعني أن صندوق الأمانة للأسهم الخليجية يؤثر على المؤشر العام للسوق السعودية.

رابعا: دراسة الارتباط بين صناديق الأسهم المحلية والمؤشر العام للأسعار.

بفرض أن: SEF: تمثل أسعار وحدات صندوق الأسهم السعودية.

SSF: تمثل أسعار وحدات صندوق المتاجرة في الأسهم السعودية.

ASF: تمثل أسعار وحدات صندوق الأمانة للأسهم السعودية.

ISF: تمثل أسعار وحدات صندوق الأمانة للشركات الصناعية السعودية.

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

FIF: تمثل أسعار وحدات صندوق الشركات المالية.

وباستخدام برنامج "EViews" يمكن اختبار الفرضيتين التاليتين:

H₀: المتغيرات المفسرة أسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية ليس لها علاقة بالمتغير التابع TASI.

H₁: المتغيرات المفسرة أسعار وحدات صناديق الأسهم المحلية لها علاقة بالمتغير التابع TASI.

ويتمثل المتغير المقدر في التالي:

$$\begin{aligned} \text{TASI} &= 558.32 + 18.50 \text{ SEF} - 17.23 \text{ SSF} + 125.72 \text{ ASF} + 128.02 \text{ ISF} + 226.25 \text{ FIF} \\ t & (2.95) \quad (2.76) \quad (-)92.1 \quad (1.78) \quad (1.50) \quad (8.54) \\ \text{Prob} & (0.0049) \quad (0.0081) \quad (0.2005) \quad (0.0811) \quad (0.1400) \quad (0.0000) \quad R^2 = 0.99 \\ \bar{R}^2 &= 0.99 \quad F = 1036.80 \quad N = 54 \end{aligned}$$

وبحذف ISF من نجد النموذج :

$$\begin{aligned} \text{TASI} &= 457.67 + 18.21 \text{ SEF} - 12.62 \text{ SSF} + 190.16 \text{ ASF} + 204.58 \text{ FIF} \\ t & (2.55) \quad (2.68) \quad (-)69.0 \quad (3.35) \quad (9.09) \\ \text{Prob} & (0.0138) \quad (0.0098) \quad (0.3391) \quad (0.0015) \quad (0.0000) \quad R^2 = 0.99 \\ \bar{R}^2 &= 0.98 \quad F = 1263.17 \quad N = 54 \end{aligned}$$

وبحذف SSF من النموذج يصبح:

$$\begin{aligned} \text{TASI} &= 837.31 + 14.57 \text{ SEF} + 194.86 \text{ ASF} + 261.76 \text{ FIF} \\ t & (7.21) \quad (3.05) \quad (4.29) \quad (15.60) \\ \text{Prob} & (0.0000) \quad (0.0036) \quad (0.0001) \quad (0.0000) \\ R^2 &= 0.99 \\ \bar{R}^2 &= 0.98 \quad F = 1678.80 \quad N = 54 \end{aligned}$$

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

يتبين من خلال هذا النموذج أن العلاقة الطردية بين كل من: صندوق الأسهم السعودية، صندوق الأمانة للأسهم السعودية، صندوق الشركات المالية، والمؤشر العام علاقة قوية جدا، ويظهر ذلك من خلال:

– t – statistic لكل المتغيرات المستقلة السابقة أكبر من 2، أي هناك احتمال قدره 95% لقبول H_1 ورفض H_0 .

قيمة الاحتمال لكل منها أقل من 0,05، هذا يعني قبول H_1 ورفض H_0 .

الإحصائية F – statistic كبيرة جدا وتساوي 1678,80

وعليه فالنموذج يؤكد وجود ارتباط قوي جدا بين: صندوق الأسهم السعودية، صندوق الأمانة للأسهم السعودية صندوق الشركات المالية، والمؤشر العام يقدر بـ 99% ($R^2=0,99$)، أي أن لهذه الصناديق أثر كبير جدا على المؤشر العام.

خامسا: دراسة الارتباط بين صناديق السندات والمؤشر العام للأسعار.

بفرض أن: IBF: أسعار وحدات صندوق السندات العالمية.

SBF: أسعار وحدات صندوق السندات المحلية.

والفرضيتين الخاصتين بهذا الارتباط هما:

H_0 : المتغيرين المفسرين IBF و SBF ليس لهما علاقة بالمتغير التابع TASI.

H_1 : المتغيرين المفسرين IBF و SBF لهما علاقة بالمتغير التابع TASI.

ويتمثل النموذج المقدر في:

$$TASI = -17294.62 + 5798.69 IBF - 3925.47 SBF$$

$$t \quad (-0.98) \quad (3.04) \quad (-1,31)$$

$$Prob \quad (0.3297) \quad (0.0036) \quad (0.1945)$$

$$R^2 = 0.57$$

$$\bar{R}^2 = 0.55 \quad F = 34.93 \quad N = 55$$

وبحذف SBF من النموذج نجد:

$$TASI = -39127.13 + 3357.09 IBF$$

$$t \quad (-6.76) \quad (8.19)$$

$$Prob \quad (0.0000) \quad (0.0000)$$

$$R^2 = 0.56$$

$$\bar{R}^2 = 0.55 \quad F = 67.22 \quad N = 55$$

ما يلاحظ من خلال النموذج أن هناك علاقة غير قوية بين صندوق السندات العالمية والمؤشر العام للأسعار، بينما لا يؤثر صندوق السندات المحلية عليه.

سادسا: دراسة الارتباط بين صناديق المتاجرة والمؤشر العام للأسعار.

بفرض أن: ART: أسعار وحدات صندوق المتاجرة بالريال.

AUT: أسعار وحدات صندوق المتاجرة بالدولار.

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

ويظهر النموذج المقدر كما يلي:

$$\begin{aligned} \text{TASI} &= 28347.89 - 171265.3 \text{ ART} + 175730.1 \text{ AUT} \\ t & \quad (0.94) \quad (-07.2) \quad (2.77) \\ \text{Prob} & (0.3312) \quad (0.0093) \quad (0.0077) \quad R^2 = \\ & 0.56 \\ \bar{R}^2 &= 0.55 \quad F = 33.76 \quad N = 55 \end{aligned}$$

يحذف β_0 من النموذج يصبح:

$$\begin{aligned} \text{TASI} &= - 113504.6 \text{ ART} + 118110.0 \text{ AUT} \\ t & \quad (-7,13) \quad (7.17) \\ \text{Prob} & (0.0000) \quad (0.0000) \\ R^2 &= 0.55 \\ \bar{R}^2 &= 0.54 \quad F = 66.79 \quad N = 55 \end{aligned}$$

إن العلاقة الموجودة بين صناديق المتاجرة والمؤشر العام للأسعار هي علاقة غير قوية تقدر بـ 55%، مع ملاحظة وجود علاقة عكسية بين صندوق المتاجرة بالريال والمؤشر العام، وعلاقة طردية ما بين صندوق المتاجرة بالدولار والمؤشر.

من خلال النتائج المتحصل عليها سابقا، يتضح أن الارتباط بين صناديق ساب والمؤشر العام للأسعار يختلف من نوع إلى آخر، ومن صندوق لآخر في النوع الواحد. إذ نجد:

-علاقة قوية جدا بين: صندوق الأسهم السعودية، صندوق الأمانة للأسهم السعودية، صندوق الشركات المالية والمؤشر العام للأسعار، بينما لا توجد علاقة بين باقي الصناديق المكونة لمجموعة صناديق الأسهم المحلية والمؤشر العام.

-علاقة قوية بين كل من:

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

صندوق قصير الأجل بالريال السعودي، قصير الأجل بالجنه الإستراتيجي والمؤشر العام.

صندوق مؤشر الأسهم الأمريكية، صندوق أسهم الصين والهند المرن والمؤشر العام.

صندوق الأمانة للأسهم الخليجية والمؤشر العام.

بينما لا تؤثر باقي الصناديق المكونة للنوعين: صناديق الاستثمار قصيرة الأجل وصناديق الأسهم العالمية على المؤشر العام.

-ارتباط غير قوي بين صندوق السندات العامية والمؤشر العام، أما صندوق السندات الحكومية فلا يؤثر على المؤشر العام للأسعار.

-ارتباط غير قوي بين صناديق المتاجرة والمؤشر العام للأسعار.

خلاصة الفصل الثالث:

أثر نشاط صناديق الاستثمار على أداء السوق المالية السعودية

بالرغم من أن بداية السوق المالية السعودية كانت في أوائل الثمانينيات من القرن الماضي، إلا أنها تعتبر أكبر الأسواق الخليجية من حيث حجمها وعدد الأسهم المدرجة ، وقد كانت المملكة الأسبق من بين الدول العربية في خوض تجربة صناديق الاستثمار.

تطرح البنوك التجارية في المملكة عددا منها، يتنوع بتنوع الأهداف والسياسات الاستثمارية ومجالات الاستثمار.

والبنك السعودي البريطاني واحد من هذه البنوك الذي يدير عدة أنواع من الصناديق، تندرج تحت كل نوع مجموعة من الصناديق التي تناسب المستثمرين باختلاف فئات.

وبتطبيق نماذج الانحدار لمعرفة أثر نشاط صناديق الاستثمار على أداء السوق المالية، لوحظ أن حجم سوق الأسهم السعودية والمؤشر العام للأسعار يتأثران بقيمة إجمالي أصول صناديق الاستثمار، وتحليل إجمالي الأصول وجد أن هذا الأثر يعود أساسا وبشكل كبير إلى أصول صناديق الأسهم، أما باقي الأصول فإما لها أثر غير قوي أو ليس لها أثر.

كما يتأثر حجم السوق والمؤشر العام بعدد المشاركين في الصناديق وبإجمالي عددها، وتحليل إجمالي عدد الصناديق تبين أن عدد صناديق الاستثمار المفتوحة هو الذي يؤثر بشكل كبير على حجم السوق.

أما بالنسبة لصناديق "ساب" فقد اتضح أن أثرها على المؤشر العام للأسعار يختلف من نوع إلى نوع ومن صندوق إلى آخر في النوع الواحد، والأثر الكبير كان ناتجا عن نشاط بعض صناديق الأسهم المحلية وهي: صندوق الأسهم السعودية وصندوق الأمانة للأسهم السعودية وصندوق الشركات المالية، هذا بالدرجة الأولى، وعن نشاط بعض صناديق الأسهم الدولية وهي صندوق مؤشر الأسهم الأمريكية

الفصل الثالث : اثر نشاط صناديق الاستثمار على اداء السوق المالية السعودية

وصندوق أسهم الصين والهند المرن، وصناديق الأسهم العربية وهي صندوق الأمانة للأسهم الخليجية

، إضافة إلى صندوق: قصير الأجل بالريال السعودي وقصير الأجل بالجنيه الإسترليني، أما باقي

الصناديق فإما لها تأثير غير قوي أو ليس لها تأثير إطلاقاً.

ما يلاحظ أيضاً أن سيولة السوق لا يكاد يظهر أثر نشاط صناديق الاستثمار عليها.

الخاتمة

الخاتمة

خاتمة عامة:

وجدت الأسواق المالية في الأساس لإشباع حاجات ورغبات المتعاملين التمويلية، ومن ثمة أضحى ضرورة حتمية استلزمها الحياة الاقتصادية برمتها. وتزداد أهميتها ونشاطها في الاقتصاديات التي تتمتع بالمزيد من المرونة والحرية، وتلعب تلك الأسواق دورا مهما في جذب الفائض من رأس المال غير الموظف في الاقتصاد، وتحوله من مال عاطل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والأدوات المالية الأخرى التي يتم طرحها في الأسواق المالية.

هذا ويتطلب الاستثمار في العديد من الفرص عالية الربحية (أسهم، عقارات) حدا أدنى من الخبرة، وأحيانا كثيرة مبالغ مالية كبيرة قد لا يستطيع الفرد توفيرها. ومن المعروف أن تكلفة الاستفادة من خبرات المتخصصين في مجالات الاستثمار المختلفة عالية جدا وقد تجعل من الاستثمار نفسه غير مربح، وحيث أن قنوات الادخار انحصرت في البنوك فقط، الأمر الذي جعل المدخرين والمستثمرين مستعدين لتقبل أساليب جديدة آمنة للاستثمار وتدريجا معقولا. وبناء عليه فقد يكون أسلوب الاستثمار في الأسواق المالية من خلال صناديق الاستثمار المختلفة من أفضل وسائل الاستثمار المتاحة لصغار المستثمرين.

وقد شهدت الفترة الأخيرة تطور الصناعة المصرفية، حيث أصبحت تمتلك أدوات استثمارية جديدة تتمثل في صناديق الاستثمار، استخدمتها كوسيلة من وسائل تعبئة الموارد من السوق المالية دف توجيها لات استثمارية معينة، في الوقت الذي ازداد الطلب من القطاع العائلي على وحدات صناديق الاستثمار وإحلالها محل الودائع البنكية، وذلك لانخفاض أسعار الفائدة عليها.

نتائج الدراسة:

لقد تم التوصل إلى جملة من النتائج مستخلصة من هذه الدراسة، منها:

السوق المالية هي عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين عارضي الأموال وطالبيها، أي بين أصحاب الفائض في الأموال وأصحاب العجز فيها من خلال الأوراق المالية المتداولة في السوق، بوساطة السماسرة أو الشركات العاملة في هذا.

الخاتمة

وتلعب السوق المالية دورا بالغ الأهمية في تشجيع التنمية الاقتصادية في الدول، من خلال قدرا على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للاقتصاد، وتمويل الاستثمارات ذات الأجل المختلفة التي تؤدي إلى رفع مستويات الإنتاج وبالتالي رفع مستويات التشغيل ومن ثمة تحقيق مستويات أفضل للدخول. إضافة إلى أن تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك السوق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها، مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات.

توفر الأسواق المالية العديد من المنتجات والأدوات المالية كالأسهم والسندات والمشتقات المالية مثل الخيارات والمستقبليات، إضافة إلى أدوات الاستثمار بالأسواق النقدية كأذون الخزينة والقبولات المصرفية، كل هذه الأدوات تلي حاجات المتعاملين في السوق المالية.

صناديق الاستثمار هي أدوات مالية وأوعية استثمارية تقوم بتجميع مدخرات الأفراد عن طريق إصدار وحدات استثمارية متساوية القيمة، واستثمارها في بناء تشكيلة (محفظة) من الأوراق المالية على نحو متكامل لا يمكن للمستثمر الصغير القيام بها منفردا، وهي تخاطب قاعدة عريضة من المستثمرين الصغار الذين لا تتوافر لديهم الموارد المالية الكافية لتكوين محفظة خاصة من الأوراق المالية، والمستثمرين الذين تتوافر لديهم تلك الموارد ولكن تنقصهم الخبرة والمعرفة، أو ليس لديهم الوقت الكافي لإدارة تلك المحافظ.

تلعب صناديق الاستثمار دورا هاما في السوق المالية كوسيلة فعالة لتجميع المدخرات، وتتميز بالعديد من المميزات أهمها:

تنوع الاستثمارات وبالتالي التقليل من المخاطر وتوزيعها.

الاستثمار في مجالات قد لا يتمكن صغار المستثمرين منفردين من الاستثمار فيها بسبب حجم المبلغ الذي تتطلبه.

توافر خبرات مالية استثمارية لدى الصناديق.

القدرة على تسهيل الاستثمار وتحويله إلى نقود عند الحاجة وبتكاليف منخفضة نسبيا.

لم يعد التنوع المباشر للعناصر المكونة للمحفظة بين ما هو نقد وأسهم وسندات وغيرها الحل الأمثل لضمان نتائج جيدة، بل أصبح أكثر تعقيدا في تنوع مكونات المحفظة ضمن أنماط الاستثمار لكل

الخاتمة

عنصر من العناصر المكونة، واختيار الآجال المناسبة لحيازة هذه العناصر والاستجابة للتطورات المستمرة في مجمل تلك الأدوات، وذلك بإجراء التعديلات الضرورية والمستمرة بما يتماشى والمعلومات المتدفقة عن البيئة الاستثمارية.

تطرح البنوك التجارية في المملكة العربية السعودية عددا من الصناديق الاستثمارية المتنوعة، غير أن حجم الاستثمارات فيها يبقى متواضعا، لا يتناسب مع أهمية هذه الصناديق أو مع دورها الذي يمكن أن تؤديه للاقتصاد، وكذا مع حجم الأموال المتوفرة في المملكة أو في منطقة الخليج.

لنشاط صناديق الاستثمار أثر على أداء السوق المالية، وقد تبين من خلال الدراسة ما يلي:

بالنسبة مل صناديق الاستثمار السعودية:

يتأثر حجم سوق الأسهم السعودية والمؤشر العام للأسعار ارتفاعا بفعل زيادة إجمالي قيمة أصول صناديق الاستثمار، ويعود هذا الأثر أساسا إلى قيمة أصول صناديق الأسهم.

يساهم عدد المشاركين في الصناديق وعدد الصناديق المفتوحة في التأثير الإيجابي على حجم السوق والمؤشر العام.

بالنسبة لصناديق البنك السعودي البريطاني "SABB":

يختلف إسهام نشاط صناديق "ساب" على مؤشر سوق الأسهم السعودية من نوع إلى نوع، ومن صندوق إلى آخر في النوع الواحد.

يسهم نشاط بعض صناديق الأسهم المحلية في التأثير ارتفاعا على مؤشر السوق وهي: صندوق الأسهم السعودية، صندوق الأمانة للأسهم السعودية وصندوق الشركات المالية.

لصندوق مؤشر الأسهم الأمريكية تأثير سلبي على المؤشر العام، بينما يساهم صندوق أسهم الصين والهند في التأثير الإيجابي على المؤشر العام، أما باقي صناديق الأسهم الدولية فليس لها أثر.

لا يوجد أي ارتباط بين صناديق الأسهم الدولية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ومؤشر السوق المالية السعودية.

لصناديق الأسهم العربية ممثلة في صندوق الأمانة للأسهم الخليجية علاقة قوية مع المؤشر العام للأسعار الأسهم.

الخاتمة

يوجد ارتباط عكسي بين صندوق الاستثمار قصير الأجل بالريال السعودي والمؤشر العام، وارتباط طردي بين هذا الأخير وصندوق الاستثمار قصير الأجل بالجنيه الإسترليني.

أما باقي صناديق "ساب" فإما لها تأثير غير قوي أو لا تسهم أساساً في التأثير على المؤشر العام.

لا يسهم نشاط صناديق الاستثمار في التأثير على سيولة السوق.

مقترحات الدراسة:

على ضوء النتائج المتوصل إليها من خلال هذا البحث، يمكن تقديم الاقتراحات التالية:

توفير التسهيلات التشريعية بشأن السوق المالية لمواجهة التحديات الدولية بما تفرضه من منافسة حادة في مجال الأسواق المالية والخدمات المصرفية.

تعميم إنشاء الصناديق الاستثمارية ونشرها بشكل واسع، ويحتاج هذا الأمر إلى التنسيق وتضافر الجهود بين مجموعات الأفراد والبنوك والمؤسسات التمويلية والجهات المعنية في الدولة.

تشجيع البنوك التجارية وشركات الاستثمار على إنشاء صناديق الاستثمار تحت إشراف السلطات المختصة، ووفقاً لتشريعات تصدرها الخصاص، لتلبية حاجة عدد كبير من المدخرين صغاراً وكباراً إلى الاستثمار في السوق المالية، وذلك بدلاً من إيداع أموالهم في البنوك.

رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في السوق المالية وخاصة عن طريق صناديق الاستثمار، وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين في الاقتصاد بتوفير الحافز والدافع الحيوي لديهم، من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في السوق المالية وحماية الأطراف المتبادلة.

إنشاء صناديق استثمار متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، لاستقطاب واستثمار مدخرات شريحة – لا يستهان بحجم مدخرات – تمنعها الاستثمارات الربوية من توظيف أموالها سواء في البنوك التقليدية أو الأسواق المالية.

تمكين البنوك التجارية من إنشاء صناديق استثمار عربية مشتركة، توفر للمستثمرين الفرصة للدخول والمشاركة في الأسواق المالية العربية.

نشر معلومات واضحة وشفافة عن صناديق الاستثمار من سجل أدائها التاريخي وتوزيع أصولها، أسعار وحداً وبعض الإحصائيات عن عوائدها ومخاطرها، وغير ذلك من المعلومات التي تختلف فيما بين

الخاتمة

الصناديق، لتشجيع المستثمرين على الاستثمارات وتمكينهم من اختيار الصناديق التي تناسب الاحجام الاستثمارية، وتمكن الباحثين من إجراء البحوث والدراسات العلمية.

آفاق الدراسة:

في النهاية تبقى الإشارة إلى أن هذا البحث ما هو إلا جزء بسيط من هذا الموضوع الواسع، ومن خلال دراسته تبين أنه يمكن لأبحاث أخرى أن تقوم بتناوله من زاوية أخرى ، أو تناوله من جوانب أخرى هامة لازالت في حاجة إلى المزيد من البحث والدراسة.

ولعل أهم الأبحاث المقترحة في هذا الموضوع ما يلي:

دراسة واقع تجربة صناديق الاستثمار في الدول العربية ومقارنة أثر نشاطها على أداء الأسواق المالية لعينة من هذه الدول.

تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية في أداء صناديق الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة.

تجربة صناديق الاستثمار الإسلامية في الأسواق المالية العربية.



قائمة المصادر والمراجع

الكتب:

- 1- احمد بن حسين بن احمد الحسين ، استاذ مشارك ورئيس قسم الاقتصاد الاسلامي ، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الاسلامي ، مؤسسة شباب الجامعة الاسكندرية ، 1999
- 2- احمد بن محمد الخليل - الاسهم والسندات واحكامها في الفقه الاسلامي - الطبعة الثانية - دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع السعودية 2005
- 3- حسني علي خربوش ، الاسواق المالية : المفاهيم والتطبيقات ، الجامعة الهامشية ، دار زهران للنشر - 1998
- 4- شذا جمال الخطيب ، "العولمة المالية ومستقبل الأسواق العربية لرأس المال" ، مؤسسة طابا ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2002 ،
- 5- عبد الرحمان بن عبد العزيز النفيسة ، صناديق الاستثمار الضوابط الشرعية والاحكام النظامية . دار النفائس للنشر والتوزيع ، الاردن ، الطبعة الاولى 1430 هـ . 2010 م ، رقم الكتاب 232/ 253
- 6- عبد الغفار حنفي - دكتور رسمية زكي قريبا قص - الاسواق والمؤسسات المالية - جامعة الاسكندرية - مصر - 2001 -
- 7- عبد المعطي رضا ارشيد واخرون - الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق دار زهران للنشر والتوزيع الاردن
- 8- محمد مطر ، ادارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقات العلمية ، الطبعة الاولى 1993 عمان
- 9- محمد منير ابراهيم هندي - ادوات الاستثمار في اسواق راس المال الاوراق المالية وصناديق الاستثمار - الاسكندرية - المكتب العربي الحديث طبعة 2003
- 10- مصطفى رشدي شيخة ، زينب حسن عوض الله ، النقود والبنوك والبورصات ، الاسكندرية ، دار المعرفة الجامعي ، 1992

قائمة المصادر والمراجع

11-وليد صافي، الاسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع –عمان 2012 م الطبعة الاولى
2088

المدخلات و المؤتمرات:

1-الاستاذة كحلي فتيحة وبودية فاطمة – طبيعة البعد الاقتصادي والاجتماعي لصناديق الاستثمار
الاسلامية ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة –ملتقى دولي حول المالية الاسلامية صفاقص
جمهورية التونسية يومي 27-29 جوان 2003

الرسائل والمذكرات:

1-بلمهوب أسماء، "العولمة المالية وآثارها على أداء الأسواق المالية الناشئة" كوريا الجنوبية، مذكرة
لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية،، حالة سوقي ماليزيا و جامعة فرحات عباس،
سطيف، 2004

2-بوشلاغ نور الدين رسالة ماستر دراسة مقارنة بين صناديق الاستثمار التقليدية والاسلامية –
ص100-102-2012-2013-جامعة وهران

3-زهرة مرجاوي – فتيحة حلامية – دور صناديق الاستثمار الاسلامية في تفعيل اداء البنوك الاسلامية
–رسالة ماستر –كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية تبسة -2015-2019

المواقع الالكترونية:

1http://www.sabb.com/Individual%20Solutions/Basic%20Banking%20Solutions/Financial%20Solutions/Mutual%20Funds/mutual_funds_ar.shtml

2-http://www.tadawul.com.sa/wps/portal!/ut/p/_s.7_0_A/7_0_4B0?cID=6_1_9E&nID=7_0_49I

السوق المالية هي مكان التقاء عارضي الأموال وطالبيها، تتداول فيها أوراق مالية متنوعة بوساطة متخصصين وتحت رقابة السلطات العمومية ولهذه السوق أهمية كبيرة، تنبع من الدور الذي تلعبه في توظيف السيولة المدخرة لدى الأفراد، والربط بين عارضي وطالبي الأموال، كما توفر مجالات لتبادل الأصول الاستثمارية بين مختلف المتعاملين، وتعتبر أيضا مرآة عاكسة لحالة الاقتصاد 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.

الكلمات المفتاحية :

السوق المالية_ توظيف السيولة_ رقابة السلطات العمومية _ عارضي وطالبي الأموال _ المتعاملين

Summary:

The financial market is a meeting place for money offerors and money seekers, in which various securities are traded through the mediation of specialists and under the supervision of public authorities. The financial markets are classified into several types according to criteria that vary from one classification to another. They are divided according to the issuance and trading criterion into primary and secondary markets, and according to the criterion of the terms of operations into cash markets and capital markets, and according to the term of execution of operations, they are divided into Present and future markets.

key words :

The financial market, the employment of liquidity, the control of public authorities, the offerors and seekers of funds, the dealers