

أهمية صناديق المؤشرات المتداولة في تنشيط السوق المالية

- دراسة حالة السوق المالية السعودية-

The importance of exchange-traded funds in activating the financial market - a case study of the Saudi financial market -وليد بوعظم*¹ ، زهير بن دعاس²¹ مخبر تقييم أسواق رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة، جامعة سطيف 1 (الجزائر)

walid_bouadam@univ-setif.dz

² جامعة سطيف 1 (الجزائر)، ben_daas19@yahoo.fr

تاريخ النشر: 2023/06/05

تاريخ القبول: 2023/02/09

تاريخ الاستلام: 2022/02/14

ملخص:

تطرقت هذه الدراسة إلى إبراز دور وأهمية صناديق المؤشرات المتداولة كأحد المنتجات المالية المستحدثة، بحيث أن الاستثمار في هذه الصناديق من شأنه أن يساهم وبشكل كبير في توسيع قاعدة الأسواق المالية، ويمنح للمستثمرين مرونة أكبر للاختيار في توزيع استثماراتهم على قنوات السوق وقطاعاتها من خلال أدوات استثمارية جديدة تكون لهم قيمة مضافة، وتساعدهم على التقليل من المخاطر التي تحيط باستثماراتهم، وقد تم اتباع المنهج التحليلي في دراسة تطور أداء صناديق المؤشرات المتداولة للسوق المالي السعودي إلا أن نشاطها وتداولها كان أقل من المستوى المأمول، لأسباب منها تدبذب السوق و ضعف ثقة المستثمرين في هذا النوع من المنتجات.

كلمات مفتاحية: المنتجات المالية، صناديق المؤشرات المتداولة، السوق المالي السعودي،

Abstract:

This study touched on highlighting the role and importance of exchange-traded funds as one of the newly developed financial products, so that investing in these funds would greatly contribute to expanding the base of financial markets, and give investors greater flexibility to choose in distributing their investments on market channels and sectors through new investment tools. They have an added value, and help them reduce the risks surrounding their investments. The analytical approach has been followed in studying the development of the performance of ETFs in the Saudi financial market, but their activity and trading was less than the hoped-for level, for reasons including market volatility and weak investor confidence in this type. of the products.

Keywords: Financial Products, Exchange Traded Funds, Saudi Stock Exchange.

1. مقدمة :

يعد المستثمرين من المحركين الرئيسيين للسوق المالي، فهم يسعون دوماً إلى تنمية عائد استثماراتهم مع تخفيض درجة المخاطرة المرتبطة بها، لذلك فإن الاستثمار في المنتجات المالية يتطلب تخصص دقيق وخبرة كافية بأحوال السوق، تمكن من الاختيار الأنسب للأصول والتعامل بها في الوقت المناسب لتحقيق الأرباح، فوفقاً لأساسيات الفكر الحديث في مجال الاستثمار، لا بد على المستثمر أن يشتري تشكيلة من الأصول المالية التي تصدرها عدد من الشركات حتى يتسنى للمستثمر تحقيق التنوع لتفادي المخاطر التي تتعرض لها المنتجات، لكن هذا التنوع يصعب على صغار المستثمرين تحقيقه نظراً لمحدودية مواردهم، كما قد يصعب إدارتها على كبار المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بمخاطر السوق، في ظل هذه العواقب استحدث الفكر المالي أداة استثمارية مهمة وهي صناديق المؤشرات المتداولة التي تعد الوجه الحديث للوساطة المالية.

فصناديق المؤشرات المتداولة أداة استثمارية مستحدثة عبارة عن صناديق استثمارية يتم تداولها في أسواق الأسهم، يقوم كل صندوق بتعقب حركة مؤشرات أسواق الأسهم، بالإضافة لقطاعات معينة في أسواق الأسهم ومؤشرات السندات، وتجذب هذه الصناديق الكثير من المستثمرين لأنها تمتاز بتكلفة الاستثمار فيها ضئيلة مقارنة بالأدوات المالية الأخرى، كما تستفيد من امتيازات ضريبية قد تصل أحياناً إلى الإعفاء التام، وتتصف بحجم المخاطرة أقل، كونها تتبع مؤشراً مؤلفاً من رزمة متنوعة من نخبة من الأوراق المالية ذات الأداء الممتاز الذي يبحث عنها المستثمر، وتكتسب ميزة المرونة فتوفر السيولة العالية من خلال تداولها في السوق، فصناديق المؤشرات المتداولة سوف تساهم في تطوير نوعية العمل المالي، كما سيكون لها دور كبير في تنشيط الأسواق المالية، وفي هذه الورقة البحثية سنحاول تشخيص أداء صناديق المؤشرات المتداولة وأهميتها في السوق المالية السعودية.

1.1 مشكلة البحث: مما سبق يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية التالية:

❖ ما الدور الذي تلعبه صناديق المؤشرات المتداولة في تنشيط السوق المالية السعودية؟

انطلاقاً من التساؤل الرئيسي نطرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما مفهوم صناديق المؤشرات المتداولة؟
- فيما تتمثل آلية عمل صناديق المؤشرات المتداولة؟
- ما مدى إقبال المستثمرين على صناديق المؤشرات المتداولة باعتبارها من أهم المنتجات المالية المبتكرة بالسوق المالي السعودي؟

2.1 فرضيات البحث: استنادا على ما تقدم، ارتأيت الى اختبار الفرضيات التالية:

- إن صناديق المؤشرات المتداولة أحد نظم الاستثمار الجماعي التي تعتمد على أموال المستثمرين غير المحترفين.
- تعمل صناديق المؤشرات المتداولة بإصدار وحدات جديدة أو استرداد وحدات قائمة في أي يوم من أيام التداول.
- إن صناديق المؤشرات المتداولة من أهم المنتجات المالية المبتكرة التي حظت بإقبال واسعاً من طرف المستثمرين في السوق المالي السعودي، مما ساهم في تنشيطها.

3.1 أهداف البحث: يمكن حصر أهم أهداف دراستنا في النقاط التالية:

- التعريف بصناديق المؤشرات المتداولة باعتبارها من الابتكارات المالية.
- التركيز على مميزات صناديق المؤشرات المتداولة وكيفية عملها.
- تشخيص تطور أداء صناديق المؤشرات المتداولة في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2010-2020.

4.1 أهمية البحث: تكمن أهمية البحث من خلال تناولها أحد أبرز المواضيع المعاصرة والمتمثلة في موضوع صناديق المؤشرات المتداولة ودورها في السوق المالي في ظل الأزمات المالية التي تنشط فيها هذه المنتجات، وفي ظل البحث الدائم على زيادة المدخرات وتوظيفها بالاستثمار الجيد، حيث تبرز أهمية البحث من خلال القطاع الذي تنشط فيه صناديق المؤشرات المتداولة محل الدراسة، فهي أدوات داعمة للأسواق المالية وللاقتصاد الوطني.

5.1 منهجية البحث: يعتمد هذا البحث على المنهج الوصفي من خلال دراسة نشأة ومفهوم، مميزات وأشكال صناديق المؤشرات المتداولة، وأيضا دراسة آلية عمل وأطراف صناديق المؤشرات المتداولة، كما اعتمد في جزء منه على المنهج التحليلي الذي اعتمد على البيانات الإحصائية من أجل تحليل السوق المالي السعودي وأنواع صناديق المؤشرات المتداولة فيها، بالإضافة الى تطور هذه الصناديق ومساهمتها في السوق المالي السعودي.

6.1 تقسيمات البحث: للإجابة على إشكالية البحث ارتأينا تقسيم البحث الى ثلاث محاور وهي:

- الإطار النظري لصناديق المؤشرات المتداولة.
- طريقة عمل صناديق المؤشرات المتداولة في السوق المالي.
- دور صناديق المؤشرات المتداولة في تطوير سوق المالية السعودية.

2. الإطار النظري لصناديق المؤشرات المتداولة:

تحتل صناديق المؤشرات المتداولة مكانة هامة في الأسواق المالية نظرا لأهميتها الكبيرة ومنافعها العديدة، إذ أن الاستثمار في مثل هذه الصناديق من شأنه أن يؤدي إلى توسيع قاعدة الأسواق المالية، ويعطي للمستثمرين مرونة أكبر للاختيار في توزيع استثماراتهم، وفي هذا المحور التمهيدي سنحاول التعريف بها وبمميزات الاستثمار فيها.

1.2 نشأة صناديق المؤشرات: تاريخيا، بدأ تطبيق صناديق المؤشرات كصناديق استثمار مشتركة، حيث أطلقت مجموعة من الشركات الاستثمارية أول صندوق مؤشر عام 1973 في الولايات المتحدة الأمريكية، وكان موجها للمؤسسات الاستثمارية، ثم أطلقت مجموعة فانقارد الأمريكية أول صندوق مؤشر للمستثمرين الأفراد عام 1976، وتم بعد ذلك تطوير صناديق مؤشرات بصيغة الصناديق القابلة للتداول ETF، حيث ظهر أول صندوق مؤشر قابل للتداول عام 1989 في الولايات المتحدة الأمريكية بمسمى (Index Participation Shares) والذي يحاكي مؤشر (S&P 500)، ولكنه لم يستمر بسبب إشكال قانوني. وأعيد إصدار المنتج بمسمى مماثل يحاكي مؤشر (TSE 35) في السوق الكندية عام 1990، وأدى نجاحه إلى إعادة التفكير في استحداث صناديق المؤشرات في الولايات المتحدة، ليتم استحداث صندوق مؤشرات جديد في عام 1993، من أبرزها صندوق سبايدر الذي أصبح من أكبر صناديق المتداولة في العالم.¹

2.2 مفهوم صناديق المؤشرات المتداولة:

قبل تعريف صناديق المؤشرات المتداولة يجب في البداية الإشارة إلى أن الصندوق الاستثماري في عمومها يعبر عن أوعية استثمارية تقوم بجمع رؤوس أموال مجموعة من المستثمرين وتديرها وفقا لاستراتيجية وأهداف استثمارية محددة يضعها مدير الصندوق²، وتعرف صناديق المؤشرات المتداولة على أنها أداة استثمارية مستحدثة، وهي صناديق استثمارية مفتوحة تنشئ وتطفي الوحدات الاستثمارية باستمرار، تتمثل أصول هذه الصناديق بمحفظة استثمارية تتشكل من مجموعة الأوراق المالية المكونة لمؤشر معين قائم، أو مؤشر يتم إنشاؤه من قبل صندوق الاستثمار نفسه، الأمر الذي يجعلها أداة استثمارية جذابة بالنسبة للمستثمر الذي يميل إلى الابتعاد عن المخاطر، كونها تتبع مؤشرا مؤلفا من رزمة متنوعة من نخبة من الأوراق ذات الأداء الممتاز التي يبحث عنها المستثمر الرشيد.³

كما تعرف صناديق المؤشرات المتداولة أحد نظم الاستثمار الجماعي التي تعتمد على أموال المستثمرين غير المحترفين، وهو أحد أنواع الصناديق الاستثمارية المفتوحة التي تصدر وثائق استثمارية يتم قيدها وتداولها في سوق الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات، وتتميز صناديق المؤشرات عن صناديق الاستثمار الأخرى هو ما تمنحه للمستثمرين من فرص للاستثمار في محافظ تكافئ أو تماثل محفظة السوق أو الاستثمار في قطاع معين إذا كان مؤشر الصندوق من المؤشرات القطاعية، وذلك بتكلفة أقل من وسائل الاستثمار الأخرى التي تتطلب شراء أكثر من ورقة مالية لتكوين المحفظة.⁴

وتمثل صناديق المؤشرات المتداولة على أنها صناديق مصممة خصيصا لمتابعة أداء مؤشر ما أو قطاع معين بحيث تكون كل وثيقة عبارة عن سلة تحتوي على مجموعة من الأوراق المالية المتداولة في بورصة ما على أن تكون هذه الشهادات قابلة للتداول في البورصة بنفس طريقة الأسهم العادية.⁵

وصناديق المؤشرات المتداولة هي هياكل حسابات واستراتيجيات استثمار، حيث هذه الهياكل هي محركات تشغيلية تستخدمها الشركات الاستثمارية لإنشاء وإدارة العديد من أنواع صناديق المؤشرات المختلفة. وباستخدام العديد من أساليب واستراتيجيات الاستثمار. والجدير بالذكر أن استراتيجية المؤشر التي تتبعها كل الصناديق المؤشرات المتداولة وليس هيكل الصناديق المؤشرات المتداولة هو الذي يؤدي إلى عائد جيد أو سيئ.⁶

وتعد صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية أداة مستحدثة، تجمع بين السمات الرئيسية لصناديق الاستثمار الإسلامية من حيث تنوع وشرعية المحفظة المكونة لها، ومن حيث إمكانية إصدار واسترداد الوثائق في حدود الحد المسموح به، فهي صناديق استثمارية مقسمة إلى وحدات متساوية يتم تداولها في سوق الأوراق المالية خلال فترات التداول، حيث أنها تتكون من سلة من أسهم الشركات المتوافقة مع الضوابط الشرعية المدرجة في السوق المالي والقابلة للتداول، وتتميز هذه الصناديق بشفافيتها حيث تكون تابعة لمؤشر محدد من مؤشرات السوق وتتطابق استثماراتها مع مكونات هذا المؤشر، مثل أن يكون الصندوق مرتبط و يتأثر بحركة المؤشر العام للسوق أو بمؤشر قطاع ما، وقد يضع مدير الصندوق مؤشرا خاصا بصندوقه كأن يضع مؤشرا للأسهم الشرعية، كما تتميز هذه الصناديق بوجود صانع سوق يعمل على محاكاة أدائها لأداء المؤشرات التي تتبعها هذه الصناديق.⁷

3.2. مميزات صناديق المؤشرات المتداولة:

تتميز صناديق المؤشرات المتداولة بالعديد من مميزات منها:⁸

- الشفافية: بحكم أن صناديق المؤشرات المتداولة تتبع مؤشرات سوقية فإن من السهولة التعرف على استثمارات هذه الصناديق من حيث المحتوى ونسب الاستثمارات، ويلتزم مصدري هذه الصناديق بنشر معلومات الإفصاح كاملة عن صناديقهم والمؤشرات التي تتبعها. كما تمتاز بالتقييم المستمر من قبل مدير الصندوق خلال فترات التداول لقيمة الوحدة أو ما يعرف بالقيمة الإرشادية لصافي أصول الوحدة، بالإضافة إلى تقييم نهاية اليوم أو ما يعرف بصافي قيمة الأصول.
- المرونة: تتميز وحدات صناديق المؤشرات المتداولة بسهولة التعامل معها حيث يستطيع المستثمر شراء أو بيع الوحدات مباشرة عن طريق سوق الأسهم وبشكل فوري وبنفس طريقة شراء الأسهم، كما يستطيع المستثمر شراء وحدات صناديق المؤشرات المتداولة بغض النظر عن المصدر بعكس الصناديق المشتركة التي يتطلب الاستثمار فيها التعامل من خلال مدير الصندوق مباشرة بالإضافة إلى أنه لا يوجد حد أدنى للاشتراك في صناديق المؤشرات المتداولة.
- التكلفة: يتميز الاستثمار بشكل أساسي في الصناديق المتداولة بانخفاض التكاليف المترتبة على هذا الاشتراك في هذه الصناديق، حيث تتمثل هذه التكاليف فقط في عمولة الشراء أو البيع، كما أن مصاريف إدارة هذه الصناديق قليلة جدا ويلتزم المصدر لهذه الصناديق بالمصاريف فقط المصنف عنها في نشرة الإصدار.⁹
- تنوع الاستثمارات: حيث تتيح صناديق المؤشرات الفرصة للمستثمر للاستثمار في مجموعة متنوعة من الأوراق المالية وهو ما يعطي للمستثمر الفرصة لدخول أسواق وقطاعات محددة ومتنوعة، دون عمل دراسات خاصة بالتنوع، حيث إن هناك العديد من المؤسسات التي تقوم بالعديد من الدراسات قبل إصدار تلك المؤشرات، ومن ثم فإن التنوع يعتمد على دراسات يتم إعدادها بواسطة مؤسسات محترفة ومن ثم تنخفض مخاطر الاستثمار فيها.¹⁰
- السيولة: يتم تداول صناديق المؤشرات خلال ساعات التداول للبورصة ولا بد أن يكون لكل صناديق المؤشرات صانع سوق، حيث يلتزم صانع السوق بالبيع أو الشراء

لكل من يرغب في ذلك من المستثمرين، وهو ما يضمن وجود سيولة دائمة لصناديق المؤشرات المتداولة في البورصة حيث يثق المستثمر دائما في إمكانية قيامه ببيع أو شراء شهادات صناديق المؤشرات التي يملكها في أي وقت يرغب فيه، وفي هذا الخصوص يسمح لصناع السوق باستخدام العديد من الأدوات التمويلية التي تمكنهم من توفير السيولة، حيث يستطيعون بيع صناديق المؤشرات على المكشوف، أو شراؤها بالهامش أو وضع أوامر محددة السعر، واستثمار حجم رأس المال الذين يرغبون فيه بدون حد أدنى وهذه المميزات لا تتوافر لدى مدير الاستثمار في حالة صناديق الاستثمار العادية التي لا يسمح لها بالاقتراض للأموال أو للأسهم أساسا، ويسمح لهم في حالات خاصة بالاقتراض لمواجهة عمليات الاسترداد وذلك في حدود 10% فقط من قيمة صافي الأصول.¹¹

● خبرة أقل وتداول بلا شروط: لا يحتاج الاستثمار في صناديق المؤشرات المتداولة إلى خبرة كبيرة حتى ولو كانت المرة الأولى للاستثمار بها، كما لا يحتاج إلى معرفة ومتابعة الأداء المالي والإداري لكل شركة مدرجة في المؤشر، حيث أن وحدات الصناديق تعكس نبض السوق وهذا يساعد المستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح والرشيد، ولعل هذا ما يزيد من أهمية التحليل الفني في الاستثمار بصناديق المؤشرات، كما تمتاز صناديق المؤشرات المتداولة أيضا بعدم وجود حد أدنى لشراء وحدات الصناديق، حيث من الممكن شراء وحدة واحدة من الصندوق من السوق مباشرة، وبالمثل يمكن بيع وحدة واحدة في أي وقت من أوقات التداول.¹²

4.2. أشكال صناديق المؤشرات المتداولة:

تتمثل هذه الأشكال فيما يلي¹³

يوجد نوعان من صناديق المؤشرات المتداولة أولها صناديق الأساس النقدي والثاني هو صناديق تبادل العائد كما أن هناك نوعا آخر من الصناديق غالبا ما يتم الخلط بينه وبين صناديق المؤشرات المتداولة والذي يتتبع مؤشرات أسواق السلع بدلا من أسواق الأسهم. وتقوم صناديق الأساس النقدي بالشراء من جميع الأسهم المكونة لمؤشر معين والاحتفاظ بها كأصول وهو ما يعرف بعملية التكرار الكامل للمؤشر وفي حالة المؤشرات ذات القاعدة العريضة

من الأسهم أو عند وجود إخراجات صغيرة أو محدودة السيولة تلجأ صناديق الأساس النقدي إلى الاحتفاظ بمجموعة أصغر من الأسهم المكونة للمؤشر المعني بما يعكس الأداء الكلي للمؤشر بشكل أكثر دقة وهو ما يسمى بعملية التحسين والتي تعتمد على أساليب الاختيار التي ينتهجها مدير الأصول أو الوسيط، كما تسمح صناديق الأساس النقدي لأكثر من وكيل بإصدار واسترداد وحداتها حيث أنه بإمكان الوكلاء جلب الأسهم مباشرة إلى الصندوق ومن ثم فإن هذا النوع من الصناديق يتناسب مع متطلبات صناع السوق وهو ما يدعم من عامل المنافسة ويذكيه. أما صناديق تبادل العائد فتنتطوي على درجة أكبر من المخاطر مقارنة بصناديق الأساس النقدي حيث تلجأ هذه الصناديق إلى مبادلة العائد الإجمالي بغرض محاكاة أداء أحد المؤشرات. وتتم مبادلة العائد الإجمالي من خلال قيام طرفين بتبادل العوائد الكلية لمحفظتهما وذلك بدلا من الاحتفاظ بالأسهم كما هو الحال بالنسبة لصناديق الأساس النقدي.

5.2. أطراف صناديق المؤشرات المتداولة: ومن أهم أدوار هذه الأطراف فيما يلي:¹⁴

- مدير الصندوق: هو الجهة التي تصدر وتدير صناديق المؤشرات المتداولة والمرخص لها من قبل هيئة السوق المالية بإدارة الأصول، بحيث يقوم بعملية خلق وتجميع للأسهم في سلة واحدة، والتي تتطلب إدارة محترفة تقوم بعمل الدراسات والتقييمات الدورية، فتحدد مهمة مدير الوثائق في إصدار الوثائق بناء على الأسهم المكونة للمؤشر وبنفس الأوزان النسبية تقريبا، ويلتزم مدير الصندوق بما يلي:
 - المحافظة بصفة مستمرة على معامل ارتباط بين سعر التداول بالبورصة وقيمة المؤشر وذلك وفقا للقواعد التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة.
 - احتساب صافي قيمة الأصول والإفصاح عنها للهيئة والبورصة.
 - المحافظة بصفة مستمرة على ألا تقل نسبة الأوراق المالية المكونة للمؤشر عن نسبة معينة من إجمالي الأوراق المالية المكونة للمحفظة وذلك وفقا للقواعد التي تضعها البورصة وتعتمدها هيئة سوق المال.
 - الإفصاح عن نصيب الوثيقة من صافي قيمة أصول الصندوق والإفصاح عنها للهيئة والبورصة.
 - إخطار كل من الهيئة والبورصة بمواعيد توزيع الكوبونات وقيمتها والإفصاح عنها على شاشات البورصة.

- إخطار كل من الهيئة والبورصة كتابيا وبصفة فورية بأي تغيير في عدد الوثائق والإيقاف المؤقت لاستبدال الوثائق بالأوراق المالية المكونة للمؤشر والعكس وأية أحداث جوهرية من شأنها التأثير على أداء الصندوق ونشاطه أو قد تؤدي إلى تصفية الصندوق أو اندماجه في صناديق أخرى أو إنهاء اندماج قائم أو أية عمليات تجزئة يكون محلها الوثائق الصادرة عن الصندوق.
- **صانع السوق:** هو جهة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية وظيفتها توفير السيولة في سوق صناديق المؤشرات المتداولة بحيث يتم توفير عروض مستمرة للشراء وبالتالي يستطيع المستثمر في أي وقت بيع أو شراء الوحدات، ويلتزم صانع السوق بشكل مستمر بتوفير عروض بيع وطلبات شراء على الصناديق من خلال مدى سعري معين حول القيمة الإرشادية لصافي أصول الوحدة، ويجب ألا تقل قيمة أوامر البيع والشراء عن مبلغ محدد أو ما يعادله من وحدات.¹⁵
- ويلتزم صانع السوق بما يلي:
- بيع وشراء الوثائق التي يلتزم بصناعة سوقها لحسابه الخاص خلال ساعات التداول الرسمية على أن تكون هذه الأوراق مقيدة بالبورصة،
- تعديل العروض والطلبات التي يقدمها خلال المدة التي يصدر قرار بتحديددها من إدارة البورصة،
- تقديم عروض البيع وطلبات الشراء خلال ساعات التداول الرسمية،
- يجب أن يحافظ صانع السوق على نسبة الفرق المسموح بها من إدارة البورصة بين سعري العرض والطلب والفرق بين كميات العروض والطلبات للوثائق،
- يجوز لصانع السوق ممارسة الشراء الهامشي واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع إذا أتيح التعامل بهذه الأنظمة على الورقة التي يلتزم بصناعة سوقها،
- يقوم بتكوين المحفظة المالية المكونة للمؤشر المستهدف بنسبة المتوسط المرجح لكل سهم من أسهم الذي يحتوي الأوراق المالية المكونة للمحفظة وذلك باستخدام الأموال المتاحة التي تم الاكتتاب بها والاحتفاظ بباقي الأموال التي تم الاكتتاب فيها في صورة سيولة وذلك وفقا للقواعد التي تضعها البورصة وتعتمدها الهيئة،

- إيداع الأوراق المالية المكونة للمحفظة لدى أحد أمناء الحفظ لحساب الصندوق،

- تجميع الأوراق المالية المكونة للمؤشر من السوق بما يعكس وحدة الإصدار ومضاعفتها وإيداعها لدى أمين الحفظ لحساب الصندوق بغرض استبدالها من مدير الصندوق بوثائق متداولة جديدة بسعر يساوي نصيب الوثيقة من صافي أصول الصندوق.

- أمين الحفظ: يقوم مدير الصندوق ببيع وحدات من الصندوق وصانع السوق يشتري هذه الوحدات بالجملة ولكنه لا يدفع مالا مقابل شراء هذه الوحدات بل يدفع أسهم قيمتها تساوي قيمة الوحدات، وتوضع هذه الأسهم لدى أمين الحفظ، الأسهم التي يشتريها صانع السوق هي نفس الأسهم التي تدخل في تكوين المؤشر الذي يرتبط به الصندوق، وكمياتها هي موازية لثقل كل سهم في المؤشر الذي يرتبط به الصندوق.¹⁶
- مزود معلومات المؤشر الذي يحاكيه الصندوق: بحيث يتم الحصول على من السوق المالية أو إحدى الشركات المتخصصة ببناء وبث المعلومات.
- شركة المقاصة: تقوم شركة المقاصة بالتأكد من صلاحية عمليات الإصدار والاسترداد وذلك كما يلي:¹⁷

- في حالة الإصدار، تقوم شركة الإيداع بالتأكد من أن قيمة الوثائق المباعة تكفي لتمويل قيمة الأسهم المشتراة، وفي حالة زيادة قيمة الأسهم المشتراة عن قيمة الوثائق المباعة، يقوم صانع السوق باحتساب وإيداع العجز في حساب التسوية الخاص به،

- إتمام عمليات إصدار الوثائق المباعة أثناء جلسة التداول،

- إتمام عمليات استرداد الوثائق المباعة أثناء جلسة التداول،

- في حالة الاسترداد، تقوم شركة الإيداع بالتأكد من أن قيمة الأسهم المباعة تكفي لتمويل قيمة الوثائق المشتراة، وفي حالة زيادة قيمة الوثائق المشتراة عن قيمة الأسهم المباعة يقوم صانع السوق باحتساب وإيداع العجز في حساب التسوية الخاص به،

- مطابقة سلة الأسهم التي سوف يحصل عليها صانع السوق من الصندوق عند إتمام عملية الاسترداد مع الأسهم المباعة من قبله أثناء جلسة التداول، وفي حالة عدم التطابق تقوم شركة الإيداع بتطبيق قواعد الاقتراض بغرض البيع على الأسهم الزيادة المباعة وتجميد الوثائق المشتريات من قبل صانع السوق لحساب الصندوق لإتمام عملية الاسترداد،
- في حالة عدم كفاية الوثائق المشتريات من قبل صانع السوق لإتمام عملية الاسترداد، يقوم صانع السوق بتغذية حساب التسوية الخاص به بمقابل هذه الوثائق، أما بالنسبة للأسهم الذي قام ببيعها، فيتم إيداع مقابل بيعها في حساب صانع السوق ويمكن استخدامه في عمليات استرداد لاحقة.
- صندوق ضمان التسويات: في حالة تخلف صانع السوق عن إيداع الفرق النقدي لتسوية العمليات التي يكون طرف فيها يتم تمويل هذه العملية من قبل صندوق ضمان التسويات، وبذلك وفقا للقاعدتين التاليتين:¹⁸
- إذا كانت القيمة لا تتجاوز اشتراك صانع السوق في صندوق ضمان التسويات يكون التمويل بدون مقابل لمدة يومين،
- إذا كانت القيمة تتجاوز اشتراك صانع السوق في صندوق ضمان التسويات وتعتثر السداد، يتم حساب غرامة من القيمة المتأخرة.

3. طريقة عمل صناديق المؤشرات المتداولة في السوق المالي:

تتمثل آلية عمل صناديق المؤشرات المتداولة في السوق المالي كما يلي:¹⁹

على عكس الأسهم، يمكن لصندوق المؤشرات المتداول إصدار وحدات جديدة أو استرداد وحدات قائمة في أي يوم من أيام التداول، وتعتمد عمليات الإنشاء والاسترداد هذه على العلاقة فيما بين مدير الصندوق، ومزود السيولة المرخص، الذي يستطيع تبادل محفظة الأسهم أو الأصول مع مدير صندوق المؤشرات المتداول، والحصول في المقابل على الأوراق المالية أو الأصول المناسبة.

تتم كل من عمليتي الإنشاء والاسترداد على صافي قيمة الأصول (NAV)، ويتم احتساب تلك القيمة على أساس إجمالي قيمة أصول صندوق المؤشرات المتداول، مطروحا منها النفقات،

وقسمة الناتج على عدد الوحدات القائمة للصندوق. ويتم احتساب صافي قيمة الأصول بعد إغلاق كل يوم تداول ويتم نشرها للجمهور في حدود الساعة 4 مساءً، وخلال أي يوم من أيام التداول، تتغير أسعار المكونات ذات الصلة، وبالتالي تقوم البورصة باحتساب القيمة الإرشادية لصافي لأصول (iNAV) ونشرها على الجمهور، تعكس القيمة الإرشادية التغير في قيمة الوحدة خلال فترات التداول الناتجة عن العرض والطلب وتغير أسعار أصول الصندوق أو أسعار الشركات التي يستثمر فيها، وتعتبر قيمة تقريبية لقيمة صافي أصول الصندوق.

إن السعر السوقي لصندوق المؤشرات المتداول غالباً ما يكون قريباً إلى حد بعيد من صافي قيمة أصوله أو بالقيمة الإرشادية لصافي أصوله، إلا أنه ليس هناك ضمان أو تأكيد بأن يتم تداول وحدة صندوق في البورصة دائماً بسعر مساوي لقيمتها الفعلية أو العادلة، كما يمكن في بعض الأحيان، تداول الصندوق المتداول في البورصة بعلاوة على صافي قيمة أصوله أو بخصم منه (وقد يعود سبب ذلك لنقص السيولة في مكوناته الأساسية على سبيل المثال)، ومع ذلك فإن قدرة مزود السيولة المرخص على إصدار واسترداد وحدات الصندوق المتداول في البورصة سوف يساعد في الحفاظ على سعر وحدة الصندوق المتداول في البورصة متماشياً مع قيمتها العادلة.

ويقوم مدير الصندوق بخصم الرسوم مباشرة من أصول الصندوق المتداول في البورصة، وهذا يمكن أن يؤدي إلى انخفاض عائد الاستثمار في الصندوق المتداول في البورصة عن مستويات عائد المؤشر أو الأصول التي يتتبعها الصندوق، ويشار إلى هذه الرسوم في نشرة الإصدار على أنها "نسبة النفقات" أو "رسوم الإدارة" أو رسوم المستثمر"، ويتم تضمين رسوم إدارة الصندوق في صافي قيمة الأصول التي تنشر يومياً، وبالتالي فإنها ستكون متضمنة في أسعار العرض والطلب المحددة في البورصة، ونظراً لأن صناديق المؤشرات المتداولة يتم تداولها بنفس طريقة تداول الأسهم، فإن العمولات التي تتقاضاها شركات الوساطة، وتكاليف التعاملات الأخرى، ستطبق على عمليات الشراء والبيع المنفذة على صناديق المؤشرات المتداولة.

وعلى الرغم من أن صناديق المؤشرات المتداولة مصممة لمحاكاة سعر وأداء العائد الخاص بالمؤشر أو الأصول ذات الصلة، فإن هناك إمكانية بأن لا يكرر مدير الصندوق أداء المؤشر أو الأصول ذات العلاقة بنسبة 100 %، وذلك بسبب نفقات الصندوق أو بسبب عوامل أخرى، ويشار إلى ذلك على أنه "خطأ التتبع"،

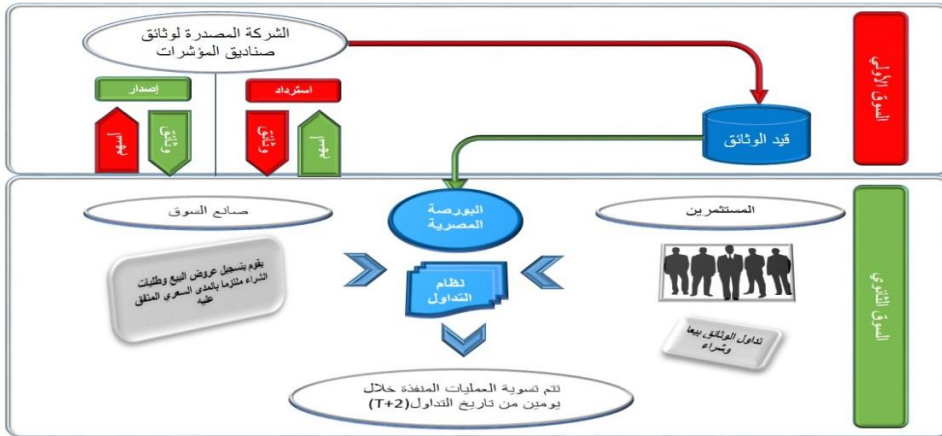
أما الدخل المتأتي من صناديق المؤشرات المتداولة، قد يقوم صندوق المؤشرات المتداول بتوزيع صافي الدخل من الاستثمار الذي يحصل عليه الصندوق على شكل توزيعات أرباح، ويمثل صافي الدخل من الاستثمار للصندوق ما يحصل عليه الصندوق من توزيعات أرباح ودفوعات

الفائدة المتحصلة من أرصدة الصندوق مطروحا منها نفقات الصندوق، وحتى يحين موعد الدفع المحتمل ، يتم تضمين الدخل الذي ينتظر التوزيع في قيمة صافي الأصول اليومية للصندوق، وبالتالي فإن جميع المساهمين الذين يملكون وحدات من وحدات الصندوق في تاريخ الاستحقاق سيكونون مؤهلين لتلقي أي توزيعات أرباح محتملة.

وبدلا من ذلك، يمكن لصندوق المؤشرات المتداول أن يعيد استثمار أي توزيعات أو أي دفعات فائدة بشكل تناسبي في السلة الاستثمارية ذات العلاقة ومن المعروف أن المؤشرات التي تستخدم هذه المنهجية تعرف بـ مؤشرات العائد الإجمالي والتي يمكن تتبعها واستنساخ أدائها من قبل صناديق المؤشرات المتداولة، وبالتالي فإنه طالما يتم استثمار دخل الصندوق بكفاءة، فإن الأداء سوف يتم تعزيزه من خلال الأثر المركب لإعادة الاستثمار.

ويوضح الشكل أسفله آلية عمل صناديق المؤشرات المتداولة كما يلي:

شكل رقم (01): آلية عمل صناديق المؤشرات المتداولة.



المصدر: البورصة المصرية، "تداول صناديق المؤشرات"، متوفر على

https://www.egx.com.eg/ar/Structure_Trading ETFs.aspx

4. دور صناديق المؤشرات المتداولة في تطوير سوق المالية السعودية:

1.4- سوق المالية السعودي: ارتبط إنشاء سوق الأسهم السعودي بتأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية عام 1934م، وفي نهاية سبعينات القرن الماضي عندما تزايد عدد الشركات المساهمة بشكل ملحوظ نشأت سوق غير منظمة يديرها سماسرة الأوراق المالية يمارسون نشاط الوساطة في بيع وشراء الأسهم، فصدر المرسوم الملكي رقم 1230_8 في 11-7-1403هـ بتنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية وتضمن الإطار التشريعي والمؤسسي الذي يحكم تداول الأسهم في المملكة بشكل رئيسي : نظام الشركات المساهمة

والقواعد التنفيذية لتنظيم عمل تداول أسهم الشركات عن طريق البنوك المحلية، إضافة إلى تعليمات مقننة لعمليات بيع وشراء الأسهم عن طريق نظام آلي للتداول. وفي عام 1985م قامت مؤسسة النقد العربي السعودية بإدخال بعض التحسينات في عمليات بيع وشراء الأسهم بتأسيس الشركة السعودية لتسجيل الأسهم، وكانت عملية تداول الأسهم تتم عبر تبادل الشهادات الورقية عبر البنوك، وفي عام 1990م أدخلت مؤسسة النقد العربي السعودي نظام التبادل الإلكتروني الذي يتم بموجبه تحويل أوامر تداول الأسهم من البنك إلى الحاسب الآلي المركزي التابع للمؤسسة بغرض تدقيق الأوراق المالية وتسجيلها، وفي 31-07-2003م صدر المرسوم الملكي رقم 30 بالموافقة على إنشاء هيئة السوق المالية تكون مسؤولة عن إصدار اللوائح والقواعد والتعليمات وتطبيق أحكام نظام التبادل الإلكتروني، وفي سبيل ذلك تقوم الهيئة بتنظيم السوق المالية السعودية وتطويرها وتنظيم إصدار الأوراق المالية ومراقبتها والتعامل بها.²⁰

2.4- صناديق المؤشرات المتداولة في السوق المالي السعودي: تعتبر المملكة العربية السعودية سباقة إلى خوض تجربة صناديق المؤشرات المتداولة حيث تتميز صناديق المؤشرات في السعودية بالتنوع والسهولة والمرونة وبأقل التكلفة والخبرة، مما أدى إلى إقبال المستثمرين عليها سواء المحليين أو الأجانب ويمكن ذكر أهم صناديق المؤشرات في السعودية، حيث بلغ عدد صناديق المؤشرات المتداولة 6 صناديق خلال عام 2020 حيث زاد عدد الصناديق مقارنة بسنة 2019 الذي بلغ فيها عدد الصناديق 3 ومن أمثلها:

- صندوق إتش إس بي سي السعودي 20 متداول، هو صندوق استثمار مفتوح يسعى إلى تحقيق نمو في رأس المال على المدى الطويل، وإلى تحقيق مستوى أداء يماثل أداء مؤشر إتش إس بي سي للأسهم السعودية قبل حسم الرسوم والمصاريف، مع تقليص نسبة الانحراف بين أداء الصندوق وأداء المؤشر إلى أدنى حد ممكن، لن يتم توزيع الأرباح بل تضاف إلى أصول الصندوق بحيث يعاد استثمار الدخل وأرباح الأسهم لزيادة قيمة الوحدة،

- صندوق فالكيم المتداول لقطاع البتروكيماويات صندوق استثماري عام مفتوح، يعمل الصندوق لتحقيق نمو ومكاسب رأسمالية على المدى الطويل من خلال الإدارة غير النشطة لسلة من أسهم شركات قطاع البتروكيماويات المدرجة في السوق السعودي بغرض تحقيق مستوى أداء يماثل أداء المؤشر قبل الرسوم والمصاريف،

- صندوق فالكلم المتداول للأسهم السعودية وهو صندوق استثماري عام مفتوح يعمل من أجل نمو ومكاسب رأسمالية على المدى الطويل بغرض تحقيق مستوى أداء يماثل أداء المؤشر قبل الرسوم والمصاريف،²¹

- صندوق البلاد المتداول للصكوك السيادية السعودية هو عبارة عن صندوق استثماري متداول عام مفتوح، متوافق مع معايير الهيئة الشرعية، منظم بموجب أنظمة ولوائح هيئة السوق المالية في المملكة العربية السعودية، يسعى إلى متابعة أداء مؤشر البلاد أيدىال ريتينجز للصكوك السيادية السعودية المحلية والمكون من الصكوك السيادية السعودية المقومة بالريال السعودي والمدرجة في السوق المالية السعودية الرئيسية (تداول) والمرتبطة بصانع سوق والمتبقي على استحقاقها 3 أشهر فأكثر،²²

- صندوق الانماء المتداول لصكوك الحكومة السعودية المحلية قصيرة الأجل: يستثمر الصندوق من خلال الإدارة غير النشطة لسلة من الصكوك السيادية المحلية الصادرة عن حكومة المملكة العربية السعودية والمدرجة في السوق الرئيسية والمتوافقة مع معايير اللجنة الشرعية للصندوق، وذلك بهدف تحقيق أداء يماثل أداء المؤشر قبل خصم الرسوم والمصاريف وتوزيع للعوائد بصفة دورية وتخفيض التكاليف وزيادة الكفاءة وتعزيز السيولة عن طريق التركيز على هذا النوع من أدوات الاستثمار المدرة للدخل والتي تمكن الأفراد من الاستثمار بشكل مرن في أدوات أسواق الدين مما يشجع ثقافة الادخار لدى المستثمرين وهي من الأهداف الرئيسية لرؤية 2030،²³

- صندوق البلاد المتداول للمتاجرة بالذهب هو صندوق متداول مفتوح، يقدم للمستثمرين فرصة استثمار متوافقة مع أحكام الشريعة للاستثمار في الذهب المادي دون تكبد عناء صعوبة تخزين سبائك الذهب أو تأمينها، يتبع الصندوق عن كثب عوائد الذهب من خلال هيكلية الصندوق المتداول بالبورصة، حيث يمكن تداول الوحدات في السوق المالية السعودية.²⁴ والجدول التالي يبين تطور عدد صناديق المؤشرات المتداولة:

الجدول 01: تطور عدد صناديق المؤشرات المتداولة خلال الفترة (2010-2020).

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
عدد صناديق	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	6

المصدر: تقرير السنوي لهيئة السوق المالية، السعودية، 2010-2020، ص 146، متاح على <https://cma.org.sa/Market/Reports/Pages/default.aspx> تاريخ الاطلاع: 2021-08-24.

من خلال الجدول يتضح أن عدد صناديق المؤشرات ارتفع من 2 الى 3 وذلك سنة 2011، ليستقر في السنوات الموالية، ثم ليرتفع مجددا عام 2020 ويصبح عددها 6 صناديق، وهذا نتيجة إقبال المستثمرين على هذا النوع من المنتجات المالية وذلك بالنظر لخصوصيتها وأهميتها وميزاتها باعتبارها أداة استراتيجية لمواجهة المخاطر التي تتعرض لها السوق المالية جراء جائحة كورونا.

3- تطور أصول صناديق المؤشرات المتداولة في الفترة (2010-2020): تشمل أصول صناديق المؤشرات المتداولة على أصول محلية منها وفيما يلي تطور أصول صناديق المؤشرات المتداولة،

الجدول 02: تطور أصول صناديق المؤشرات المتداولة خلال الفترة (2010-2020)

الوحدة مليون ريال

اسم الصندوق	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
فالكم المتداول للأسهم السعودية	51,4	79,2	67,0	26,9	26,9	22,4	20,9	20	19,9	24	19,4
فالكم المتداول لقطاع البتروكيماويات	22,8	27,7	26,0	12,8	13,0	6,1	7,8	8	9,2	09	3,2
صندوق إتش إس سي السعودي 20 المتداول	-	10,2	14,8	18,9	16,0	6,8	7,8	8	8,8	09	9,6
صندوق الانماء المتداول لصكوك الحكومة السعودية	--	----	----	----	----	----	----	-----	-----	--	1291,4

المحلية											
166,8	--	--	-	-	-	-	-	-	-	-	صندوق البلاد المتداول للصكوك السيادية السعودية
118,8	--	--	-	-	-	-	-	-	-	-	صندوق البلاد المتداول للذهب
1609,0	42	37,7	36	36,5	35,3	55,9	58,6	107,8	117,1	74,2	الإجمالي

المصدر: تقرير السنوي لهيئة السوق المالية، السعودية، 2010-2020، ص 146، متاح على <https://cma.org.sa/Market/Reports/Pages/default.aspx> تاريخ الاطلاع: 2021-08-24.

يلاحظ من خلال الجدول أنه وللوهلة الأولى مدى الارتفاع في قيمة أصول صناديق المؤشرات إذ ارتفعت قيمة الأصول من 74,2 مليون ريال عام 2010 إلى 117,1 مليون ريال عام 2011 وهو ما يعكس الخطوة التي قامت بها هيئة السوق المالية مع بداية الربع الأخير من عام 2011 وذلك عبر موافقتها على آلية عمل صندوق إتش إس بي سي أمانة السعودي 20 المتداول والسماح بأسيسه كصندوق جديد يعمل الى جانب كل من صندوق فالكم المتداول للأسهم السعودية وصندوق فالكم المتداول لقطاع البتروكيماويات، وهذا بغية تحقيق هدفين رئيسيين هما: زيادة عمق السوق والرفع من كفاءتها، وكذلك تعزيز مؤشر انفتاح السوق المالية السعودية أمام الاستثمارات الأجنبية المباشرة من خلال تشجيع المستثمرين الأجانب على الدخول في السوق المالية السعودية، في المقابل يتسم الطلب على الصناديق بالتدني ويرجع ذلك لانخفاض معدل الدخل النقدي وتدني الوعي الاستثماري للأفراد لاسيما المتعلق بالأدوات المالية الجديدة المطروحة للتداول وتفضيلهم مدخراتهم في العقارات²⁵، وبالتركيز على سنتي 2017-2018 نجد أن قيمة الأصول صناديق المؤشرات المتداولة في السوق السعودية ارتفعت سنة 2018 بنسبة 4.6% مقارنة بسنة 2017 حيث ارتفعت من حوالي 36 مليون ريال سنة 2017 إلى حوالي 37.7 مليون ريال سنة 2018، وحسب بيانات هيئة السوق المالي السعودي فإن هذه الزيادة جاءت نتيجة زيادة أصول صندوق فالكم، حيث سجل أعلى نسبة نمو خلال 2018 بحوالي 11%، فبعدها كانت أصوله في حدود 8.3 مليون ريال في سنة 2017، فقد ارتفعت إلى حوالي 9.2

مليون ريال سنة 2018، كما سجل صندوق إتش إس بي سي السعودي 20 المتداول ارتفاع إلى 8,8 مليون ريال سنة 2018 بنسبة 8.3% مقارنة بـ 8,1 مليون ريال بنهاية عام 2017، وخلال عام 2020 ارتفعت قيم أصول صناديق المؤشرات إلى 1,6 مليار ريال بنسبة تزيد على 3700% على العام السابق، ويرجع هذا الارتفاع إلى إطلاق ثلاثة صناديق مؤشرات متداولة جديدة تستثمر في الصكوك الحكومية والذهب، مما انعكس ذلك على ارتفاع عدد المشتركين في صناديق المؤشرات المتداولة بنسبة 962,7% مقارنة بالعام الماضي.²⁶ وكنتيجة يمكن القول إن صناديق المؤشرات المتداولة لم ترقى لحد الآن في تحقيق الهدف المأمول وهو استقطاب السيولة الداخلية منها أو الخارجية، وهو ما يعكس في الأخير مدى محدودية قدرة مثل هذه الصناديق على تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات مقارنة بمعدل مساهمة موجودات القطاع المصرفي.

4- مساهمة صناديق المؤشرات المتداولة في السوق المالي السعودي من حيث القيمة السوقية:

يوضح الجدول الموالي مساهمة صناديق المؤشرات المتداولة في المالي السعودي من حيث القيمة المتداولة والكمية المتداولة والصفقات المنفذة،

الجدول 03: مساهمة صناديق المؤشرات المتداولة في القيمة السوقية لسوق المالي السعودي خلال الفترة (2011-2020):

السنوات	الصفقات المنفذة	القيمة المتداولة (ريال)	الكمية المتداولة
2011	4,504	231,810,179,00	10,644,626
2012	3,316	163,148,176,10	6,829,270,00
2013	1,704	139,513,201,00	5,167,024,00
2015	3,714	1,859,679,945,00	60,686,080,00
2016	1,656	1,010,386,473	41,813,233,00
2017	1,566	1,155,106,581,65	41,543,342,00
2018	2,430	1,214,490,159,69	39,720,426.00
2019	4,636	1,606,077,098,80	47,936,876.00
2020	115,371	2,498,611,339,83	173,993,269.00

المصدر: سوق المالية السعودية، التقرير الإحصائي السنوي، 2011-2020، ص59، متاح على

<https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/tadawul/markets/reports-%26-publications/periodical-publications?locale=ar> تاريخ الاطلاع 2021-08-26.

من خلال الجدول شهدت صناديق المؤشرات المتداولة بداية موفقة في السوق المالي السعودي عام 2011 بكمية التداول قدرت بـ 10,644,626 بالمقابل كانت القيمة المتداولة حوالي 231 مليون ريال وصفقات المنفذة سجلت بـ 4504 أين نجد أن سوق الأسهم السعودي بنهاية عام 2011 شهد ارتفاع ملحوظا في مؤشر السيولة ليصل إلى أعلى مستوياته والسبب في ذلك يعود إلى تبيد مخاوف المستثمرين من مخاطر الاستثمار في مثل هذه الصناديق ولو بنسبة تبقى محدودة، هذا إلى جانب ارتفاع حجم السيولة النقدية وتوسع البنوك المحلية في منح القروض والتسهيلات المصرفية للمستثمرين الموجهة لأغراض شراء الأسهم والتي كان لها في الأخير تأثير مباشر على أسعار أصول صناديق المؤشرات والذي انعكس في زيادة الطلب الفعال للمستثمرين على صناديق المؤشرات في السوق المحلية، وليشهد عام 2015 أعلى قيمة تداول 1,859679945 مليار ريال مع كمية المتداولة قدرت بـ 60 ألف أما الصفقات المنفذة سجلت 3714 صفقة، أما عام 2020 سجلت صناديق المؤشرات المتداولة قيمة التداول كبيرة 2,498 مليار ريال وكمية التداول 173,993 ألف أما الصفقات المنفذة كانت 155371 صفقة وهي أعلى عدد الصفقات وهذا مع إدراج ثلاثة صناديق جديدة في السوق،

5- مساهمة صناديق المؤشرات المتداولة في السوق المالي السعودي من حيث عدد المشتركين: يوضح الجدول الموالي عدد المشتركين في صناديق المؤشرات المتداولة في سوق المالي السعودي،

الجدول 04: عدد المشتركين في صناديق المؤشرات المتداولة خلال الفترة (2010-2020)

السنوات	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
عدد المشتركين	592	399	332	307	255	249	292	292	368	461	4899

المصدر: تقرير السنوي لهيئة السوق المالية، السعودية، 2010-2020، ص 146، متاح على <https://cma.org.sa/Market/Reports/Pages/default.aspx> تاريخ الاطلاع: 2021-08-24.

شهد عدد المشتركين في صناديق المؤشرات المتداولة تذبذب خلال الفترة المدروسة، حيث بلغ عام 2010 ما يعادل 592 مشترك لينخفض بعدها ويصل إلى 292 مشترك عام 2017، ليشهد بعدها ارتفاع كبيرا عام 2020 والمقدر بـ 4899 مشترك وهي أعلى قيمة خلال فترة الدراسة، والتي صاحبها ارتفاع في قيم أصول صناديق المؤشرات المتداولة ويعود هذا الارتفاع إلى إطلاق ثلاثة صناديق مؤشرات متداولة جديدة أحدث قفزة نوعية.²⁷

5. خاتمة:

تعتبر صناديق المؤشرات المتداولة من الأدوات المالية المستحدثة في الصناعة المالية والتي ظهرت مع تسارع وتيرة ظهور الابتكارات المالية، والتي تجمع بين السمات الرئيسية لصناديق الاستثمار التقليدية من حيث تنوع المحفظة التي تتيح للمستثمر فرص استثمارية ذات عوائد مرتفعة وتكلفة منخفضة وما تمنحه للمستثمر من فرص لتسييل هذه الوثائق بسهولة في السوق المالية وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى، والجدير بالذكر أن صناديق المؤشرات المتداولة تحتل مكانة هامة في الأسواق المالية نظرا لأهميتها الكبيرة ومميزاتها العديدة، إذ أن الاستثمار في هذه الصناديق من شأنه أن يؤدي إلى الرفع من أداء السوق المالية وتوسيع قاعدتها، وتمنح للمستثمرين مرونة أكبر في اختيار توزيع استثماراتهم على قنوات السوق وذلك بإصدار وحدات جديدة أو استرداد وحدات قائمة في أي يوم من أيام التداول هذا ما يدل على صحة الفرضية الثانية، وبالرجوع إلى السوق المالية السعودية التي يتداول فيها ستة صناديق مؤشرات متداولة، ركزنا على الدور الذي تلعبه صناديق المؤشرات من خلال تطور أدائها ومدى إقبال المستثمرين من استثمار أموالهم في هذه الصناديق، إلا أنه لانزال أصول هذه الصناديق والصفقات المنفذة أقل من المأمول، وهو ما ينفي الفرضية الثالثة والرئيسية التي اعتبرت صناديق المؤشرات المتداولة من أهم المنتجات المالية التي حطت بإقبال واسع من المستثمرين في السوق المالية السعودية ومما أدى في تنشيطها.

النتائج والاقتراحات:

يمكن تحديد أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الورقة البحثية في مجموعة من النقاط التالية، والتي توضح أسباب عدم تحقيق الهدف الرئيسي لصناديق المؤشرات المتداولة:

- أن تركيبة صناديق المؤشرات المتداولة تخدم القائمين على الصندوق على حساب المتداولين، وهو ما يفقد الصندوق المصدقية اللازمة لدى المتداول.
- الإقبال الضعيف على تداول صناديق المؤشرات بسبب عدد المحدود لصناع السوق، كون أن زيادة عدد صناع السوق يساعد على تقليص الفارق بين سعري العرض والطلب لأن هذا الفارق يعد كبيرا ولا يشجع المتداولين على تداول هذه الصناديق، والواجب تداركها القيام بما يلزم لتقليص نسبة انحراف سعر الصندوق عن المؤشر الذي يتبعه الصندوق،
- ضعف الجانب التسويقي لصناديق المؤشرات المتداولة وهو ما يبرز الدور الفعال الذي تقوم به هذه الصناديق، والتي تعزز مؤشر انفتاح السوق المالية السعودية

أمام الاستثمارات الأجنبية المباشرة من خلال تشجيع المستثمرين الأجانب على دخول السوق المالية السعودية.

أما عن ما يمكن اقتراحه بناء عن النتائج السابقة ما يلي:

- ضرورة تعديل تركيبة عمل صناديق المؤشرات المتداولة من قبل الهيئات المشرفة عليه لمعالجة نقاط الخلل، والتي جعلت الصناديق تفضل في تحقيق هدفها وفي كسب ثقة المتداولين اتجاه الصناديق.
- العمل على تعريف صناديق المؤشرات المتداولة وتسويق دورها الفعال الذي تقوم به من أجل جذب المستثمرين الأجانب وتنشيط السوق المالية، من خلال توسيع قاعدتها وتوفيرها للسيولة.
- ضرورة ربط صناديق المؤشرات المتداولة بمؤشرات عالمية متعارف عليها بدلاً من الاعتماد على المؤشرات المصممة من طرف الشركات المشرفة على الصناديق.

6. الإحالة والتهميش:

1. محمد بن إبراهيم السحيباني وعبد الله بن منصور الغفيلي، زكاة صناديق المؤشرات، مجلة الاقتصاد الإسلامي، مجلد 26، العدد 02، المملكة العربية السعودية، 2013، ص 07.
- 2- مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، داررسلان، سوريا، 2009، ص 397.
3. سوق فلسطين للأوراق المالية، صناديق المؤشرات المتداولة، فلسطين، 2009، ص 02.
4. الهيئة العامة للرقابة المالية، صناديق المؤشرات، مصر، ص 01. متاح على https://www.egx.com.eg/getdoc/b702561d-2795-4857-ac4f-3f8180bef23a/ETFs_Intro_ar.aspx
5. البورصة المصرية، صناديق المؤشرات، مصر، 2016، ص 07. متاح على https://www.egx.com.eg/getdoc/96ac40b5-b14d-4b9c-86ed-094dd37bbdb0/ETFs_ar.aspx
- 6- Ferri, R. (2008). *The ETF Book: All You Need to Know About Exchange-Traded Funds*. Wiley & Sons, Inc.
7. كثاف شافية، وبن دعاس زهير، آلية بناء صناديق المؤشرات الإسلامية وأهميتها بالنسبة للأسواق المالية- دراسة حالة السوق المالية السعودية، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف، الجزائر، 6-5 ماي 2014، ص 24.
8. فالكوم، حلول مالية مبتكرة " صناديق المؤشرات المتداولة"، السعودية، 2009، ص ص 06-07.
- 9- suruhanjaya sekuriti securities commission malaysia. 'Investment in unit trust funds that are listed and traded on the stock exchange. Page 04. www.sc.com.my

10- Global asset management. **Understanding Exchange traded funds**.2018, page 03, bmogam.com/etfs

11. الهيئة العامة للرقابة المالية، صناديق المؤشرات المتداولة، مصر، ص 02.
12. كثاف شافية، وبن دعاس زهير، مرجع سبق ذكره، ص 02.
13. مركز الدراسات والبحوث، ورقة عمل تعريفية بصناديق المؤشرات المتداولة، غرفة الشرقية، المملكة العربية السعودية، ص ص 04-05.
14. بريمير لتداول الأوراق المالية، ورقة تعريفية عن صناديق المؤشرات المتداولة، مصر، 2008، ص ص 02-03.
- 15- مركز الدراسات والبحوث، ورقة عمل تعريفية بصناديق المؤشرات المتداولة، مرجع سبق ذكره، ص 05.
16. مركز الدراسات والبحوث، مرجع سبق ذكره، ص 06.
17. أنظر:
 - الهيئة العامة للرقابة المالية، نبذة عن صناديق المؤشرات المتداولة وألية عملها، مصر.
 - كثاف شافية، بن دعاس زهير، مرجع سبق ذكره، ص 23.
18. أنظر:
 - الهيئة العامة للرقابة المالية، نبذة عن صناديق المؤشرات المتداولة وألية عملها، مصر.
 - بن شرشار عزالدين، صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية ودورها في الرفع من أداء الأسواق المالية الناشئة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة أم البواقي، الجزائر، العدد 08، ديسمبر 2017، ص 379.
 - كثاف شافية، بن دعاس زهير، مرجع سبق ذكره. ص 23.
19. بورصة قطر، صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة، متوفر على الموقع <https://www.qe.com.qa/ar/etf-product>.
- 20- كحلي فتيحة، تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة تجارب بعض الدول العربية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2011، ص 118.
- 21- فالكم، حلول مالية مبتكرة، 2021، متاح على www.falcom.com.sa تاريخ الاطلاع 2021-07-18
- 22- البلاد المالية، الشروط والأحكام، السعودية، 2020، ص 10، متاح على https://www.saudiexchange.sa/Resources/pdfs/1561_TermsConditions2.pdf
- 23- الإنماء للاستثمار، ملخص المعلومات الرئيسة، السعودية، 2020، ص 02، متاح على www.alinmainvestment.com

24- عن الموقع

<https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/tadawul/markets/funds/funds.etsf/market-watch-today?locale=ar>
2021-08-24 اطلع يوم

25- مؤسسة النقد العربي السعودي، أحدث التطورات الاقتصادية، التقرير السنوي الثاني والخمسون، 2013، متاح على [https://www.sama.gov.sa/ar-](https://www.sama.gov.sa/ar-sa/EconomicReports/Pages/AnnualReport.aspx)

2021-08-24 تاريخ الاطلاع sa/EconomicReports/Pages/AnnualReport.aspx

26- تقرير السنوي لهيئة السوق المالية، السعودية، 2020، ص 150، متاح على <https://cma.org.sa/Market/Reports/Pages/default.aspx> تاريخ الاطلاع: 2021-08-24.

27- تقرير السنوي لهيئة السوق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 150،

7. قائمة المصادر والمراجع:

أولاً: الكتاب العربي القديم:

- مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار رسلان، سوريا، 2009.

ثانياً: الكتاب العربي الحديث أو المترجم:

- Ferri, R. (2008). *The ETF Book: All You Need to Know About Exchange-Traded Funds*: Wiley & Sons, Inc.
- suruhanjaya sekuriti securities commission Malaysia. 'Investment in unit trust funds that are listed and traded on the stock exchange. Page 04. www.sc.com.my .
- Global asset management. Understanding Exchange traded funds.2018, page 03, www.bmogam.com/etfs

ثالثاً: المقالات:

- سوق فلسطين للأوراق المالية، 2009، صناديق المؤشرات المتداولة، فلسطين.
- محمد بن إبراهيم السحبياني وعبد الله بن منصور الغفيلي، 2013، زكاة صناديق المؤشرات، مجلة الاقتصاد الإسلامي، مجلد 26، العدد 02، المملكة العربية السعودية.
- بن شرشار عز الدين، 2017، صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية ودورها في الرفع من أداء الأسواق المالية الناشئة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة أم البواقي، الجزائر، العدد 08.
- البورصة المصرية، 2016، صناديق المؤشرات، مصر. متاح على https://www.egx.com.eg/getdoc/96ac40b5-b14d-4b9c-86ed-094dd37bbdb0/ETFs_ar.aspx

- الهيئة العامة للرقابة المالية، **صناديق المؤشرات**، مصر. متاح على https://www.egx.com.eg/getdoc/b702561d-2795-4857-ac4f-3f8180bef23a/ETFs_Intro_ar.aspx
- فالكوم، 2009، حلول مالية مبتكرة " **صناديق المؤشرات المتداولة**"، السعودية.
- مركز الدراسات والبحوث، ورقة عمل تعريفية **بصناديق المؤشرات المتداولة**، غرفة الشرقية، المملكة العربية السعودية.
- بورصة قطر، **صناديق المؤشرات المتداولة في البورصة**، متوفر على الموقع: <https://www.qe.com.qa/ar/etf-product>
- بريمبر لنداوال الأوراق المالية، 2008، ورقة تعريفية **عن صناديق المؤشرات المتداولة**، مصر. متوفر على الموقع www.premiere-securities.com
- مؤسسة النقد العربي السعودي، 2013، **أحدث التطورات الاقتصادية**، التقرير السنوي الثاني والخمسون.

رابعاً: الأطروحات:

- كحلي فتيحة، 2011، **تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية دراسة تجارب بعض الدول العربية**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر.

خامساً: المداخلات:

- كثاف شافية، وبن دعاس زهير، 5-6 ماي 2014، **آلية بناء صناديق المؤشرات الإسلامية وأهميتها بالنسبة للأسواق المالية-دراسة حالة السوق المالية السعودية**، المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، جامعة سطيف، الجزائر.

سابعاً: مواقع الشبكية:

- فالكم، **حلول مالية مبتكرة**، 2021، متاح على www.falcom.com.sa تاريخ الاطلاع 2021-07-18.
- تقرير السنوي **لهيئة السوق المالية**، السعودية، 2010-2020، ص 146، متاح على <https://cma.org.sa/Market/Reports/Pages/default.aspx> تاريخ الاطلاع: 2021-08-24.

- البلاد المالية، الشروط والأحكام، السعودية، 2020، ص 10، متاح على https://www.saudiexchange.sa/Resources/pdfs/1561_TermsConditions2.pdf.
- الإنماء للاستثمار، ملخص المعلومات الرئيسية، السعودية، 2020، ص 02، متاح على www.alinmainvestment.com.
- تقرير السنوي لهيئة السوق المالية، السعودية، 2010-2020، ص 146، متاح على <https://cma.org.sa/Market/Reports/Pages/default.aspx> تاريخ الاطلاع: 2021-08-24.
- مؤسسة النقد العربي السعودي، أحدث التطورات الاقتصادية، التقرير السنوي الثاني والخمسون، 2013، متاح على <https://www.sama.gov.sa/ar->
- sa/EconomicReports/Pages/AnnualReport.aspx ، تاريخ الاطلاع 2021-08-24.
- تقرير السنوي لهيئة السوق المالية، السعودية، 2020، ص 150، متاح على <https://cma.org.sa/Market/Reports/Pages/default.aspx> تاريخ الاطلاع: 2021-08-24.
- سوق المالية السعودية، التقرير الإحصائي السنوي، 2011-2020، ص 59، متاح على <https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/tadawul/markets/reports-%26-publications/periodical-publications?locale=ar> تاريخ الاطلاع 2021-08-26.
- <https://www.saudiexchange.sa/wps/portal/tadawul/markets/funds/funds.etsf/market-watch-today?locale=ar> - اطلع يوم 2021-08-24 .