

جامعة 8 ماي 1945

قائمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة تخرج لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: تمويل التنمية

تحت عنوان

دور صناديق الاستثمار الاسلامية في تفعيل سوق الأوراق

المالية الناشئة

- دراسة حالة سوق الأسهم السعودي -

تحت إشراف الأستاذ:

بن شرشار عز الدين

من إعداد الطالبتين:

● عائشة حيمود

● هاجر حيمورة

السنة الجامعية: 2016/2015

شكر وعرفان

" ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي..."

بعد الحمد والشكر للمولى عز وجل لتوفيقه لي لإتمام هذا العمل، أتقدم بأسمى عبارات
الشكر والتقدير لأستاذي الفاضل، "بن شرشار عز الدين" على إشرافه على هذا العمل،
وما تقدم به من نصح وإرشاد طيلة فترة البحث.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر لأعضاء لجنة المناقشة على ما سوف يقدمونه من
تصويبات.

كما لا أنسى بتقديم العرفان والشكر لكل من ساهم في إنجاز هذا العمل ولو من بعيد
وأخص بالذكر الأخ نبيل والأخت رشيدة.

الإهداء

(قل إن عملوا فسيري الله عملكم ورسوله والمؤمنون)

صدق الله العظيم

إلهمي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك .. ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك .. ولا تطيب الآخرة

إلا بعفوك .. ولا تطيب الجنة إلا برويتك

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة .. ونصح الأمة .. إلى نبي الرحمة ونور العالمين

سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم

إلى من كلله الله بالصيبة والوقار .. إلى من علمني العطاء بدون انتظار أرجو إلى من أحمل اسمه بكل افتخار ..

من الله أن يمد في عمرك لتري ثماراً قد حان قطافها بعد طول انتظار وستبقى كلماتك نجوم أهدي بها اليوم

وفي الغد وإلى الأبد

والذي العزيز "بشير"

إلى ملاكي في الحياة .. إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني .. إلى بسملة الحياة وسر الوجود

إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أغلى الحبايب

أمي الحبيبة "فطيمة"

إلى من بهم أكبر وعليهم أتمد .. إلى شمعة متقدة تنير ظلمة حياتي

إلى من بوجودهم أكتسب قوة ومحبة لا حدود لها

إخوتي "سفيان وزوجته ريمة، عاطف وخطيبته خولة، سهيلة وزوجها فيصل، وردة وزوجها الياس".

إلى من تحلبه بالإخاء وتميزت بالفداء والعطاء إلى ينبوع الصدق الصافي إلى من معما سعدت ، وبرفتها في

دروب الحلوة والحزينة سعدت أختي "رميلة"

إلى أخي ورفيق دربي في هذه الحياة بدونك لأشياء معك أكون أنا وبدونك أكون مثل أي شيء "محسن"

إلى الوجوه المفعمة بالبراءة ولمدبتكم أزهرت أيامي وتفتحت براعم الغد "سيف الإسلام، محمد عبد الرحمان، عبد

النور، وزهرة البيت نور اليقين"

إلى من ساندني دون مقابل ابن عمي وأخي "صالح"

إلى توأم روحي ورفيقة دربي .. إلى صاحبة القلب الطيب والنوايا الصادقة عائشة

إلى من معهم سعدت ، وبرفتهم في دروب الحياة الحلوة والحزينة سررت إلى من كانوا معي على طريق النجاح

والخير صديقاتي "بثينة بإيمان 2، حنان، لطيفة، فطيمة، زهرة، بشري، منى".

وإلى الذي وسعهم قلبي وأسقطهم قلمي سموا

وإلى من قال لي لا فكان سببا في نجاحي.

hadjer

الإهداء

اللهم اذا أعطيتني نجاحا لا تأخذ مني تواضعي، وإذا أعطيتني تواضعي لا تأخذ مني إعتزلي بكرامتي.
إذا كان الأهداء يعبر ولو بجزء من الوفاء فالأهداء إلى معلم البشرية ومنبع العلم نبينا محمد صلى الله عليه

وسله

إلى الروح التي سكنت روعي

إلى من جرع الكأس فارحاً ليستقيني قطرة حبه

إلى من كلفني أنامله ليقدّم لنا لحظة سعادة

إلى من حصد الأشواق عن دربي ليمهد لي طريق العلم

الآن تفتح الأشعة وترفع المرساة لتنطلق السفينة في عرض بحر واسع مظلم هو بحر الحياة وفي هذه الظلمة لا

يضيء إلا قنديل الذكريات

"أبي الغالي" رحمه الله وأسكنه فسيح جنانه "يوسف"

إلى من أرضعتني الحبه والحنان إلى القلب الناصع بالبياض

إلى رمز الحبه وبلسم الشفاء

أمي الحبيبة "حليمة"

إلى القلوب الطاهرة الرقيقة والنفوس البريئة إلى "إخوتي"

محمد الشريف، رابع، حبله، مريم، نسيم.

إلى من أرى التفاؤل بعينها .. والسعادة في ضحكتها "إيمان"

إلى من رافقتني منذ أن حملنا حقائب صغيرة ومعك سررت الدرب خطوة بخطوة وما تزال ترافقتني حتى الآن

"هاجر"

إلى من عرفت كيف أجدهم وعلموني أن لا أضيعهم صديقاتي .

وإلى الذي وسعهم قلبي وأسقطهم قلبي سموا.

AICHA

كلمة شكر

الإهداء

الفهرس العام..... 5-5

قائمة الجداول..... 5

قائمة الأشكال..... 5

المقدمة العامة..... أ-

د

الفصل الأول: التأسيس النظري والمفاهيمي لسوق الأوراق المالية الناشئة.

تمهيد..... 2

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية..... 3

المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية..... 3

الفرع الأول: نشأة تطور سوق الأوراق المالية..... 3

الفرع الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية..... 4

الفرع الثالث: خصائص سوق الأوراق المالية..... 8

الفرع الرابع: وظائف سوق الأوراق المالية..... 8

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية..... 10

الفرع الأول: الأسهم..... 10

الفرع الثاني: السندات..... 13

- 14.....الفرع الثالث: المشتقات
- 15.....المطلب الثالث: آليات التعامل في سوق الأوراق المالية
- 15.....الفرع الأول: الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية
- 16.....الفرع الثاني: العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية
- 20.....الفرع الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية
- 23.....المبحث الثاني: الأسواق المالية الناشئة و مؤشرات قياس الأداء
- 24.....المطلب الأول: مفهوم وخصائص الأسواق المالية الناشئة
- 24.....الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية الناشئة
- 24.....الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية الناشئة
- 27.....المطلب الثالث: مراحل ومحددات الأسواق المالية الناشئة
- 27.....الفرع الأول: مراحل الأسواق المالية الناشئة
- 29.....الفرع الثاني: محددات نمو الأسواق المالية الناشئة
- 30.....المطلب الثالث: مؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة
- 30.....الفرع الأول: المؤشرات المرتبطة بمؤشرات السوق
- 31.....الفرع الثاني: المؤشرات المرتبطة بالعوائد
- 32.....المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية وكيفية تفعيلها
- 32.....المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية
- 32.....الفرع الأول: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

36.....المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.

36.....الفرع الأول: كفاءة التسعير.

37.....الفرع الثاني: كفاءة التشغيل.

37.....المطلب الثالث: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية.

37.....الفرع الأول: المستوى الضعيف لكفاءة السوق.

38.....الفرع الثاني: المستوى الشبه القوي لكفاءة السوق.

39.....الفرع الثالث: المستوى القوي لكفاءة السوق.

40.....خلاصة.

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

42.....تمهيد.

43.....المبحث الأول: الاطار النظري لصناديق الاستثمار الاسلامية.

43.....المطلب الأول: صناديق الإستثمار التقليدية.

43.....الفرع الأول: مفهوم صناديق الإستثمار التقليدية.

45.....الفرع الثاني: أنواع صناديق الاستثمار التقليدية.

47.....الفرع الثالث: وظائف صناديق الاستثمار.

48.....المطلب الثاني: ماهية صناديق الاستثمار الاسلامية.

48.....الفرع الأول: نشأة وتطور صناديق الاستثمار الاسلامية.

49.....الفرع الثاني: مفهوم صناديق الاستثمار الاسلامية.

- 52.....الفرع الثالث: أنواع صناديق الاستثمار الاسلامية.
- 53.....المطلب الثالث: المقارنة بين صناديق الاستثمار الاسلامية والتقليدية.
- 55.....المبحث الثاني: ادارة صناديق الاستثمار الاسلامية.
- 55.....المطلب الأول: آليات الاستثمار في صناديق الاستثمار الاسلامية.
- 56.....المطلب الثاني: ادارة صناديق الاستثمار الاسلامية.
- 56.....الفرع الأول: صور إدارة صناديق الاستثمار الاسلامية.
- 57.....الفرع الثاني: إستراتيجيات إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية.
- 58.....المطلب الثالث:تقييم صناديق الاستثمار الاسلامية.
- 58.....الفرع الأول:عائد صناديق الاستثمار الاسلامية.
- 61.....الفرع الثاني: المخاطرة في صناديق الاستثمار الاسلامية.
- 64.....المبحث الثالث: الدور الاقتصادي لصناديق الاستثمار الاسلامية.
- 64.....المطلب الأول: أثر صناديق الاسلامية على الإقتصاد ككل.
- 66.....المطلب الثاني: أهمية صناديق الاستثمار الاسلامية للمستثمرين الأفراد.
- 66.....الفرع الأول: الادارة المتخصصة.
- 66.....الفرع الثاني: التنوع وتخفيض المخاطر.
- 67.....الفرع الثالث: رفع بلوى الربا.
- 67.....المطلب الثالث: دور صناديق الاستثمار الاسلامية في تنشيط سوق الاوراق المالية الناشئة.
- 69.....خلاصة.

الفصل الثالث: واقع صناديق الاستثمار الإسلامية في سوق الأسهم السعودي

- تمهيد.....71
- المبحث الأول: الإطار التنظيمي لسوق الأسهم السعودي.....72
- المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي.....72
- المطلب الثاني: الإطار القانوني لسوق الأسهم السعودي.....75
- الفرع الأول: نظام السوق المالية.....75
- الفرع الثاني: اللوائح التنفيذية لسوق الأسهم السعودي.....76
- المطلب الثالث: الإطار المؤسسي لسوق الأسهم السعودي.....79
- الفرع الأول: البنية التنظيمية للسوق السعودي.....80
- الفرع الثاني: نظام التداول في سوق الأسهم السعودي.....83
- المبحث الثاني: مؤشرات تطور أداء سوق الأسهم السعودي.....83
- المطلب الأول: تطور المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي.....83
- المطلب الثاني: تطور مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودي.....86
- الفرع الأول: دراسة مؤشر حجم السوق.....86
- الفرع الثاني: دراسة مؤشر سيولة السوق.....92
- المبحث الثالث: تحليل دور صناديق الاستثمار الإسلامية في الرفع من أداء سوق الأسهم
السعودي.....95
- المطلب الأول: صناديق الاستثمار الإسلامية السعودية.....95
- الفرع الأول: صندوق الراجحي للأسهم محلية.....95

الفهرس

97	الفرع الثاني: صندوق الراجحي للاسهم السعودية.....
99	الفرع الثالث: صندوق الصفاء للمتاجرة في الأسهم السعودية.....
100	الفرع الرابع: صندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية.....
101	الفرع الخامس: صندوق الراءد.....
102	المطلب الثاني: تحليل مؤشرات قطاع صناديق الاستثمار.....
104	الفرع الأول: الصناديق العامة.....
105	الفرع الثاني: الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم.....
106	الفرع الثالث: الصناديق الخاصة.....
106	المطلب الثالث: تحليل مساهمة صناديق الاستثمار في الرفع من أداء السوق.....
106	الفرع الأول: معدل الرسملة السوقية.....
111	الفرع الثاني: درجة مساهمة صناديق الاستثمار.....
115	الفرع الثالث: درجة التمرکز.....
116	خلاصة.....
117	خاتمة.....
123	قائمة المراجع.....

قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
84	تطور المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي للفترة (2005-2015).	1-3
87	تطور مؤشر معدل الرملة السوقية لسوق الأسهم السعودية.	2-3
90	إحصائيات السوق حسب القطاعات لعام 2015.	3-3
93	تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودية للفترة (2005-2015).	4-3
97	صندوق الراجحي للأسهم المحلية.	5-3
99	صندوق الراجحي للأسهم السعودية.	6-3
100	صندوق الصفاء للمتاجرة في الأسهم السعودية.	7-3
101	صندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية.	8-3
102	صندوق الرائد.	9-3
103	مؤشرات قطاع صناديق.	10-3
104	مؤشرات الصناديق العامة مصنفة بحسب نوع الاستثمار.	11-3
105	مؤشرات الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم مصنفة بحسب النطاق الجغرافي.	12-3
106	مؤشرات الصناديق الخاصة مصنفة بحسب نوع الاستثمار.	13-3
107	الرملة السوقية لقطاع الصناديق.	14-3
108	الرملة السوقية للصناديق العامة.	15-3
109	الرملة السوقية للصناديق العامة المستثمرة في الأسهم.	16-3
110	الرملة السوقية للصناديق الخاصة.	17-3
111	درجة مساهمة قطاع الصناديق.	18-3
112	درجة مساهمة الصناديق العامة.	19-3
113	درجة مساهمة الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم.	20-3
114	درجة مساهمة الصناديق الخاصة.	21-3
115	تصنيف شركات الاستثمار.	22-3

قائمة الأشكال:

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1-1	تقسيمات أسواق الأوراق المالية.	07
2-1	تصنيف عقود الخيار.	14
1-3	التطور التاريخي لسوق الأسهم السعودي.	74
2-3	(2005-2015 تطور المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي للفترة)	85
3-3	تطور مؤشر معدل الرملة السوقية لسوق الأسهم السعودية.	88
4-3	إحصائيات السوق حسب القطاعات لعام 2015.	91
5-3	تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودية للفترة (2005-2015).	94
6-3	الرملة السوقية لقطاع الصناديق.	107
7-3	الرملة السوقية للصناديق العامة.	108
8-3	الرملة السوقية للصناديق العامة المستثمرة في الأسهم.	109
9-3	الرملة السوقية للصناديق الخاصة.	110
10-3	درجة مساهمة قطاع الصناديق.	111
11-3	درجة مساهمة الصناديق العامة.	112
12-3	درجة مساهمة الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم.	113
13-3	درجة مساهمة الصناديق الخاصة.	114

المقدمة العامة

تعد الأسواق المالية من المواضيع التي استحوذت على اهتمامات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، ويرجع اهتمام الدول النامية بالأسواق المالية نظرا لما تقوم به من دور مهم ورئيسي في دفع عجلة التنمية الاقتصادية عن طريق تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات وتحويلها إلى قنوات استثمارية مفيدة في الأوراق المالية، كالأسهم والسندات، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التكوين الرأسمالي الذي يعتبر من أهم عوامل الإنتاج.

وكل هذا جاء كنتيجة حتمية في ظل الأزمات المتعاقبة والتي دفعت بهذه الدول نحو البحث عن سبل تفعيل هذه الأسواق من خلال ابتكار منتجات مالية جديدة تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية، تعطي من خلالها لعدد كبير من المستثمرين المسلمين إمكانية التعامل بأسواق المال وبالتالي التحوط من المخاطر ولهذا كانت صناديق الاستثمار الإسلامية هي البديل للأدوات التقليدية، حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها بالنيابة من خلال إدارة متخصصة، هذا ما شجع صغار المدخرين الذين لا يملكون الخبرة ولا الجرأة للتعامل في سوق الأوراق المالية من زيادة الطلب عليها من خلال عمليات التداول و هو ما يكون له الأثر الواضح في جذب المستثمرين وبالتالي الرفع من أداء الأسواق المالية الناشئة.

ومن هذا المنطلق فإن السلطات المالية بالمملكة العربية السعودية سعت في مرحلة مبكرة إلى بناء نظام مالي منظم لخدمة الاقتصاد الوطني، وفي هذا السياق شهدت مختلف المعاملات المالية بالمملكة السعودية تطورات تشريعية وتنظيمية عديدة مع مطلع عام 2003، ميزها صدور المرسوم الملكي الذي نص على التأسيس الرسمي لسوق الأسهم السعودي، وتعيين الجهات الوصية على إدارته، إلى جانب إصدار العديد من اللوائح التنظيمية الداعمة لعمل السوق والمعالجة لأوجه قصوره وهذا بهدف تحسين مستوى كفاءته.

إشكالية البحث:

تكمن إشكالية هذه الدراسة حول الدور الذي تؤديه صناديق الاستثمار الإسلامية في حشد المدخرات الوطنية و بالتالي توجيهها نحو قنوات الاستثمار الناجعة التي تساهم في الأخير من الرفع من أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة.

وعليه يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى مساهمة صناديق الاستثمار الإسلامية في الرفع من أداء سوق الأوراق المالية الناشئة

المقدمة العامة

وبناء على التساؤل الرئيسي يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- إذا كانت أسواق الأوراق المالية تعد إحدى الركائز الأساسية للتطور الاقتصادي، فما دورها في توجيه الفوائض المالية نحو قنوات الاستثمار الناجعة و المكيفة وفق ما تقتضيه الحياة الاقتصادية المعاصرة ؟
- فيما يكمن الفرق بين صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق الاستثمار الإسلامية.
- هل لكفاءة سوق الأوراق المالية الإسلامية علاقة بأداء صناديق الاستثمار الإسلامية ؟
- ما مستوى كفاءة سوق الأسهم السعودي؟ وما مدى إمكانية الرفع من أدائها انطلاقاً من مختلف الأدوات المتداولة بها عامة و صناديق الاستثمار الإسلامية خاصة ؟

فرضيات البحث:

للإجابة على الإشكالية موضوع دراستنا تم صياغة الفرضيات التالية:

- تساهم أسواق الأوراق المالية الإسلامية في تنمية الموارد الادخارية، وتوجيهها نحو فرص الاستثمار المثلى والمكيفة وفق الشريعة الإسلامية.
- تمثل صناديق الاستثمار الإسلامية عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق والمكتتبين بها.
- تلعب صناديق الاستثمار الإسلامية دوراً كبيراً مقارنة بصناديق الاستثمار التقليدية في الرفع من أداء الأسواق المالية الناشئة
- تتميز سوق الأسهم السعودية بمستوى كفاءة ضعيفة في التعامل مع المعلومات والبيانات المالية عن الأدوات المتداولة بها.

أهداف البحث :

يمكن حصر أهم أهداف دراستنا هذه في النقاط التالية:

- فتح المجال للبحث أكثر في هذا الموضوع خاصة في ظل الأزمات المالية العالمية الراهنة التي جعلت من المنتجات المالية الإسلامية تحظى باهتمام بالغ على غرار صناديق الاستثمار الإسلامية.

المقدمة العامة

- تسليط الضوء على الجوانب النظرية لكل من سوق الأوراق المالية وكذا صناديق الاستثمار الإسلامية.
- التعرف على مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية الناشئة و من ثم البحث عن سبل تفعيلها.
- محاولة إبراز أوجه الاختلاف و الشبه بين كل من صناديق الاستثمار الإسلامية وصناديق الاستثمار التقليدية ودورها في تفعيل أسواق المال.
- تحليل وإبراز مدى مساهمة صناديق الاستثمار الإسلامية في الرفع من أداء سوق الأسهم السعودي.

- المناهج المتبعة

في إطار الإشكالية المطروحة تم الاعتماد على عدد من المناهج التي أملت لها ظروف وجوانب الدراسة، كالمنهج التاريخي في الحديث عن نشأة وتطور السوق المالية عامة وسوق الأسهم السعودي خاصة، وكذا التطور الذي شهدته صناديق الاستثمار الإسلامية، كما تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لأنه يتماشى وطبيعة موضوع البحث، وذلك من خلال تحليل مساهمة صناديق الاستثمار الإسلامية في الرفع من أداء الأسواق المالية الناشئة وذلك بالاعتماد على تحليل مؤشرات قياس أداء سوق الأسهم و تفسير العلاقة بينها وبين مؤشرات أداء صناديق الاستثمار الإسلامية.

محتويات البحث

للإجابة على الإشكالية موضوع دراستنا ارتأينا إلى تقسيم بحثنا إلى ثلاثة فصول،

حيث جاء الفصل الأول بعنوان: التأسيس النظري والمفاهيمي لسوق الأوراق المالية الناشئة ، والذي قسم إلى ثلاثة مباحث كانت على الترتيب: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية ، الأسواق المالية الناشئة و مؤشرات قياس الأداء، كفاءة سوق الأوراق المالية وكيفية تفعيلها ، أما عن الفصل الثاني فقد جاء بعنوان صناديق الاستثمار الإسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق المالية ، و الذي قسم بدوره هو أيضا إلى ثلاثة مباحث: الإطار النظري لصناديق الاستثمار الإسلامية الإطار النظري لصناديق الاستثمار الإسلامية ، إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية ، الدور الإقتصادي لصناديق الاستثمار الإسلامية، أما عن الفصل الثالث و الأخير فقد كان بمثابة التجسيد الميداني لموضوع دراستنا وكان بعنوان: واقع صناديق الاستثمار الإسلامية في سوق الأسهم السعودي حيث شمل ثلاثة مباحث هي: الإطار التنظيمي لسوق الأسهم السعودي ، مؤشرات

المقدمة العامة

تطور أداء سوق الأسهم السعودي، تحليل دور صناديق الاستثمار الإسلامية في الرفع من أداء سوق الأسهم السعودي.

الفصل الأول

التأصيل النظري والمفاهيمي

لسوق الأوراق المالية الناشئة

ارتبط تطور سوق الأوراق المالية بالتطورات المتلاحقة في المجال الإقتصادي وكذا الإجتماعي، وازدياد الحاجة الكبيرة للموارد المالية لتمويل المشروعات الكبيرة والتي تعاني من حالة عجز، كل هذا أدى إلى تطور الأنظمة المالية من أجل تحسين عمليات الاستثمار.

وتلعب سوق الأوراق المالية دورا بارزا في تمويل الاقتصاد عن طريق الوساطة المالية والتي تعد طرفا بارزا في النظام المالي، وتقاس فعالية السوق بدرجة الكفاءة وتوفر المعلومات الضرورية والحصرية عن السوق، وكذا سيولتها وحجمها الذي يتحكم إيجابا على الأداء الإقتصادي ككل.

ولأجل الإلمام ببيثيات الموضوع وبجوانبه المختلفة فقد قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث وذلك على النحو التالي:

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: الأسواق المالية الناشئة و مؤشرات قياس الأداء.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية وكيفية تفعيلها.

المبحث الأول: الإطار لمفاهيمي لسوق الأوراق المالية.

تعد الأسواق المالية ركيزة هامة من ركائز البنية المالية الاقتصادية لأي دولة غير أن هذه الأهمية مستمدة من كونها إحدى الأدوات الهامة المحررة لمخدرات الأفراد والمعاد ضحها في المشاريع الاستثمارية المناسبة.

المطلب الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.

إن الأسواق المالية ليست بحدیثة النشأة إلا أنها اتخذت هذا الشكل بعد العديد من التطورات والمراحل التي مرت بها، وعليه سنحاول من خلال هذا المطلب التطرق إلى وظائفها ومن ثم إلى الأدوات المالية المتداولة بها، وكذا آليات العامل بهذا السوق.

الفرع الأول: نشأة تطور سوق الأوراق المالية.

ارتبط تطور الأسواق المالية تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم لاسيما إقبال الحكومات على الاقتراض، ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بتلك الصكوك في بادئ الأمر على قارة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أمكنة خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية، ففي فرنسا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية سنة 1724 بموجب أمر ملكي، وفي بريطانيا استقرت أعمال البورصات للأوراق المالية في أوائل القرن 19 ميلاد، في مبنى خاص أطلق عليه اسم Royal Exchange أما في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1821 فقد أخذت مقراها في الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه المعاملات في السابق وهو " وول ستريت".

غير أن مصطلح البورصة يعود إلى القرن الخامس عشر ميلادي، أين كان التجار القادمين من فلورنسا يجتمعون في فندق يملكه أحد الصيارفة لمدينة بروج البلجيكية المعروف باسم Vander Bours والذي كان يؤمه

التجار من كافة المناطق حيث كانت مختلف المعاملات القائمة فيما بينهم تتم في شكل عقود وتعهدات مبنية على أساس الثقة المتبادلة وبصورة دورية و منتظمة¹.

وعلى هذا كانت البورصة وليدة هذه المعاملات ليكون لها فيما بعد دورا أساسيا في تطوير اقتصاد الدول الكبرى من المرحلة الزراعية إلى الصناعية، حيث لاقت في أكثر بلاد العالم تنظيما قانونيا يجعلها أداة فعالة في تطوير البلاد اقتصاديا.

في حين أن هذا الدور الفعّال مازال مجهولا تقريبا في الدول النامية، إذ ما تزال رؤوس الأموال بعيدة عن التداول في نطاق عمليات البورصة ومازال الناس ينظرون إليها بنوع من عدم الثقة².

الفرع الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية.

تختلف آراء المفكرين الاقتصاديين في تعريف سوق الأوراق المالية.

فهناك من يعرفها من حيث دورها على أنها " السوق التي تتم فيها التعامل والتداول في الأوراق المالية وإبرام الصفقات وهي بهذا الشكل تلعب دورا مزدوجا، بالنسبة للمستثمر حيث يمكنه شراء وبيع الأوراق المالية، أما بالنسبة للمؤسسة يمكنها إصدار الأوراق الجديدة ومن ثم طرحها للاكتتاب لتساعدتها سوق الوراق المالية في تحديد الأسعار³.

أما من الناحية القانونية فتعرف بأنها " شخصية اعتبارية عامة تتولى إدارة أموالها وتكون بها أهلية التقاضي، كما أنها تخضع لرقابة حكومية متمثلة في مندوب الحكومة يتواجد في السوق مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح وحضور جميع اجتماعات لجان السوق المختلفة، ولها حق الاعتراض على قراراتها إذا أصدرت لمخالفة القوانين أو اللوائح أو الصالح العام⁴.

¹ - صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، طبعة أولى، مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص.10.

² - شمعون شمعون، البورصة - بورصة الجزائر، دار هومة، الجزائر، 2005، ص.ص.8.7.

³ - عبد الغفار حنفي، البورصات، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1995، ص.192.

⁴ - صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص.12.

ومن التعاريف السابقة يمكن أن نقول عن سوق الأوراق المالية على أنه " تلك السوق التي يجتمع فيها الوسطاء الماليون لعرض أو طلب الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم والسندات والمشتقات المالية في إطار لوائح وقوانين معينة لتسهيل عمليات تداول هذه الأوراق المالية ويكون في زمان و مكان معين".
وتجدر الإشارة إلى أن سوق الأوراق المالية ينقسم إلى قسمين رئيسيين هما، سوق الإصدار وسوق التداول.

أولاً: السوق الأولية (سوق الإصدار).

وهي السوق التي تشهد الإصدارات الأولية للأوراق المالية سواء كانت هذه الإصدارات من قبل الشركات أو الحكومات وهذا من أجل تمويل المشروعات الجديدة أو العمل على التوسع في المشروعات القائمة وذلك من خلال زيادة رأسمالها، كما تتم عملية الإصدار بثلاث طرق هي⁵:

أ- الإصدار المباشر: وهو أن تقوم الجهة المصدرة بنفسها الاتصال بعدد من كبار المستثمرين، أفراداً كانوا أو مؤسسات مالية.

ب- الإصدار غير المباشر: وهو أن تقوم مؤسسة متخصصة عادة ما تكون مؤسسة مالية بإصدار هذه الأوراق للاكتتاب وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً.

ج- الإصدار بالمزاد: ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عروضهم بالكمية والسعر لشراء الأوراق المصدرة.

ثانياً: السوق الثانوية (سوق التداول).

وهي ذلك الجزء من السوق المالية التي يتم فيها تداول الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية شراء وبيعاً عبر السماسرة والوسطاء، فالبائعون تحركهم دوافع شتى أهمها تحقيق سيولة و أرباح على مستثمراهم، والمستثمرون مدفوعون بالرغبة في الاستثمار في تلك الأوراق المالية بغرض إعادة بيعها وتحقيق الأرباح أو لغرض الاحتفاظ بها في المحفظة المالية لوقت لاحق.

⁵ - منير إبراهيم هندي ورسمية قرياقص، الأسواق والمنشآت المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع، الإسكندرية، 1997، ص.ص. 47.48.

وإلى جانب كل هذا فإن السوق الثانوي ينقسم بدوره إلى⁶:

- أ- **السوق المنظمة:** وهي التي ترتبط بقانون ونظام ومكان وزمان معلوم، وتعتمد في البيع والشراء على السماسرة الذين يعملون لحساب غيرهم على أساس التعامل بالمزاد والذي يترتب عنه تكاليف وعمولات سمسرة أو وساطة.
- ب- **السوق غير المنظمة:** تعرف السوق غير الرسمية أو كما يطلق عليها السوق الموازية أو غير المنظمة بأنها سوق للمفاوضة غير الرسمية وغير مركزية، ويجري التعامل في هذه الأسواق المالية غير المقيدة في السوق الرسمية وأصبحت حالياً في الكثير من الأدوات التي صارت تحظى بأهمية كبيرة في السوق الدولية، كعقود تثبيت أسعار الفائدة⁷.

كما أن هناك أسواق فرعية تدخل ضمن السوق غير المنظمة وهي⁸:

- 1- السوق الثالثة:** وهي عبارة عن سوق غير منظمة وتختص بالتعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم للشراء والبيع لتلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، فهي بهذا الشكل تعتبر منافساً للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة، والعملاء لهذه السوق هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

- 2- السوق الرابعة:** وهي سوق غير منظمة أيضاً يجري التعامل فيها بأوراق مالية غير مقيدة في السوق المنظمة، ولا مجال للوساطة في هذا النوع من الأسواق، والسبب في قيام هذه السوق هو كإستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة من خلال تنفيذ صفقات بأحجام كبيرة وبأقل تكلفة ممكنة وبسرعة فائقة من خلال التعامل وفق شبكات قوية من التلفونات والحاسوبات الآلية، غير أنه من بين المتعاملين في هذا النوع من السوق هو المؤسسات المالية كبيرة الحجم والأفراد الأغنياء⁹.

⁶ - جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، طبعة أولى، دار هومة، الجزائر، 2002، ص.ص. 59.60.

⁷ - صلاح السيد، مرجع سابق، ص. 24.

⁸ - رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، طبعة أولى، دار المعتز، عمان، 2005، ص. 45.

⁹ - حسين بن هاني، الأسواق المالية، طبيعتها - تنظيمها - أدواتها المشتقة، طبعة أولى، الأردن، 2002، ص.ص. 17.18.

شكل رقم (1-1): تقسيمات أسواق الأوراق المالية



المصدر: من اعداد الطابقتين بالاعتماد على:

1- محمد صالح حناوي و جلال ابراهيم العبد، بورصة الاوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص.23.

2- صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص.24.

الفرع الثالث: خصائص سوق الأوراق المالية.

بعد التطرق بالتفصيل إلى مفهوم سوق الأوراق المالية يمكننا حصر أهم الخصائص التي تتميز بها على النحو التالي¹⁰:

أولاً: كفاءة التشغيل: قدرة السوق على تحويل الأموال لمن يحتاجون إليها وبأقل كلفة ممكنة، تنشأ من المعاملات وتضم تكلفة تحويل الورقة المالية، تكلفة معاملات الوساطة المالية، لذا فإن نجاح السوق المالي يتوقف إلى درجة كبيرة على تقليل التكلفة.

ثانياً: كفاءة تخصيص الموارد: إن المهمة الأساسية للأسواق المالية، هي تحويل فائض الأموال (من لديهم فائض)،

إلى من يحتاج لهذه الموارد.

ثالثاً: توفير السيولة: إن الأسهم والسندات ليس لها تاريخ استحقاق، ولحاملها حق إعادتها إلى الشركة المصدرة بالرغم من أن لها آجال استحقاق مختلفة، حيث أن السوق في هذه الحالة هي الملجأ الوحيد الذي يمكن المستثمر من بيع أوراقه وتحويلها إلى سيولة (نقود).

¹⁰ - خالد أحمد فرحان المشهداني و رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، 2013،

ص.ص.96.95.

رابعاً: توفير المعلومات: السوق هو أهم مصدر للمعلومات عن الاستثمارات المتداولة ولاسيما الأسعار وحجم العرض والطلب، وحركة التعامل اليومي والتفصيلي.

خامساً: سرعة الاستجابة: يجب أن تستجيب بسرعة لأي تغيرات أو أحداث، وهي تؤثر في أسعار الأسهم والسندات، ولذا يطلق عليها بكفاءة السوق.

الفرع الرابع: وظائف سوق الأوراق المالية.

لسوق الأوراق المالية وظائف عديدة يمكن حصرها في ثلاث مجالات أساسية كما يلي¹¹:

أولاً: الوظيفة الادخارية: وتمثل في إيجاد المجال الاستثماري المناسب لأصحاب الفوائض المالية الذين تزيد إيراداتهم عن نفقاتهم، ويفتقرون إلى الخبرة الكافية لاستغلالها وتشغيلها، ويرغبون في إيجاد قنوات استثمارية مضمونة لكي يأمنوا على حقوقهم المالية وتحقق المزيد من العائد بدلا من بقاءها مجمدة وتظهر هذه الوظيفة خاصة في حالة المدّخرين الصغار، الذين لا يستطيعون إقامة مشاريع مستقلة وحدهم.

ثانياً: الوظيفة التمويلية: تتمثل هذه الوظيفة في توفير التمويل اللازم لأصحاب المشروعات والاستثمارات المختلفة، وذلك من خلال قيام أسواق المال بدور الوسيط بين فئات الفائض الادخاري المحلي أو الخارجي الذين يطلبون المال للمشروعات والاستثمارات أو للإنفاق العام، ويقسم التمويل من حيث مصدره إلى نوعين:

أ- قد يكون التمويل داخليا: بمعنى أنه موجه من وحدات الادخار من نفس البلد الواحد إلى وحدات الاستثمار في نفس ذلك البلد، وبهذا فالفائدة من الوظيفة المالية تعود على الجهتين دون وجود سلبيات.

ب- قد يكون التمويل خارجيا: بمعنى أنه موجه من وحدات الادخار من بلد أجنبي إلى وحدات الاستثمار في البلد المحلي، وبهذا لن تعود فائدة الوظيفة المالية على البلد المحلي بالمطلق وإنما ستكون موزعة على الجهتين، فضلا

¹¹ - حسن حمدي، دليلك إلى البورصة، طبعة أولى، دار الكتاب العربي، دمشق، 2006، ص.17.

عما تحتويه العملية من اشتراكات مسبقة من طرف البلد الأجنبي على البلد المحلي لقاء إتمام العملية من تدخلات سياسية، ثقافية، أو اقتصادية، بما يوصل إلى التبعية والعيش في اقتصاديات الديون¹².

ثالثا: الوظيفة الاقتصادية والتنموية.

- تعمل السوق في ضبط الأسعار المتعلقة بالأوراق المالية وفقا لقانون العرض والطلب، وكذلك الحد من التعاملات الوهمية التي ترمي إلى التلاعب بالأسعار؛

- تقوم هذه الأسواق أيضا بزيادة حجم الائتمان في المجتمع عن طريق توثيق الديون برهن الأوراق المالية التي يمكن تسيلها بسرعة وبدون خسارة في قيمتها، وكذا الاقتراض بضمان هذه الأوراق¹³؛

- توفير رأس المال بمزيد من الإصدار النقدي وغالبا لا يرتبط ذلك بالإصدار بالإنتاج والسلع ولاسيما بالدول النامية؛

- توفير رأس المال عن طريق اللجوء إلى وحدات الفائض الادخاري التي لا حاجة لها ببعض ثروتها، وهي أموال مجمدة تخسر أكثر مما تربح، ولا يستطيع أصحابها استثمارها لأسباب مختلفة وبالتالي يلجأون إلى أطراف آخرين وهم الطالبون والمحتاجون لرأس المال.

وبالتالي فان هذه الوظيفة تبنى أساسا على الوظيفة التمويلية إذ تحول الموارد المالية من قطاع المدخرين إلى قطاع المستثمرين، يقوم هؤلاء المستثمرين باستخدام هذه الموارد المالية في استثمارات إنتاجية تزيد من الناتج الوطني،

وعلى هذا الأساس فان أسواق المال تساعد على حسن تخصيص الموارد في الاقتصاد و تجعل تحركات الموارد المالية بين مختلف الاستخدامات على قدر من الكفاءة الاقتصادية¹⁴.

¹² - صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة تجربة جمهورية مصر العربية - أطروحة دكتوراه، تخصص. نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر(3)، الجزائر، 2012، ص.85.

¹³ - بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى حالة بورصة تونس، رسالة ماجستير، تخصص. إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، ص.24.

¹⁴ - صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص.86.87.

المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

تعد الأوراق المالية من أهم مصادر التمويل طويل الأجل بالنسبة للمؤسسة تقوم بإصدارها وحدات اقتصادية لتحصل من خلالها على أرصدة مالية من سوق رأس المال وعليه يمكن تصنيف الأدوات المالية على النحو التالي:

الفرع الأول: الأسهم.

السهم عبارة عن صك ملكية قابل للتداول يصدر عن شركة المساهمة يعطي لصاحبه الحق في حصة من رأسمال الشركة المصدرة له، وهو الأداة الرئيسية لتمويل الشركة لماله من مزايا عديدة حيث أنه عند إصدار المزيد من الأسهم يؤدي ذلك إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى هيكل رأس المال مما ينجم عنه زيادة القدرة الإقتراضية للشركة¹⁵.

أولاً: أنواع الأسهم: للأسهم أنواع عديدة يمكن التمييز بينها من خلال تقسيمات مختلفة نعرضها كالتالي:

أ- التصنيف حسب طريقة التداول: وتصنف كالتالي¹⁶:

1- الأسهم الاسمية: وهي الأسهم التي يسجل اسم حاملها على الورقة بحيث يمكنه بيع هذه الورقة لمستثمر آخر وفي هذه الحالة يسجل اسم المالك الجديد في جدول يسمى بجدول التنازلات.

¹⁵ - رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم

الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة باتنة، 2007، ص. 17

¹⁶ - عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية،

2005، ص. 21.

2- الأسهم لحاملها: وهي الأسهم التي لا يسجل اسم حاملها على الورقة، ويتم بيع وتداول هذه الأسهم في سوق الأوراق المالية دون الرجوع للشركة المصدرة لها أو توقيع عضوين من أعضاء مجلس الإدارة، ولكن يثبت في دفاتر الشركة الحائز الجديد لهذه الأسهم¹⁷.

ب- التصنيف حسب طريقة التسديد: و تتمثل في¹⁸:

1- الأسهم العينية: يسدد المساهم قيمتها عينا في شكل عقارات أو آلات أو بضاعة ويجب أن تكون محررة بالكامل، ولا يجوز تداولها قبل التضيد، وتقوم الحصة العينية بالنقد، وعادة تخصص للمؤسسين.

2- الأسهم النقدية: يسدد المساهم قيمتها نقود وقد تكون مدفوعة بالكامل أو مدفوعة جزئيا والمتبقي هو دين المساهم.

3- الأسهم المختلطة: يدفع الجزء منها نقدا والآخر يكون عينا.

ج- التصنيف حسب الحقوق المكفولة: وتتمثل في:

1- الأسهم العادية: يعرف السهم العادي بأنه أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول لحامله للحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته في موجودات الشركة المثبتة في شهادة السهم¹⁹.

ويكون لهذه الأسهم قيمة اسمية المدونة على قسيمة السهم وعقد التأسيس، وقيمة دفترية حيث تتمثل في قيمة حقوق الملكية التي تتضمن الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة²⁰، وكذلك القيمة السوقية والتي تعبر عن سعر السهم في السوق أو سعر التداول وهذه القيمة تتغير بناء على عدة عوامل مختلفة كالعوائد التي تحققها الشركة، والتوزيعات وغيرها من العوامل الأخرى²¹.

17- أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، مصر، 2007، ص.39.

18- محمد أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء للنشر، الإسكندرية، 2000، ص.48.

19- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان، 2010، ص.154.

20- أمين عبد العزيز، مرجع سابق، ص.35.

21- محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات، دار وائل للنشر، عمان، 2002، ص.27.

ومن أهم خصائص الأسهم العادية نذكر على سبيل المثال لا للحصر ما يلي²²:

- تعتبر الأسهم العادية غير محدودة العمر والأرباح؛
- يحق لشركة المساهمة سحب جزء من أسهمها من التداول عن طريق إعادة شراءها من حملتها، كما يحق لأي مستثمر أن يستحوذ على عدد كبير من أسهم الشركة؛
- الأسهم العادية تأتي بعد السندات والأسهم الممتازة من حيث الأولوية في استرداد رأس المال عند الإفلاس أو تصفية الشركة.

2- الأسهم الممتازة: تقع الأسهم الممتازة بين السندات و الأسهم العادية، فهي تجمع في خصائصها بين النوعين، فهي تشبه السندات في أولوية حصولها على العائد، وتشبه الأسهم العادية في تواجدها فهي دائمة لتكوين الاحتياطات لإعادة شراء هذه الأسهم، وتدفع التوزيعات بعد الضريبة²³.

ويمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية، حيث تتمثل القيمة الدفترية في قيمة السهم الممتاز، كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة²⁴.

ومن خصائص الأسهم الممتازة أنه²⁵:

- صك ملكية يمثل جزء من رأس مال الشركة؛
- في حالة تصفية الشركة يحصل حملة الأسهم على جزء من الأرباح وحصصة رأس المال؛
- حق الاشتراك في الجمعيات العمومية؛
- إن أرباح السهم غير محددة مقدما وتعتمد على المركز المالي للشركة.

²² - شرياق رفيق، دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال، رسالة ماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قلمة، 2005، ص. 31.

²³ - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم-سندات- وثائق الاستثمار - الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص. 39.

²⁴ - أمين عبد العزيز، مرجع سابق، ص. 42.

²⁵ - ضياء ججي، البورصات - أسواق رأس المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص. 41.

الفرع الثاني: السندات.

تعد السندات بمثابة دين على الدخل المستقبلي، وعلى الأصول لدى الوحدات الاقتصادية التي تقوم بإصدار السندات، ويتعهد مصدّر السندات بموجب هذا الدين بالقيام بدفع مدفوعات ثابتة لحامل السند حتى تاريخ الاستحقاق، كما يتعهد بدفع القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق²⁶.

حيث يوجد عدة أنواع مختلفة من السندات، كالسندات المضمونة بأصول والسندات العادية والسندات من الدرجة الأولى أو من الدرجة الثانية، وكل هذه الأنواع لها تاريخ استحقاق محدد، ولحملة هذه السندات الحق في الحصول على دخل ثابت إما يدفع سنوياً أو ربع سنوي بصرف النظر على الدخل الذي حققته الشركة²⁷ وتتشرك عموم السندات ببعض الخصائص يمكن إيجازها على سبيل المثال لا للحصر فيما يلي²⁸:

- تصدّر جميع السندات بقيمة اسمية وبنفقات مختلفة قد تكون بالعملة المحلية أو العملة الأجنبية؛
- جميع السندات لها تاريخ استحقاق والذي يتراوح ما بين سنة إلى ثلاثين سنة؛
- للسندات فائدة دورية منظمة، تمثل تدفق نقدي ثابت لحامل السند؛
- جميع السندات قابلة للتداول في السوق الثانوي، مما يجعلها أداة ادخارية أو استثمارية في آن واحد.

الفرع الثالث: المشتقات.

تمثل المشتقات أدوات ترتب لحاملها التزاماً واختياراً لشراء أو بيع أصل مالي، وتشتمل تلك الأدوات قيمتها من أسعار الأوراق المالية الأصلية، سواء كانت أسهم أو سندات أو مجموعة من الأسهم أو السندات، وقد بدأ استعمالها والتعامل بها في أوائل السبعينات مع التقلبات الحادة لكل أسعار الفائدة وأسعار الصرف والأصول المالية

²⁶- إسماعيل أحمد الشناوي وعبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص.18.

²⁷- عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص.38.

²⁸- أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص.253.

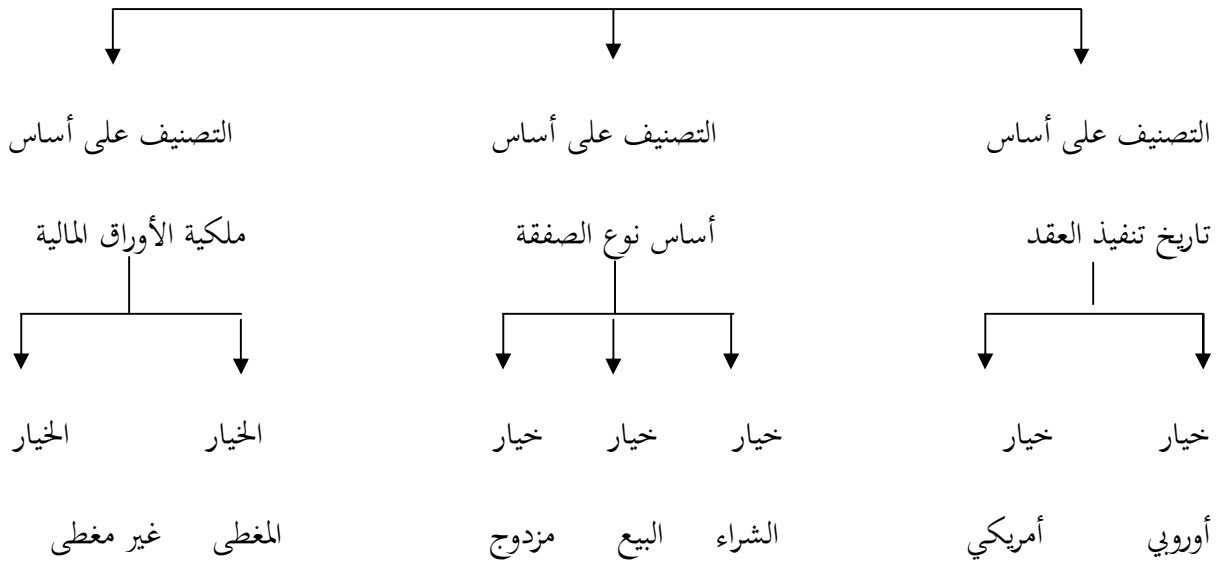
التي شهدتها الأسواق، حيث تستخدم هذه الأدوات في الخطر المصاحب للاستثمار في محافظ الأوراق المالية، وكذلك خطر إصدار هذه الأوراق²⁹، ومن أهم المشتقات المالية لدينا:

أولاً: العقود الآجلة: تعتبر العقود الآجلة أحد أنواع عقود المشتقات التي يتم من خلالها بيع أو شراء الأصول في تاريخ، لاحق حيث يلزم البائع أن يسلم للمشتري الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق وبسعر متفق عليه في تاريخ التعاقد.

ثانياً: عقود الخيار: وهو عبارة عن ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة بسعر متفق عليه مقدماً.

شكل رقم: (1-2) تصنيف عقود الخيار

عقود الخيار



المصدر: محمد صالح الخناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، طبعة ثانية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997، ص.320.

²⁹ - عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص.79.

ثالثا: العقود المستقبلية: يشير مصطلح العقود المستقبلية بأنه عقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري على الاتفاق على تسليم سلعة أو أصل ما في تاريخ لاحق على أن يدفع المشتري الثمن في هذا التاريخ³⁰.

تمثل أركان العقود المستقبلية في³¹:

- أ- السعر المستقبلي: هو السعر الذي يتفق عليه الطرفين لإتمام الصفقة في المستقبل.
- ب- تاريخ التسليم: وهو التاريخ الذي يتفق عليه الطرفين لإتمام عملية التبادل.
- ج- محل العقد: وهو الأصل المتفق على بيعه أو شرائه والذي قد يكون بضائع أو أوراق مالية، عملات... إلخ
- د- مشتري العقد: هو الطرف الملتزم باستلام الأصل محل العقد نظير دفع سعر معين للطرف الثاني (بائع العقد).
- هـ- بائع العقد: هو الطرف الملتزم بتسليم الأصل محل العقد مقابل حصوله على السعر المتفق عليه.

ثالثا: المبادلات: هي التزام تعاقدية بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين، يمتلكه أحد الطرفين مقابل تدفق نقدي أو أصل يمتلكه الطرف الآخر بالسعر الحالي، عل أن يتم التبادل محل التعاقد في تاريخ لاحق³².

المطلب الثالث: آليات التعامل في سوق الأوراق المالية

لعب ولازال يلعب التنظيم والتحكم في إدارة آليات التعامل بسوق الأوراق المالية دورا مهما في نجاح وتوسع الأسواق المالية العالمية وعليه سنحاول من خلال هذا المطلب التركيز على أهم الأطراف المتدخلة بهذه السوق وكذا مختلف العمليات التي تجري بها.

الفرع الأول: الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية

³⁰ - فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص.51.

³¹ - محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص.354.

³² - سرامة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008-دراسة تحليلية- رسالة ماجستير، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2012، ص.60.

أولاً: الجمهور: وهم الأفراد الذين يستثمرون أموالهم في سوق الأوراق المالية بطريقة مباشرة عبر صناديق الاستثمار، وقد عرفت الفترة منذ نهاية السبعينات وخلال عشرية الثمانينات زيادة في عدد المستثمرين في هذه السوق وهو ما يعرف ببرنامج الخصخصة، أي انتقال ملكية الاستثمارات من القطاع العام إلى القطاع الخاص نتيجة للإعفاءات الضريبية المؤثرة إيجاباً في زيادة الادخار المالي وملكية لأسهم الشركة التي يعملون بها.

ثانياً: المستثمرون التأسيسيون: تعتبر هذه الفئة مصدر الأموال المستثمرة في السوق، وتشمل الأفراد والمؤسسات التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية، حيث تقوم بضخ أموال ضخمة في الدورة الاقتصادية، وقد تكون هذه الفئة بنوك تجارية ومتخصصة، شركات التأمين، ومن هنا تعتبر هذه المؤسسات من أهم مزودي السوق برؤوس الأموال لامتيازها بالاستقرار والثبات في قدراتها الادخارية والاستثمارية.

ثالثاً: المؤسسات الصناعية والتجارية: تعد هذه المؤسسات من بين المتدخلين الرئيسيين في سوق الأوراق المالية و الأسواق المالية بصفة عامة، كما قد تلجأ إلى سوق الأوراق المالية للحصول على التمويل اللازم بهدف ضمان سير نشاطها والتوسع فيه، وهذا من خلال إصدار أوراق مالية يتم تداولها بعد ذلك، إلا أنها مفيدة بعملية التسجيل في هذه الأخيرة ومن بينها القيمة السوقية، نسبة رأس المال المفتوح للاكتتاب وغيرها من الشروط.

رابعاً: الدولة: تعتبر الحكومة من بين المتدخلين الرئيسيين في سوق الأوراق المالية وذلك من خلال إصدار السندات الحكومية والتي هي أقل الأوراق المالية مخاطرة ويتم ذلك بهدف تغطية العجز في الميزانية العمومية أو بهدف تمويل أكبر للمشاريع التنموية³³.

الفرع الثاني: العمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية.

تتم في سوق الأوراق المالية العديد من العمليات المختلفة أهمها:

³³ - بالاعتماد على العديد من المراجع أهمها:

* جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الجزء الثالث، طبعة أولى، دار هومة، الجزائر، 2002، صص. 12-32.

* رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، طبعة أولى، المعتز للنشر والتوزيع، عمان، 2010، صص. 11.

أولاً: عمليات الإصدار: تساهم سوق الأوراق المالية بقدر كبير في تمويل الاقتصاد الوطني بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، ولتوضيح هذا الدور يجب فهم العلاقة التي تربط بين الأوراق المالية المصدرة والاستثمارات المنجزة خلال فترة معينة³⁴.

$$\frac{\text{مجموع الإصدارات للفترة}}{\text{مجموع الاستثمارات للفترة}} = \text{دور السوق المالية في تمويل الاستثمارات}$$

وبهذا يمكن معرفة دور تلك الإصدارات التي تقوم بها مختلف الشركات والهيئات والحكومات في تمويل الاستثمارات والاقتصاد الوطني بصفة عامة، غير أن عملية الإصدار لأي شركة في البورصة تمر بمرحلتين هما:

أ- **مرحلة الإصدار في السوق الأولية:** حيث تقوم الهيئة المصدرة للأوراق المالية باختيار الورقة المناسبة والوقت المناسب لذلك من خلال تهيئة الظروف التي من شأنها أن تساعد على إنجاح عملية الإصدار التي بها يتم تمويل المشروعات الجديدة أو التوسع في المشروعات القائمة، وذلك من خلال زيادة رأسمالها (إصدار الأسهم) أو التمويل عن طريق زيادة ديونها طويلة الأجل، وبهذا يكون لهذه المرحلة دوراً فعالاً في تمويل المنشآت التي هي بحاجة إلى أموال من خلال جمع المدخرات من أصحاب الفائض وتوظيفها في شراء ما تم إصداره من الأوراق المالية من أصحاب العجز منشئة في الأخير علاقة بين مقدمي الأموال (المكاتبين) وبين تلك المشروعات³⁵.

ب- **مرحلة التداول:** والتي تبدأ مباشرة بعد عملية الإصدار، كما تتم في السوق الثانوية بهدف توفير السيولة للأدوات المالية المصدرة، والجدير بالذكر هنا هو أن تسعير الأسهم المصدرة حديثاً عادة ما يكون سعر أقل من قيمتها الحقيقية وذلك لجلب أكبر عدد ممكن من المستثمرين وضمان نجاح عملية الإصدار، غير أن ميكانيزمات السوق كفيلة بإعادة السعر إلى ما يجب أن يكون عليه بمجرد إقبال عدد كبير من المستثمرين على تلك الأسهم المصدرة حديثاً.

ثانياً: **الأوامر وتكاليف تنفيذها:** يقصد بالأمر ذلك التوكيل أو التفويض الذي يمنحه المستثمر للوسيط المالي بغرض عقد الصفقة والمتمثلة في شراء الأوراق المالية والمنتجات المالية الأخرى المتداولة بصفة عامة، كما أن هذا التوكيل عادة ما يجر كتابياً على وثيقة رسمية متضمنة جميع توجيهات المستثمر لوسيط فيما يخص العمليات

³⁴ - جبار محفوظ، الجزء الثالث، مرجع سابق، ص. 37.

1- منير هندي ورسمية قرياص، الأسواق والمنشآت المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع، الإسكندرية، 1997، ص.ص. 47.48.

المكلف بها، غير أن كفاءة تنفيذ الصفقة يتحدد بمدى وضوح الأمر الصادر من المستثمر المتضمن لعدة شروط من أهمها: تحديد نوع الورقة موضوع الصفقة، الجهة المصدرة الورقة المالية، السعر وكمية الأوراق المالية المطلوبة، نوع السوق (الفوري أم الآجل) ومدة صلاحية الأمر.

وتقسم أوامر البيع والشراء للأوراق المالية على أساس السعر، وقت التنفيذ أو كلاهما معا.

أ- الأوامر غير المحددة بسعر التنفيذ: وتنقسم إلى:

1- أوامر التنفيذ بالسعر الأفضل: يمنح هذا الأمر في ظل المرونة والحرية التامة بتنفيذ الصفقة، أي أنه لا تتم عملية تحديد سعر الورقة المتداولة، وعليه يتم تنفيذ هذا الأمر بأول سعر يحدد في البورصة وبصورة كلية في حالة ما إذا سلم الأمر قبل بداية التداول، غير أنه إذا ما تم تسليمه أثناء التعامل فإنه ينفذ بالسعر السائد في البورصة لحظة تسليمه، كما يستخدم مثل هذا النوع من الأوامر حالة التعامل في الأوراق المالية المسجلة بطريقة التسجيل الثابت، الذي بتنفيذ الأوامر كلية بمجرد تحديد أول سعر في البورصة، كما قد ينفذ جزئيا في حالة ما إذا لم يجد الوكيل الطرف الآخر القادر على تداول هذه الأوراق المالية المعروضة أو المطلوبة بواسطة هذا الأمر بالانخفاض وهذا بعد موافقة سلطات البورصة.

2- أوامر التنفيذ بسعر السوق: بموجب هذا الأمر يقوم الوسيط بتنفيذ الصفقة على أساس سعر السوق، فهي شبيهة بالنوع السابق من حيث أن المستثمر لا دخل له في تحديد سعر تنفيذ معين، كما أن تنفيذ هذه الأوامر يتم بمجرد إيجاد الطرف الآخر، غير أن هذا النوع من الأوامر يختلف عن سابقه من حيث إمكانية تنفيذ جزئيا على مدى فترة التداول دون إجراء عملية تخفيض العرض أو الطلب والرجوع إلى سلطات البورصة، كما يستعمل مثل هذه الأوامر حالة التعامل في الأوراق المالية المسجلة بطريقة التسجيل المستمر.

ب- الأوامر المحددة بسعر التنفيذ: وتنقسم إلى³⁶:

³⁶ - صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية، طبعة أولى، عالم الكتب، القاهرة، 2003، ص ص. 17-24.

1- الأوامر المحددة: من خلال هذه الأوامر يتم تحديد سعر تنفيذ الصفقة من قبل المستثمر، وهو ما يقي الوسيط في وضعية انتظار حتى يصل سعر السوق إلى السعر المحدد ويمكن التمييز بين أوامر البيع المحددة والتي يكون السعر المحدد فيها بمثابة السعر الأدنى، وأوامر الشراء المحددة ويكون السعر المحدد فيها بمثابة الحد الأعلى، أما من ناحية أهم إيجابيات هذا النوع من الأوامر هو حماية صاحبه من انخفاض أرباحه أو زيادة خسائره، كما تعفي مصدرها من المتابعة لتطور حركة أسعار منتجاتها المالية، غير أن هذه الأوامر غير مضمونة من حيث تنفيذ الصفقة بالسعر المحدد.

2- أوامر الإيقاف: وهي الأوامر التي من خلالها يلتزم الوسيط بتنفيذ الصفقة عند السعر المحدد له للحد من الخسائر الرأسمالية، كما قد يتحول أمر الإيقاف الخاص بالشراء إلى أمر قابل للتنفيذ بالسعر الأفضل إذا ما تمت الصفقة بسعر يساوي أو أعلى من السعر المحدد، كما يتحول أمر الإيقاف الخاص بالبيع إلى أمر قابل للتنفيذ بالسعر الأفضل في حالة إتمام الصفقة بسعر يساوي أو أقل من السعر المحدد وذلك راجع إلى الطريقة التي يصاغ بها الأمر.

- في حالة البيع: بع إذا وصل السعر إلى المستوى كذا أو انخفض عنه.

- في حالة الشراء: اشترى إذا وصل السعر إلى المستوى كذا أو زاد عنه.

3- أوامر الإيقاف المحدودة: يعتبر هذا النوع من الأوامر امتدادا لأوامر الإيقاف، فهو مكمل لهذه الأخيرة من خلال معالجة عدم التأكد فيما يخص سعر التنفيذ تاركا للوسيط حرية التصرف في ذلك، فالمستثمر يحدد السعر الأدنى الذي تنفذ به الصفقة وهذا بالنسبة لأوامر البيع على عكس أوامر الشراء أين يحدد السعر الأقصى للورقة المالية الراغب الاستثمار فيها على أن تنفذ الصفقة بذلك السعر أو بسعر أفضل منه³⁷.

³⁷ - محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص ص. 24-26.

ثالثاً: التسعير: وهو القيمة التي تبلغها ورقة مالية معينة أثناء انعقاد إحدى جلسات سوق الأوراق المالية، ويتم تسجيل هذا السعر بعد انتهاء الجلسة في لوحة التسعير³⁸.

أ- تقنيات التعامل والتسعير: هناك العديد من التقنيات التي تهدف إلى تحديد أسعار الأدوات المالية الحاملة في طيها تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعاً، ومن أهمها³⁹:

1- التعامل بالمناداة: في ظل هذه العملية يتلاقى المتعاملون وجها لوجه في صالة البورصة، وتعد الصفقات شفوية بالناداة، وهكذا تضمن الشفافية في التعامل ومراقبة الصفقات مباشرة، إلا أنه عادة ما يتم التفاوض بمثل هذه الطريقة على الأوراق المالية النشيطة والأكثر تداولاً في البورصة.

ب- التعامل بالإدراج: يكمن الاختلاف في هذه الطريقة عن سابقتها في كون أنها تتم كتابياً لا شفوية، حيث يخصص لكل ورقة في البورصة درجاً لكافة الأوامر الخاصة. بهذه الأخيرة كما يوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي الذي يصبح بمثابة المتخصص في التعامل في تلك الورقة، على أن يحدد السعر وفقاً لعملية جمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية سواء بالبيع أو الشراء مضافاً إليها باقي أوامر الحصة السابقة.

ج- التعامل بالصندوق: حيث يتم التعامل بمثل هذه الطريقة إلا في الحالات الاستثنائية فقط كالعرض العامة للشراء، البيع أو التبادل، أو في حالة ما إذا تعلق الأمر بتسعير ورقة مالية تتميز ببعض المشاكل وتتطلب اتخاذ قرارات خارجية عن التعامل العادي، غير أن جوهر هذه الطريقة يكمن في تركيز كافة أوامر البيع والشراء للورقة المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة، ويحدد السعر بعد إحصاء وتفحص كل الأوامر المعنية.

د- التعامل بالمقابلة: وهي مزيج من الطريقة الشفوية والطريقتين الكتابيتين، حيث تسجل كافة الأوامر الخاصة بالورقة المعنية في سجل خاص، وبالإضافة إلى التقاء المتعاملين وتفاوضهم شفوية حول عقد الصفقة، مما يسمح من معرفة حدود سعر التوازن، كما تسمح بإجراء عمليات المراجعة والموازنة وتعديل السعر، غير أن التطور التكنولوجي ساهم بشكل كبير معالجة الأوامر وإعطاء سعر التوازن وتغييره تماشياً مع ظروف السوق

³⁸ - محمد صبري هارون، أحكام الأدوات المالية - أسهم، سندات - ، طبعة أولى، دار النفائس، الأردن، 2009، ص.68.

³⁹ - بالاعتماد على عدة مراجع أهمها:

*جبار محفوظ، الجزء الثالث، مرجع سابق، ص.114-117.

*شمعون شمعون، مرجع سابق، ص.45.

الفرع الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية.

أ- مفهوم المؤشر: يعرف مؤشر السوق على أنه قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، إذ يتم تكوين هذا المؤشر وتحديد قيمته في البداية ثم تقارن قيمة المؤشر عند أي نقطة زمنية، مما يتيح إمكانية معرفة تحركات السوق بالارتفاع أو الانخفاض⁴⁰.

ب- أنواع المؤشرات: يمكن تصنيف مؤشرات البورصة وفقا لمعيارين أساسيين هما⁴¹:

1- المؤشر الخاص: هو مؤشر يمثل السوق كاملا بمختلف أنشطته خلال فترة معينة وبالتالي ينبغي أن يشمل معظم القيم المتداولة في هذه السوق كي يتسنى عكس حالتها بمصدقية.

2- المؤشر العام: يشمل هذا النوع من المؤشرات على عدد محدد من القيم، مركز في الغالب على قياس الحالة التي عليها قطاع أو صناعة معينة دون سواها.

3- المؤشر الخاص بعنصر واحد: يقيس هذا المؤشر الحالة التي عليها متغيرة واحدة كالسعر مثلا أو الكمية ويحسب هذا المؤشر كمتوسط حسابي كما يلي:

$$X = \sum_{i=1}^n Pi/n$$

حيث أن: p: سعر السهم n: مجموع عدد الأسهم

أما في حالة إذا وجد فرق كبير بين أصغر وأكبر قيمة للسعر يستعمل المتوسط الهندسي

$$G = \sqrt[n]{\prod_{i=1}^n Pi}$$

ج- بناء المؤشرات: تتركز طريقة بناء المؤشرات على المراحل التالية⁴²:

⁴⁰ - نزار كاظم الضكاهي وحيدر بونس الموسوي، السياسات الاقتصادية، الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتمغيرات الاقتصاد الكلي، دار اليازوري، عمان، 2015، ص.133.

⁴¹ - Société de gestion de la bourse des valeur la négociation en bourse ouvrages collectifs la bourse algérienne - publication N03 décembre 1998 pp.22-25.

⁴² - السيد عبد القادر متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، طبعة أولى، دار الفكر، عمان، 2010، ص.195.

1- مدى ملائمة العينة: يقصد بها مجموع الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، حيث يجب أن تكون العينة المختارة ملائمة من ثلاث نواحي وهي:

- **الحجم:** يقصد به عدد الأوراق المالية التي يتكون منها المؤشر، وكلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكبر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق.

- **الاتساع:** ويقصد به أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق، وعلى ذلك فإن المؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهم لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد، ولو كان المؤشر خاص بصناعة معينة حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المؤسسات المكونة لتلك الصناعة.

2- تحديد الأوزان النسبية: تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة وهناك ثلاث مدخل شائعة لتحديد الوزن النسبي داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر وهي⁴³:

- **مدخل الوزن النسبي على أساس السعر:** أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى والتي يقوم عليها المؤشر.

- **مدخل الأوزان المتساوية:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

- **مدخل الأوزان حسب القيمة:** أي إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية تتساوى وزنها النسبي، داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدر.

ويحسب هذا المدخل بالطريقة التالية:

$$\text{Index}_t = \frac{\sum ptQt}{\sum PbQb}$$

حيث:

t: قيمة المؤشر في الفترة؛

Pt: إقفال أسعار الأسهم في الفترة؛

Qt: عدد وحدات الأسهم في الفترة؛

Pb: إقفال أسعار الأسهم في يوم الأساس.

Qb: عدد وحدات الأسهم يوم الأساس.

د: أهم المؤشرات العالمية: يمكن إيجاز أهم المؤشرات العالمية فيما يلي⁴⁴:

1- مؤشر داوجونز: تم استخدام هذا المؤشر عام 1884 وهو يصدر لمتابعة سلوك بورصة نيويورك، ويتكون من أوراق 30 شركة، ويقيس مستوى أسعار أسهم الشركات الصناعية الكبرى التي تمثل أعلى مستوى في الإدارة والخبرة والأرباح والتوزيعات في بورصة نيويورك ومؤشر داوجونز من أقدم المؤشرات.

2- مؤشر ستاندراندبور 500: بدأ العمل بهذا المؤشر عام 1923، عندما بدأت شركة ستاندراندبور بنشر مؤشر أسعار البورصة بنيويورك على 233 سهما، وتستخدم لقياس الأداء المالي والاستثماري للأفراد والجماعات ويحتوي على أوراق 500 شركة متنوعة.

ما بين صناعة وخدمات ونقل وبنوك، وهذه الشركات تمثل حوالي 80% من اللقيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك.

3- مؤشر نيكاي: وهو من المؤشرات الرئيسية لسوق طوكيو ويحتوي على 255 شركة تمثل 70% من الشركات الكبرى، ويستخدم هذا المؤشر لقياس مدى التغيير المحقق في حجم الأوراق المالية ومقياس للعوائد ومساعدة المستثمرين على تكوين محافظ أوراقهم الاستثمارية.

⁴⁴- رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص.ص. 217.218.

4- مؤشر NASDAQ: هو مؤشر متعلق ب 2900 عينة خارج البورصة وأساسها هو 100 لفترة الأساس، (5فيفري 1971) ويشمل العديد من الشركات حوالي 5000 شركة⁴⁵.

المبحث الثاني: الأسواق المالية الناشئة و مؤشرات قياس الأداء.

أدت حركة التحرر المالي التي شهدتها العالم إلى ظهور أسواق مالية على درجة كبيرة من التقدم في الدول النامية، أطلق عليها أسواق الأوراق المالية الناشئة، والتي شددت انتباه المستثمرين إليها واستقطبهم لما تلعبه في تنمية اقتصادياتها المحلية، نظرا للتدفقات المالية الكبيرة نحوها، وكذا عملها على مواكبة الأسواق المالية العالمية سعيا للاندماج والحقاق بها.

المطلب الأول: مفهوم وخصائص الأسواق المالية الناشئة.

في هذا المطلب سنتطرق إلى مفهوم وخصائص الأسواق المالية الناشئة.

الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية الناشئة.

في الحقيقة لا يوجد تعريف محدد وموحد للأسواق المالية الناشئة فعبارة "ناشئة" تعود فبالأصل إلى بنوك الاستثمار الأمريكية.

فلقد عرف البنك العالمي الأسواق المالية الناشئة بأنها " أسواق رأس المال الموجودة في الدول النامية حيث أن، الدول النامية هي التي يقل فيها الناتج الوطني الإجمالي للفرد 8955 دولار"⁴⁶.

⁴⁵ - بن أعمار بن حاسين، سابق مرجع ، ص.67.

⁴⁶ - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال (الهيكل، الأدوات والاستراتيجيات)، الجزء الثاني، طبعة أولى، دار الهدى للطباعة، الجزائر، 2011، ص.675.

وتعرف أيضا بأنها " تلك الأسواق التي تتمتع بخصائص الأسواق المالية المتقدمة ولكنها لا تستوفي الكفاءة والمعايير الصارمة التي تتمتع بها اقتصاديات الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية، ولكن عادة ما تمتلك الاقتصاديات الناشئة بنية تحتية ومادية تتضمن بنوك وبورصات وعملات موحدة.

أما من جانب آخر فهناك من يعرفها على أنها " أسواق في دول منخفضة ومتوسطة النمو بدأت عملية التطوير والإصلاحات الاقتصادية بشكل تدريجي كي تلحق بركب الدول المتقدمة⁴⁷.

الفرع الثاني: خصائص الأسواق المالية الناشئة.

على الرغم من التباين الذي تشهده الأسواق المالية الناشئة، ليس فقط من حيث الحجم وإنما من حيث الأداء والخصائص الهيكلية أيضا، إلا أنها تشترك في مجموعة من الخصائص نذكر منها⁴⁸:

أولاً: الخطر والمردودية: الخطر الذي ينجم عن استثمارها في أصل مالي، يتضح عادة عبر الفارق المعياري للمردودات، الذي يلاحظ خلال فترة معينة، واستنادا إلى النظرية المالية الحديثة فإن المردودية المرتقبة لأصل مالي تزداد ارتفاعا كلما أصبح الخطر أكثر شدة.

أ- الخطر الناجم عن الاستثمار في أصل مالي: نتيجة ضعف الرسملة وقلة السيولة في الأسواق الناشئة فإن توزيع المستثمرين الدوليين لمكونات محفظات سندا تم قد يثير تغيرات حادة في الأسعار ارتفاعا وانخفاضا، وأيضا شدة حساسية هذه الأسواق اتجاه بعض العوامل الخارجية، كتطورات أسعار المواد الأولية أو الأزمات البترولية، وكذا تقلبات الأسعار إضافة إلى عوامل داخلية راجعة إلى عدم الدقة النسبية في المعلومات، والحماية غير الكافية الموفرة للمستثمرين، وكذلك إلى الشفافية المحدودة في النظام المالي، غياب عنصر السرعة في عمليات التسديد والاستلام، وعنصر الضمانة فيما يتعلق بالاحتفاظ بالأوراق المالية.

ب- المردودية المرتفعة في الأسواق الناشئة: تتوضح عبر معدلات النمو المرتفعة للاقتصاد وعبر الأفاق الواعدة فيما يتعلق بأرباح المشروعات، كما أن مردوديات الأسواق المالية الناشئة ترتبط بعلاقة تبادلية ضعيفة

⁴⁷http://www.arabictrader.com/ar/news/detailes/39982. Date 02/01/2016.::/http: Sitte

⁴⁸-رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006، ص.168.

وسلبية أحيانا مع مردوديات الأسواق المتطورة كما أثبتت الدراسات الميدانية أن احتواء محفظة أوراق مالية (عائدة لمستثمرين دوليين) على أوراق مالية متداولة في الأسواق المالية الناشئة، يقلص من خطر تلك المحفظة ويرفع من مردوديتها، وهذا يعود جزئيا إلى الارتباط الضعيف بين الأسواق المالية الناشئة بحد ذاتها من جهة، وبين الأسواق المتطورة من جهة أخرى.

ثانيا: التركيز: يقيس هذا المؤشر قيمة مساهمة مجموعة من الشركات المقيدة في البورصة يصل عددها إلى عشر شركات، الأولى من حيث ترتيبها في الرسملة الإجمالية للبورصة، حيث تمتاز الأسواق الناشئة بتسجيل معدل يصل إلى 60% بينما تشهد الأسواق المالية المتطورة نسبة لا تتعدى 20%⁴⁹.

ثالثا: التذبذب: يعكس التذبذب الذي يعبر عن مستوى مخاطر وقلة التطور عادة بالانحراف المعياري لعائدات السوق محل الدراسة، كما يقاس أيضا بمضاعف السعر أي حاصل قسمة السعر السائد للسهم على الأرباح المحققة من الاستثمار فيه، لقد وجد أن هذه النسبة عادة ما تكون مرتفعة بالأسواق المالية الناشئة مقارنة بمشيلاتها في الدول المتقدمة⁵⁰.

رابعا: تنظيم السوق: تتضح أبرز ركائز التنظيم الجيد للسوق من خلال الآتي⁵¹:

أ- استخدام أحدث تقنيات وبرامج المعلوماتية: وهنا تظهر الأسواق المالية الناشئة تفاوتاً شديداً في مدى استخدامها للمعلوماتية، ففي حين أن بعض الدول الآسيوية سجلت تقدماً كبيراً شبيهاً بذلك الموجود في الأسواق الأكثر تقدماً، نجد أن الدول الأخرى لازالت تستخدم تقنيات جَد بدائية في إنجاز عملياتها ما يتوجب عليها بذل مجهود لمواكبة التقدم الحاصل في هذا الصعيد.

ب- إعلام وحماية المستثمرين: إذا كانت المردودية في الأسواق المالية الناشئة تشكل عامل جذب، فإن الخطر المرتبط بانجاز العمليات يدفع بالمستثمرين الدوليين إلى إنبلاء اهتمام أقل لهذه السوق، وعليه فإن التقيد بإجراءات

⁴⁹ - حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، كلية الحقوق العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 2004، ص.04.

⁵⁰ - جبار محفوظ، مرجع سابق، ص.678.

⁵¹ - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، طبعة أولى، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس النبع، لبنان، 2003، ص.ص.108.109.

الموجودة في الأسواق المالية المتقدمة من شأنه تسهيل جذب المتحفظين بالأوراق المالية وكذا يجذب المزيد من المستثمرين.

ج- التوفيق بين تحرير السوق ووضع قواعد لضبطه: وهذا في سبيل تطوير السوق المالي، لكن يتضح لنا أن القواعد المعتمدة في الأوراق المالية الناشئة فيما يتعلق بأداء النظام المالي أو الاحتفاظ بالأوراق المالية أو بالضمان التي يوفرها السوق وأيضا بنشر المعلومات ودقتها، ليست على المستوى الذي يتوافق مع المعايير الدولية.

ولكن معظم الأسواق المالية الناشئة تفتقر للتنظيم، وعدم الكفاءة في الإدارة حيث أن سلطات تلك الدول لم تولي أهمية لائقة للجوانب التنظيمية التي توجه عملها بما يحسن كفاءتها، وهذا فيما يتعلق بقيد الشركات وهذه الأسواق وكذا تكلفة الحصول ونشر المعلومات عن تلك الشركات والكيفيات التي تتم بها المعاملات في الأسواق من حيث فرض شروط تأديبية على جميع الأعضاء والوسطاء فيها⁵².

خامسا: التطور السريع: باعتبارها أسواق تزامنت في إنشائها مع دخول تلك البلدان في تطبيق برامج الخصخصة، نرى أن الأسواق المالية الناشئة تسجل في فترة وجيزة نموا كبيرا في عدد الشركات المدرجة بها، وكذا حجم الأوراق المالية المتداولة فيها.

سادسا: ارتفاع عوائد الاستثمار فيها: تمثل الأسواق المالية الناشئة مركزا لاستقطاب الاستثمار الأجنبي لاسيما من قبل المستثمرين في الأسواق المالية المتقدمة، لما يحققونه من عوائد مرتفعة على استثماراتهم في هذه الأسواق، مقارنة بما يحققونه في الأسواق المالية المتطورة⁵³.

بالإضافة إلى ما سبق ذكره نجد أيضا⁵⁴:

- درجة انفتاح السوق الدولي أدنى من تلك الأسواق المتطورة؛
- مستوى الادخار الوطني يعاني في غالبيته من النقص؛
- إدارة المشروعات المقيدة على المستثمرين الأجانب للحد من مشاركتهم في إدارة المشروعات المحلية؛

⁵² - حسان حبابة، مرجع سابق، ص.4.

⁵³ - المرجع نفسه، ص.4،5.

⁵⁴ - رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص. 171،172.

- التشريعات الضريبية الأكثر مرونة لجذب واستقطاب المستثمرين الأجانب، والمتعلقة بالسياسة الضريبية المفروضة على فائض القيمة على رأس المال والضريبة على الأسهم الموزعة.

المطلب الثالث: مراحل ومحددات الأسواق المالية الناشئة.

تمر الأسواق المالية بعدة مراحل أساسية وفي هذا السياق تطرقنا لإلى هذه المراحل بالإضافة إلى محددات الأسواق المالية الناشئة.

الفرع الأول: مراحل الأسواق المالية الناشئة.

يمكن التمييز بين أربع مراحل أساسية لتطور الأسواق المالية الناشئة⁵⁵:

أولاً: المرحلة الأولى: وتبدأ من بداية استخدام السوق المالية كأسلوب تمويل وتدعيم النمو الاقتصادي للبلد، وعموما يرتبط ظهور مثل هذه الأسواق بدرجة الاستقرار الاقتصادي والسياسي للبلد، حيث يميل المستثمرون المحليون إلى التوجه نحو هذا النوع من الاستثمار بدلا من الودائع البنكية التقليدية وسندات الخزينة قصيرة الأجل وخلال هذه المرحلة تميل أسعار الأوراق المالية إلى الارتفاع، بسبب الحجم الصغير الذي تتمتع به هذه الأسواق، كما أنه تقدم فرص استثمار محدودة، كما أن هذه الأسواق تتمتع بنمو معتبر في الحجم، وفي درجة الرقي و التكلفة، الشيء الذي يميزها عن باقي الأسواق البدائية والتي تظهر عليها أية علامات تطور.

ثانياً: المرحلة الثانية: خلال هذه المرحلة تكون السوق المالية أكثر نشاطا بحيث تؤدي ضغوطات من الخارج من أجل الحصول على تسهيلات للدخول، ومن الداخل لتخفيض تكلفة رأس المال إلى تحرير النظام المالي بصفة عامة، وفي هذه المرحلة النشطة والمتذبذبة تحسن السوق المالية مجموعة قوانينها المتعلقة بالاستثمارات وخاصة الأجنبية منها، وأنظمة المقاصة والتسوية بهدف جذب المستثمرين وزيادة حجم الأوراق المالية المتداولة في السوق، ولكن هناك عاملان لا يخدمان مصلحة المستثمر بشكل كبير، الحجم الصغير للسوق وبقاء بعض القيود التنظيمية.

⁵⁵- لأسواق المالية الناشئة من الموقع تاريخ الاطلاع: 2015/11/13، ص.4. : www.startimes.com/t=26819521.

ثالثا: المرحلة الثالثة: وهي مرحلة التوسع حيث تقدم السوق عوائد أكثر ارتفاعا وأقل تذبذبا، ويحصل المستثمرون بسهولة كبيرة على الإصدارات الجديدة المتزايدة وبشكل سريع ولكن هذا يترجم في الحقيقة احتياجات متزايدة لرؤوس الأموال لدى مؤسسات كانت مسجلة من قبل أكثر مما يعبر عن برامج حوصصة وينمو إلى جانب السوق البورصية هذه نظام وساطة مالية فعال - بنوك - وكما ظهرت في كثير من هذه الأسواق بعض آليات تغطي المخاطر كالمشتقات والعمليات على المؤشرات نظرا لنمو السوق والمفاجآت الكبيرة فيها.

رابعا: المرحلة الرابعة: أو المرحلة النهائية، والتي تعبر عن نضج السوق واستقرار نموها، حيث تكون علاوات المخاطر تنافسية على المستوى الدولي، وتقترب السوق في هذه المرحلة من الأسواق المالية المتقدمة المكتملة النضج، وفي هذه المرحلة أيضا يلاحظ احترام السوق للمعايير الدولية المعترفة، وتطور استراتيجيات التسويق والاتصال مما يجعل السوق أكثر جاذبية بالنسبة للمستثمرين الدوليين ومن ناحية أخرى فإنها تتميز بحجم كبير يجعلها قابلة للمقارنة بالأسواق المتقدمة، وقد لا تعتبر السوق ناشئة إلى هذه المرحلة، وعموما يمكن القول أن مرور الأسواق عبر هذه المراحل يلغي قليلا من ذلك التقسيم التقليدي للعالم بين بلدان متقدمة وبلدان متخلفة، وعلى الرغم من بقاء بعض المعالم المميزة لكل منها، ولكن المؤكد في كل الأحوال أن بروز هذه الأقطاب الكثيرة عبر العالم قد غير في رسم خريطة التدفقات المالية الدولية.

الفرع الثاني: محددات نمو الأسواق المالية الناشئة.

ترجع أسباب النمو في الأسواق المالية الناشئة في الدول النامية وزيادة قدرتها على جذب المستثمرين بمعدلات مرتفعة إلى عوامل داخلية وأخرى خارجية كما يلي⁵⁶:

أولا: العوامل الداخلية:

- برامج الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها الكثير من الدول النامية، وأهمها برامج الخصخصة التي أدت إلى بيع كثير من الشركات عن طريق طرح أسهمها في سوق الأوراق المالية، وساهمت هذه العملية في زيادة رسيمة سوق الأوراق المالية ونشاطها عن طريق زيادة توفر الأسهم وتعميق أسواق المال المحلية الذي يساعدها على زيادة ارتباطها بأسواق المال الدولية؛

- إصلاح القطاع المالي حيث يعتبر أحد العوامل التي ساعدت على النمو السريع للأسواق المالية الناشئة، والمتمثل في قيام بعض الدول بالتخلي عن الائتمان الموجه وتخفيض الضرائب والرسوم على الخدمات؛

- تنظيم قواعد الإفصاح المالي والتسوية الفورية للمعاملات في هذه الأسواق، ورفع القيود على حيازة الأجانب للأصول المالية، الذي يعد عنصرا مهما من عناصر جذب الاستثمار؛

- خفض العجز في الموازنة العامة للدولة، وخفض معدل التضخم، الأمر الذي كان له الكثير من الآثار الإيجابية على الاقتصاد الكلي؛

- إتباع الدول النامية لعمليات المقايضة، وهي تعني مقايضة الدين بأسهم، بمعنى تحويل ديونها إلى أسهم في أسواق الأسهم، فلقد تم تحويل المليارات من الدولارات من الديون في الدول النامية إلى أسهم هذه الدول، مما يسمح بالمزيد من تدفقات الاستثمارات المالية لأسواقها؛

- ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي في بعض من الدول النامية مثل كوريا مثل كوريا وتايلاندا والتي حققت معدلات نمو مرتفعة في الاقتصاديات الناشئة من شأنه أن يؤدي إلى تشجيع الاستثمار في أسواق تلك الدول.

ثانيا: العوامل الخارجية:

- انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية حيث انخفضت معدلات فائدة البنوك الفدرالية في الولايات المتحدة من 9.8% في أبريل 1989 إلى 2.9% في نوفمبر 1992 وقد كان هذا الانخفاض حافزا قويا للمستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على تغيير وجهتهم والاتجاه نحو الاستثمار في الأسواق المالية الناشئة المرتفعة العائد.

- ارتفاع معدلات السيولة النقدية عالميا نتيجة للنمو السريع في سوق العملات المختلفة وزيادة حجم الأموال المتوافرة لدى الدول المصدرة للبتروول مما أدى إلى توسيع حجم السيولة المتاحة للاستثمارات الدولية.

- تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية الناشئة، مما أدى إلى المساهمة في تحسين كفاءتها وذلك نتيجة الاحتكاك والاتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة للأسواق المالية الناشئة، وبالتالي يمكن للمستثمر الأجنبي الاستفادة من استخدام تلك الوسائل المتعلقة بتخفيض المخاطر الأمر الذي ساعد على جذب المزيد من تدفقات رأس المال الأجنبي إلى تلك الأسواق.

المطلب الثالث: مؤشرات أداء الأسواق المالية الناشئة.

يمكن النظر إلى هذه المؤشرات من زاويتين، الأولى تهتم بها البورصات وتتعلق بقياس درجات أدائها انطلاقا من مقاييس نشاط ونضج السوق المالية والثانية يهتم بها المستثمرون لمعرفة درجة أداء الأسواق من منطلق استثماري ويرتبط ذلك بالعوائد.

الفرع الأول: المؤشرات المرتبطة بمؤشرات السوق.

وتتلخص في ثلاث مجموعات رئيسية وهي⁵⁷:

أولاً: حجم السوق: ويقاسه مؤشران.

أ- رسملة السوق: من أهم المؤشرات تحسب النسبة بين قيمة الأوراق المالية المسجلة للتداول إلى قيمة الناتج المحلي الإجمالي، والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر أنه يدرس بشكل خاص قدرة الاقتصاد على تعبئة رؤوس الأموال عن طريق السوق المالي، وقد انتقلت رسملة البورصات الناشئة من 146 مليار دولار في 1984 إلى 1900 مليار دولار في 1994 أي تضاعفت 11 مرة مقابل ثلاث مرات بالنسبة للبلدان المتقدمة خلال نفس الفترة، وبلغت سنة 1997 حوالي 2229,7 مليار دولار، وقد مثلت الأسواق الناشئة في مجملها 9,47% من الرسملة السوقية العالمية في نفس العام.

⁵⁷ - ساعد مرابط وأسماء بلميوب، العولمة المالية وتأثيرها على الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 21، 22، نوفمبر 2006، ص، ص. 14، 15.

ب- عدد الشركات المسجلة: وهو مقياس يعبر أيضا عن حجم السوق ولو أنه يهمل إلى حد ما الاختلافات في القيم لهذه الشركات، وتدلل الزيادة في هذا المؤشر على تطور الثقافة المالية في هذه السوق وزيادة اعتماد الشركات على التمويل المباشر، وقد ازداد عدد الشركات المسجلة في الأسواق الناشئة ما بين 1980-1995 بـ 137% ويرجع ذلك إلى الثقافة المالية لهذه الأسواق.

ثانيا: السيولة: ويقصد بها سهولة بيع وشراء الأوراق المالية وهناك مؤشران:

أ- معدل الدوران: ويقاس التداول المنظم لأسهم الشركات نسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، فهو يعكس السيولة بالنسبة للاقتصاد ككل في هذه الأسواق الناشئة وزاد معدل التداول بحوالي 200,1% من 1990 إلى 1997.

ب- معدل الدوران: ويحسب بقسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رصمة السوق وهو في الحقيقة يكمل مقياس رصمة السوق، وهذا من أجل توضيح درجة نشاط السوق، فقد تكون السوق صغيرة من حيث رصمتها ولكن معدل الدوران فيها ضعيف.

ثالثا: التركيز: تقاس درجة تركيز السوق بحساب حصة أكبر عشر شركات في رصمة السوق وفي قيمة التداول، والمعنى الاقتصادي لهذا المؤشر هو ملاحظة مدى هيمنة الشركات الكبرى على رصمة السوق وبالتالي مدى تأثير السوق بالتغيرات وفي قيم أوراق هذه الشركات، وباستثناء الهند، باكستان، البرازيل، فإن أغلب الأسواق المالية الناشئة تبدو شديدة التركيز، ففي الوقت الذي لا تتعدى فيه تركيز أسواق اليابان والولايات المتحدة 20% يصل تركيز الأسواق المالية الناشئة إلى 60% ويتجاوز هذه النسبة في كل من الأرجنتين، كولومبيا وفنزويلا.

الفرع الثاني: المؤشرات المرتبطة بالعوائد.

يهتم بها المستثمرون لمعرفة درجة أداء السوق من منطلق استثماري، ويرتبط ذلك بالعوائد وهي معايير اعتمدها بعض المؤسسات الاستثمارية العالمية لتسهيل عملية الاستثمار في الأسواق المالية، وهناك مؤشران:

أولا: المؤشر الاستثماري لمؤسسة التمويل الدولية IFCI: استخدم في عام 1988 وهو يظهر المردودية المتوسطة للأسواق لفترة معينة ويعتمد على حساب رصمة عينة كبيرة من الأسهم على عدد معين من الأسواق في الدول النامية.

ثانياً: مؤشر مورغان ستانلي MSCI : يحسبه بنك الاستثمار الأمريكي مورغان ستانلي، وهو يقيس أداء الأسواق المالية في الدول النامية بنفس مبدأ المؤشر السابق ولكنه لا يغطي نفس العدد من الأسهم ولا نفس العدد من الأسواق.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية وكيفية تفعيلها.

حتى يلجأ المستثمرون إلى الاستثمار في سوق مالية معينة، يجب أن يكونوا على ثقة تامة بهذا السوق وبالتالي توفر معلومات واضحة ودقيقة عن السوق والأوراق المالية المستثمرة فيها لهذا تطرقنا إلى معرفة السوق الكفاء ومتطلباته وكذا مستوياته في هذا المبحث.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية.

ترتبط كفاءة سوق الأوراق المالية ارتباطاً كبيراً بالمعلومات الواردة داخل السوق حيث أن هذه الأخيرة تحدد مدى نجاعة السوق أو فشله إضافة إلى مدى حركة السوق وقوته.

الفرع الأول: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية.

تعرف كفاءة سوق الأوراق المالية بأنها تلك " الأسواق التي تتقلب فيها أسعار الأدوات المالية بشكل عشوائي حول قيمتها الطبيعية المقبولة، والتي تعكس بدورها بشكل عقلائي كافة المعلومات المتوفرة لجميع الأطراف بصورة ملائمة وتتعدّد لمدى هذه الأسعار بسرعة حسب المعلومات الجديدة"⁵⁸.

أما من جانب آخر فتعرف بأنها " تلك السوق التي تتميز بسرعة استجابة الأسعار فيه وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين، وتصبح أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة ويتوفر للمتعاملين في السوق المالي معلومات مختلفة ستؤدي إلى تقلب هذه الأسعار"⁵⁹.

وعليه يجب توفر عدة شروط حتى نستطيع القول أن السوق كفاء وعلى سبيل المثال لا للحصر ما يلي⁶⁰:

58 - هوشيار معروف، الاستثمار في الأسواق المالية، طبعة أولى، جامعة البلقاء التطبيقية، عمان، 2003، ص.74.

59 - وليد الصافي وأنس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص.20.

60 - زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، مصر، 2008، ص.200.

- عدم وجود تكاليف لعمليات تبادل (بيع وشراء) الأسهم؛

- أن تكون الفرصة متاحة لجميع المتعاملين في نفس السوق وأن يحصلوا على جميع المعلومات المتوفرة في نفس الوقت؛

- أن يتم عكس هذه المعلومات وتوفرها بطريقة مميزة⁶¹.

أولاً: علاقة كفاءة السوق بالمعلومة: تعد المعلومات من أهم الأركان السائدة لنجاح وتطور الأسواق المالية، فكفاءة السوق تتحقق من خلال تحليل وتطوير المعلومة المتسمة بالدقة والشمولية، وتمثل هذه المعلومة جوهر سوق الأوراق المالية الكفء، وبالتالي من الضروري التأكيد على أن المعلومة المطلوبة لضمان شفافية السوق، تتطلب الكشف عن كافة البيانات المتعلقة بالحقائق الاقتصادية للأدوات المالية المتداولة وللجهات المصدرة لهذه الأدوات وللظروف السائدة في السوق والاقتصاد، وعليه لا بد أن تصل المعلومة إلى عناصر التحليل الأساسي، التي تشمل قوائم الميزانية وحسابات الربح والخسارة وبيانات القيم الفعلية والطبيعة لحصص المساهمين وكشوفات عوائد الشركات ومخاطرها وموجداتها، بالإضافة إلى المعلومات الخاصة بالصناعات التي تنتمي إليها الشركات، وكذلك يجب أن تصل إلى عناصر التحليل التكتيكي التي تتعلق بالحقائق التي تهتم بالأسواق من الداخل مثل أسعار وأحجام المبيعات بشكل يومي أو لبضعة أسابيع أو لفترات أطول⁶².

ويمكن أن نميز بين ثلاث أنواع من المعلومة⁶³:

أ- المعلومات التاريخية: وهي أسعار الأسهم التي كانت سائدة خلال الفترة الماضية وحجم التعامل الذي كان سائدا بتلك الفترة.

ب- المعلومات المنشورة: أي المعلومات المتوفرة لكافة المتعاملين في الأسواق ولعامّة الناس ويقصد بها جميع المعلومات ذات العلاقة بالاقتصاد الوطني والعالمي وبالأوضاع السياسية الداخلية والخارجية، والتي تؤثر على أسعار الأسهم صعوداً وهبوطاً على سبيل المثال الشركات السنوية.

⁶¹- وليد الصافي وأنس البكري، مرجع سابق، ص. 21.

⁶²- هوشيار معروف، مرجع سابق، ص. 76.

⁶³- زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سابق، ص. 203، 202.

ج- المعلومات الخاصة أو الأخرى: وهي المعلومات غير المنشورة والتي لا يعرفها إلا متخذ القرار العليا للمشاريع أو الحكومة.

ثانياً: السوق الكفاء والحركة العشوائية: تعني هذه النظرية أن أسعار الأسهم في الأسواق المالية ذات الكفاءة لا تتبع نمطا معيناً تسلكه باستمرار يمكن التنبؤ بسلوك هذه الأسعار وبما ستكون عليه في المستقبل بسبب هذا السلوك العشوائي⁶⁴.

وطبقاً للباحث الفرنسي Louis Bachelier 1900 الذي اكتشف خاصية السير العشوائي في سوق أسعار السلع، فإن المضاربة في السوق تصبح لعبة عادلة لا يمكن في ظلها أن يحقق البائع والمشتري الأرباح على حساب غيره⁶⁵، وذلك لأنه رأى أن الأسعار الحالية للعقود المستقبلية في سوق السلع تمثل تقدير غير متحيز للسعر الذي يسود في السوق الحاضرة، في التاريخ المحدد وقت تنفيذ العقد، وانتهى أن الأسعار الحالية في سوق السلع تعكس المعلومات المتاحة عن السوق في التاريخ المحدد لتنفيذ العقد⁶⁶.

ثم قدّمت دراسة Fama 1965 دليلاً على صحة فرضية السير العشوائي لأسعار الأوراق المالية، من خلال قياس عشوائية أسعار الثلاثين سهماً المسجلة بمؤشر داوجونز لمدة 5 سنوات للفترة ما بين 1956-1961، وقد تم احتساب معامل الارتباط بين المتغيرات في لوغاريتم أسعار الأسهم بفجوة زمنية من يوم إلى عشرة أيام، وقد كانت نتيجة القياس أن المعاملات الإرتباطية قريبة من الصفر في معظم الأحوال (حوالي 0.03) وكانت تقل كلما زاد الفاصل لهذه الأدوات وللظروف السائدة في السوق والاقتصاد، وعليه لا بد أن تصل المعلومات إلى عناصر التحليل الأساسي التي تشمل قوائم الميزانية وحسابات الربح والخسارة وبيانات القيم الفعلية والطبيعية لحصص المساهمين، وكشوفات عوائد الشركات، وكذلك يجب أن تصل إلى عناصر التحليل التكتيكي التي تتعلق بالحقائق التي تهتم بالأسواق من الداخل مثل أسعار وأحجام المبيعات بشكل يومي أو لبضعة أسابيع أو فترات أطول⁶⁷.

⁶⁴ - مرجع نفسه، ص، ص. 201، 202.

⁶⁵ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص. 106.

⁶⁶ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وسوق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص. 116.

⁶⁷ - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص. 76.

فالسوق الكفؤة تتوقف على قيمة المعلومات وهو ما تلتهمسه من حيث أثر هذه الأخيرة على أسعار الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، فهناك من الكُتاب من يرى أنه إذا ما وردت معلومات إلى السوق اليوم مثلا فإن سعر الورقة في فترة قادمة هو عبارة عن سعرها الحالي مضاف إليه عائد يعادل مستوى الخطر الخاص بتلك الورقة، وهو ما يعبر عنه رياضيا بالعلاقة التالية كما يلي:

$$E[P_{t+1} / \phi] = P_t [1 + E(R_{t+1} / \phi)]$$

حيث:

P_t : سعر الورقة المالية في الفترة الحالية؛

$E(P_{t+1})$: السعر المتوقع للورقة المالية في الفترة القادمة؛

ϕ : المعلومات الحالية المتوفرة؛

$E(R_{t+1})$: العائد المنتظر لتعويض المخاطر الناجمة عن الاستثمار في تلك الورقة؛

ومن المعادلة نستنتج العلاقة بين المعلومات وأثرها على السوق المالية عامة وعلى سوق الأوراق بشكل خاص من جهة، ومع نظرية الأسواق الكفؤة من جهة أخرى، والتي تشير إلى أن السعر يعكس كافة المعلومات المتوفرة عن الورقة المتداولة، ويستجيب لأي تغير في تلك المعلومات المعروفة لدى الجميع والتي مرت عليها فترة معينة قد انعكست في أسعار الورقة المالية، وبالتالي فإن قيمتها أصبحت مساوية للصفر⁶⁸.

وتبعاً لما تقدم يمكن القول أن أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الكفؤة تتغير بشكل عشوائي لا يمكن التوقع به، فالمعلومات الجديدة ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي لا يمكن توقعه.

ولأن المعلومات الجديدة تؤثر في السعر وورودها إلى السوق يتصف بالعشوائية فمن المنطقي أن تتخذ أسعار الأسهم اتجاهها عشوائياً عند تغيرها في اتجاه لمعلومات الجديدة، فالحركة العشوائية هي نتيجة للأسعار التي

ص.115. - منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق،⁶⁸

تعكس كل المعلومات الجارية، فإذا أمكن التوقع بتحركات أسعار الأسهم فإن ذلك يعد دليلاً على عدم كفاءة السوق، لأن القدرة على التوقع بالأسعار تشير إلى أن كل المعلومات لم تنعكس على الأسعار⁶⁹.

المطلب الثاني: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.

إن السوق الكفء هو الذي يخصص تخصيصاً كفوئاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى مجالات أكثر ربحية وفي هذا الصدد يلعب السوق الكفء دورين هما⁷⁰:

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

* **الدور غير المباشر:** أما الدور غير المباشر فيتمثل في إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة يعد بمثابة مؤشر أمان للمقرضين، مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض من المؤسسات التي لا يتوافر لها فرصة مواتية للاستثمار بصعوبة في إصدار وتصريف المزيد من الأسهم، وحتى إذا تم ذلك فعادة ما يكون من خلال تقديم خصم على السعر المطروح به السهم، مما يعني حصيلته إصدار أقل وتكلفة أكبر للأموال، وإذا ما لجأت مثل هذه المنشآت إلى الاقتراض كمصدر بديل أو مصدر مكمل، فسوف يكون بسعر فائدة مرتفع⁷¹.

ولكي يتحقق هدف التخصيص الكفء للموارد يجب أن يتوفر شرطين هما⁷²:

الفرع الأول: كفاءة التسعير.

أو الكفاءة الخارجية وهي تلك الأسعار التي تعكس تماماً كافة المعلومات والمناسبة لتحديد القيم في مدة زمنية قصيرة، حيث يتسارع المتعاملون للحصول على المعلومات سواء كانت سارة أو غير سارة التي ترد إلى

⁶⁹ - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص.ص. 153.154.

⁷⁰ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص.33.

⁷¹ - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، أسهم-سندات-وثائق استثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص.188.

⁷² - محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال (الهياكل، الأدوات، الاستراتيجيات)، الجزء الأول، الجزائر، 2011، ص.ص. 299.300.

السوق، وعليه فإنهم يتنافسون في تحليلها واستعمالها في شراء وبيع الأوراق المالية، مما يجعل أسعارها تتذبذب وفقا لتلك المعلومات، ونظرا لتوفر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، فإنه يصعب على أي متعامل تحقيق أرباح غير اعتيادية على حساب مستثمرين آخرين، وبالتالي تتعادل حظوظ المستثمرين في تحقيق أرباح متساوية.

الفرع الثاني: كفاءة التشغيل.

ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية⁷³.

المطلب الثالث: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية.

حدد fama ثلاث مستويات لكفاءة السوق استنادا إلى نوع المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم:

الفرع الأول: المستوى الضعيف لكفاءة السوق.

وفي هذا المستوى يعكس سعر السهم جميع المعلومات التاريخية الماضية عن الشركة، مثل أحجام التداول السابقة والعوائد والبيانات المالية السابقة وبالتالي فإنه لأي مستثمر أن يستخدم المعلومات التاريخية للتنبؤ بسعر السهم المستقبلي⁷⁴.

⁷³ - مفتاح صالح ومعاري فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، عدد 7، 2010، ص.186.

⁷⁴ - دينا وليد حنا الرضي، الأسواق المالية (تركيبها- كفاءتها- سيولتها- والتجربة العربية)، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الأردن، 2015، ص.85.

وهذا يعني أن حركة الأسعار في المستقبل تكون مستقلة تماما عن التغيرات التي حدثت في الماضي، كما أنها تعرف بنظرية الحركة العشوائية ولدينا طريقتين لتقييم حركة الأسعار العشوائية وفقا للمستوى الضعيف لكفاءة السوق وهي⁷⁵:

أولا: اختبار الأنماط: يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار، والذي يهدف إلى معرفة عدد المرات التي يحدث فيها التغير في اتجاه الأسعار ومدى الفترة في كل مرة وذلك بوضع إشارة لكل نوع من التغيرات وتظهر كما يلي:

+: تعني حركة سعرية بالزيادة؛

-: تعني حركة سعرية بالانخفاض؛

0: تعني عدم وجود حركة.

ثانيا: اختبار سلسلة الارتباط: يعتمد هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل، حيث في المدى الطويل يمكن أن يكشف عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار ويرجع هذا الاختبار إلى دراسة fama في الخمسينات.

الفرع الثاني: المستوى الشبه القوي لكفاءة السوق.

يقتضي هذا المستوى بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الاقتصادية، ظروف الشركة، التقارير المالية وغيرها⁷⁶.

وفي ظل هذا الفرض سوف تستجيب الأسعار السوقية للأسهم لأي معلومات جديدة فإن ترد إلى السوق، وكلما زادت سرعة استجابة السوق كلما كان ذلك دليلا على الكفاءة، وبالتالي فإن المستثمر يستطيع أن يحقق أي عوائد غير مادية كنتيجة لدراسة وتحليل هذه المعلومات وهو ما يعرف بالتحليل الأساسي، وعادة ما

⁷⁵ - بن أعمار بن حاسين وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، الجزائر، عدد 2، 2013، ص. 253 .

⁷⁶ - مفتاح صالح ومعاري فريدة، مرجع سابق، ص. 185.

تقوم إدارة السوق المالي بفرض عقوبات على كل من ينشر معلومات غير صحيحة عن أوضاع الشركات ومراكزها المالية إلى المستثمرين وحملة الأسهم بقصد التأثير عليهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية سواء لاحتفاظهم بالأسهم، والسعي لبيعها⁷⁷.

الفرع الثالث: المستوى القوي لكفاءة السوق.

وفقا لهذا المستوى فإن المعلومات أي كان نوعها سوف تنعكس في أسعار الأسهم، وفي مثل تلك الأحوال لا يوجد معلومات داخلية للشركة حيث أن المعلومات متاحة للعمامة الخاصة. أي هي تلك المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور إضافة إلى تلك المعلومات والتي تكون متاحة لفئة معينة من إدارة المؤسسة المصدرة للسهم وكبار العاملين فيها، وتلك التي يمكن أن يصل إليها المحللون الأساسيين من خلال ما يمتلكونه من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتين، أي أن الأسعار تعكس كل ما يمكن معرفته، وفي ظل هذه يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار في السوق وحتى لو كان هو رئيس إدارة المؤسسة المصدرة للأسهم⁷⁸.

ومما يثير الانتباه فيما يتعلق بكفاءة السوق، هي أن عملية تحليل وتقييم المعلومات التي تصل إلى السوق من المنشآت المصدرة للأسهم لا تقيم أو تحلل من قبل حملة الأسهم بسبب صعوبة ذلك أو بسبب عدم القدرة في جمع تلك المعلومات، ولهذا فإن عملية التحليل لهذه المعلومات تهتم بها جهات تحليلية متخصصة مهمتها استلام المعلومات وتحليلها بشكل حيادي وتقديمها بشكل منشور إلى كافة المتعاملين والمستثمرين في سوق الأوراق المالية ولهذا فإن الجهات التحليلية تتنافس فيما بينها لخدمة المستثمرين الحاليين والمستثمرين المتوقعين، هدفها الاستفادة مما تقدمه من خدمات⁷⁹.

77 - حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، دار المعتز، 2004، ص.125.

78 - صلاح الدين شريط، مرجع سابق، ص.143.

79 - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص.126.

خلاصة:

تتضح أهمية سوق الأوراق المالية من خلال تعبئة المدخرات ويتجلى ذلك من خلال استثمار الأموال المجمدة لدى أصحاب الفائض لأصحاب العجز، وذلك بهدف الرفع من معدلات النمو والدعم الاقتصادي، باعتبار أن هذه السوق هي نقطة التقاء العرض والطلب ويتحدد السعر فيها عن طريق قوى العرض والطلب، وتعتبر السوق كفوًا إذا ما توافرت فيها المعلومات بشفافية ولجميع الافراد دون تحيز.

الفصل الثاني

صناديق الاستثمار الإسلامية

ودورها في الرفع من أداء سوق

الأوراق المالية

تعد صناديق الاستثمار الاسلامية من بين المنتجات المالية الجديدة المبتكرة، والتي تجمع بين المال والخبرة لتمكن مستثمريها من المشاركة في تشكيلات الأوراق المالية عبر إدارة متخصصة وفق صيغ إسلامية مثلى، لتعود بهامش ربح على الإدارة والمستثمر، هذا في ظل مخاطر يسمح بها المستثمر لضمان حقوقه، ويتجلى كل هذا في تنشيط سوق الأوراق المالية الناشئة من خلال تفعيل وزيادة فرص الإستثمار، وعليه فإنه للإجابة على إشكالية الموضوع من خلال هذا الفصل تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث كانت على النحو التالي:

المبحث الأول: الإطار النظري لصناديق الإستثمار الإسلامية.

المبحث الثاني: إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية.

المبحث الثالث: الدور الإقتصادي لصناديق الاستثمار الإسلامية.

المبحث الأول: الاطار النظري لصناديق الاستثمار الاسلامية.

تعتبر صناديق الاستثمار أدوات استثمارية توفر للأشخاص الذين لا يملكون القدرة على ادارة استثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في الأسواق المحلية والعالمية، فهي تشكيلات من الأوراق المالية مختارة بدقة وعناية وهذا ما تهدف اليه صناديق الاستثمار والتي تعمل على الإستثمار الجماعي للمدخرات بواسطة ادارة محترفة ذات خبرة وفق صيغ إسلامية مثلى تربط بين المدخرين والمؤسسين للصندوق، أي المضاربة الشرعية حيث أنها تقوم على الجمع بين المال والخبرة في إستثمار الأموال ، وهو ما تقوم عليه بالفعل صناديق الإستثمار الإسلامية، وعليه قبل التطرق إلى مفهوم صناديق الإستثمار الإسلامية وأنواعها لابد من الإشارة أولاً إلى صناديق الإستثمار التقليدية حتى تتمكن في الأخير من الوقوف على أوجه الاختلاف والشبه بينهما.

المطلب الأول: صناديق الإستثمار التقليدية.

تلائم صناديق الاستثمار التقليدية صغار المستثمرين أو المستثمر الذي لا تتوفر لديه الخبرة الكافية أو الوقت المتاح لمتابعة إستثماراته، وهذا لا يكون إلا بالإستعانة بإدارة توفر له تحقيق أقصى فائدة ممكنة.

الفرع الأول: مفهوم صناديق الإستثمار التقليدية.

تحتل صناديق الاستثمار التقليدية بمجموعة من المفاهيم والمستمددة في معظمها من خصائصها المتنوعة.

أولاً: تعريف صناديق الإستثمار التقليدية.

تعرف صناديق الاستثمار بأنها وعاء مالي لتجميع مدخرات الأفراد وإستثمارها في أوراق مالية من خلال جهة ذات خبرة في ادارة محافظ الأوراق المالية ، وفقاً لرغبات المستثمرين واحتياجاتهم ودرجة تقبلهم للمخاطر ، وباستخدام احداث الأساليب العلمية في إدارة الأموال بما يعود بالفائدة على المنظمة التي تؤسس صناديق الإستثمار وعلى المدخرين وكذا الإقتصاد ككل⁸⁰.

⁸⁰ - محب خلة توفيق، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص290.

أما من جانب آخر فيمكن تعريف صناديق الإستثمار على أنها مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة أو وحدة تنظيمية مستقلة ماليا عن المؤسسة التي تنشأ، يتولى تجميع المدخرات من الجمهور بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة ثم يعهد بها بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة ثم يعهد بها إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار بغرض استثمار هذه المدخرات مع رأس المال لصندوق في الأوراق المالية أساسا، ومجالات استثمار أخرى لصالح المدخرين والمستثمرين معا⁸¹.

ثانيا: خصائص صناديق الاستثمار التقليدية.

تتمتع صناديق الإستثمار في الاوراق المالية بمجموعة من الخصائص أهمها:

أ- **الإدارة المتخصصة:** إن من أبرز الخصائص المميزة لصندوق الإستثمار أنه يدار بواسطة إدارة متخصصة ومحترفة وهو عامل الجذب الأول للمستثمر عندما يقوم على إستثمار أمواله أو مدخراته في صناديق إستثمار في الأوراق المالية فإدارة صندوق الإستثمار عن طريق إدارة لها خبرة في مجال الأوراق المالية تعفي المستثمر من مخاطر إتخاذ القرار الغير سليم وتؤدي إلى قيمة مرتفعة للإستثمار في الأوراق المالية لقيامها بدراسات تعود على المستثمر بأفضل عائد إستثماري مقارنة بالعائد الذي يمكن ان يحققه المستثمر العادي الذي سيستثمر أمواله بنفسه.

ب- **صناديق الإستثمار تستثمر المدخرات في الأوراق المالية:** حيث أن صناديق الإستثمار تعتبر أدوات مالية متخصصة في وجه من أوجه الإستثمار في الأوراق المالية ، وإن عملاء هذه الصناديق إنما توجهوا إليها مكتئين في وثائقها رغبة منهم في إستثمار أموالهم من خلالها في الإوراق المالية ، ومن ثم لم يكن من الجائز كذلك ان توجه هذه الصناديق أموالها إلى غير هذا الغرض غير أنه ومن ناحية أخرى أن لهذه الصناديق الحرية في عملية الإستثمار وجزء من أموالها في أذون الخزينة والودائع البنكية منها الإستثمارات الآنية التي يمكنها أن توفر قدرا معيننا من الحماية من مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية.

ج- **الملكية المشتركة لأموال الصندوق:** وهي من أبرز الخصائص لأي من وثائق الإستثمار التي تصدرها الصناديق لكل وثيقة مالك معين. أما الأموال المتجمعة من مجموع قيم كل وثيقة مملوكة ملكية مشتركة لجميع

⁸¹ - نihal فريد مصطفى والسودة عبد الفتاح اسماعيل، الأسواق المالية والمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص.231.

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

المكتتبين للصندوق ، ويترتب عنها أنه لا يستطيع أحد من المكتتبين أن يدعي الملكية لنفسه لجزء من رأس مال الصندوق بصفة خاصة للملكية هناك على الشيوع.

الفرع الثاني: أنواع صناديق الاستثمار التقليدية.

يمكن تصنيف أشكال صناديق الاستثمار التقليدية بالأعتماد على ثلاثة محاور رئيسية وهي من حيث رأس مالها، هدفها ومكوناتها كما يلي⁸²:

أولاً: من حيث رأس مالها:

وتنقسم بدورها إلى:

أ- صناديق ذات رأس مال متغير (مفتوحة): نجد أن حجم الأموال المستثمرة في هذه الصناديق متغير وتقوم تلك الصناديق ببيع وثائقها بشكل مستمر وبدون حد أقصى وتكون هذه الصناديق مستعدة دائماً لاسترداد وثائقها بشرائها بمجرد طلب صاحب الوثيقة ببيعها، وبالتالي نجد أن حجم الصندوق يتزايد مع بيع المزيد من الوثائق ويقل عند طلب المستثمرين استرداد وثائقهم ويتبع ذلك بالطبع زيادة أو نقص محفظة الأوراق المالية لديه.

ب- صناديق ذات رأس مال ثابت (مغلقة): تتميز هذه الصناديق بالثبات النسبي في هيكل رأس المال، وهذا يعني أن عدد الوثائق المتداولة (الاسهم) لصناديق الاستثمار المغلقة ثابت ولا يتغير ويمكن للمستثمر في هذه الصناديق بيع وشراء ما في حوزته من أسهم الصندوق كما هو الحال في حالة شراء أو بيع أسهم شركات المساهمة من خلال سوق الأوراق المالية عن طريق سمسار معتمد مقابل عمولة.

ويتحدد سعر السوق لأسهم هذه الصناديق على أساس العرض والطلب وتمثل العوائد التي يحققها المستثمر في وثائق الصناديق المغلقة في توزيعات الارباح خلال فترة الاحتفاظ، والارباح الرأسمالية الناتجة عن التغير في القيمة السوقية للوثيقة عند البيع في نهاية فترة الاحتفاظ⁸³.

ثانياً: من حيث الهدف: وتنقسم إلى:

⁸² - محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص، 294.

⁸³ - Sitte :http://www.djelfa.info.vb.showtheard.php ;date :16/02/2016.

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق

المالية

أ- **صناديق النمو:** هذا النوع من الصناديق يستثمر في الأسهم التي تنمو رأسماليا عبر مدد زمنية طويلة الاجل (مما يعني أن أسعار هذه الاسهم تنمو مع الوقت) وهذا الصندوق يناسب المستثمر الذي يزغب في الاستثمار طويل الأجل⁸⁴.

ب- **صناديق الدخل:** تركز على الاستثمار في الأوراق المالية المتوقع لها تحقيق توزيعات أرباح مرتفعة، وتقوم هذه الصناديق بتوظيف أغلب أموالها في السندات ذات معدلات الفائدة الثابتة وبعض الأسهم ذات التوزيعات المستقرة⁸⁵.

ج- **صناديق الدخل والنمو:** ويعمل على تحسين القيمة السوقية لأصول الصندوق، ولذا فأنها عادة ما تستثمر أصولها الاستثمارية في الاسهم العديدة العائدة لشركات وقطاعات ذات نمو عالية، حيث تستفيد من توزيعات الأرباح الدورية لتوفير الدخل الجاري، كما تستفيد من توزيعات من الأرباح الرأسمالية لغرض النمو⁸⁶.

ثالثا: من حيث المكونات: وتصنف إلى:

أ- **صناديق الأسهم العادية:** وتتكون من الأسهم العادية فقط، إلا أننا نميز فيها بين الصناديق التي تدار باستمرار ويقظة والصناديق التي لا يحظى سوى بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة، وهي تلك التي لا تبذل الإدارة من جانبها جهودا لاختيار التشكيلة لأنها تسعى إلى تحقيق عائد مماثل لعائد السوق⁸⁷.

ب- **صناديق السندات:** تتكون محافظها من سندات فقط وتختلف باختلاف الجهات المصدرة لهذه السندات⁸⁸.

ج- **الصناديق المتوازنة:** وهي صناديق تحتوي محافظتها المالية على كل من الأسهم والسندات بنسب متوازنة ومتغيرة تحدد كل فترة في ضوء الظروف العامة وظروف السوق المتوقعة⁸⁹.

⁸⁴- http://www.egx.com.eg/getdoc/ofbc.90b9/funds-ar.aspx.date :18/02/2016. Sitte

⁸⁵ - عنايات النجار ووفاء شريف، دليل المتعاملين في البورصة الأوراق المالية، المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصر، 2006، ص. 96.

⁸⁶ - قاسم نايف علوان، ادارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق، الطبعة الاولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص. 220.

⁸⁷ - ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 137.

⁸⁸ - محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص 290.

⁸⁹ - محمد محمود عبد ربه، طريقك إلى البورصة مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عنج تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية،

الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2000، ص. 43.

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق

المالية

د- صناديق سوق النقد: هي تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزينة وشهادات الاستثمار والكمبيالات المصرفية والودائع المصرفية، والغرض هنا هو تقليل امكانية حدوث خسائر رأسمالية إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة.

هـ- صناديق الاستثمار المتخصصة: هي الصناديق التي تستثمر في قطاع معين أو نشاط معين أي التي تتاجر بالعملات أو السلع أو النفط أو الاستثمارات العقارية أو أن تحدد استثماراتها في مناطق جغرافية محددة مثل أوروبا وتهدف عادة هذه الصناديق إلى تحقيق ربح رأسمالي على المدى القصير لذلك نجد أسعارها متقلبة مما يجعلها أكثر مخاطرة⁹⁰.

الفرع الثالث: وظائف صناديق الاستثمار.

تقوم صناديق الاستثمار بمجموعة من الوظائف الأساسية في الاقتصاد القومي والسوق ومن أبرز وظائف هذه الصناديق مايلي⁹¹:

أ- استثمار أموال الصندوق في الأوراق المالية، ولا يجوز لها مزاوله أية أعمال مصرفية كإقرار الأفراد والمؤسسات أو ضمانه المضاربة في المعادن النفيسة؛

ب- القيام بالادارة والاشراف والعمليات الخاصة بالبيع واعداد بيع الأوراق المالية للجمهور؛

ج- القيام باصدار الاوراق المالية التي تباعها للجمهور في شكل ما يسمى بوثائق الاستثمار؛

د- الاعلان عن أهدافها وسياستها التي تتبعها في تكوين محفظة الأوراق المالية.

المطلب الثاني: ماهية صناديق الاستثمار الاسلامية.

برزت صناديق الاستثمار الاسلامية حديثا وهذا كضرورة ملحة لتلعب دورها الهام والفعال من جوانب عديدة كوعاء استثماري يحكمه الطابع الشرعي.

الفرع الأول: نشأة وتطور صناديق الاستثمار الاسلامية.

⁹⁰- Sitte :http://www.acc4rab.com.acc.showtheards.php.1 ;date :16/02/2016.

⁹¹- أمين عبد العزيز حسن، الاسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2007، ص 75.

مع إنشاء البنوك الإسلامية منذ ما يزيد عن 30عاما، بدأ التفكير في إنشاء العديد من صناديق الاستثمار الإسلامية حيث تم إنشاء العديد منها في كل من الدول العربية وغيرها لتعمل على الاستثمار وفق الشريعة الإسلامية⁹².

هذا وقد عرف نموها حاليا أكبر من أي وقت مضى، سواء من حيث عدد الصناديق، أو حجم الأصول الخاضعة للإدارة، وهذا يتعلق بالدرجة الأولى بالتوجه العالمي نحو سوق التمويل الموافقة للشريعة، وقد أدى ابتعاد صناديق الاستثمار الإسلامية عن المجزفة والمخاطرة الغير محسوبة إلى جذب المستثمرين، في ظل ما مر به الاقتصاد العالمي من اضطرابات انعكست على القطاع المالي، كما أن المؤشرات ترجح اتساعا مهما لقاعدة الخدمات المالية الإسلامية في المستقبل القريب، والجدير بالذكر أن قاعدة عملاء صناديق الاستثمار الإسلامية اتسعت في العقد الماضي لتشمل عدد كبير من المستثمرين غير المسلمين، وقد تورت هذه الصناديق في مجال إدارة الثروات لتلبي إحتياجات المستثمرين الذين يريدون ولوج أسواق رأس المال في إطار أحكام الشريعة الإسلامية، وأدى ذلك إلى الإسراع بابتكار أدوات جديدة بتقديم سندات وقروض بأسلوب حلال، وقد بلغت ذروتها في منتجات مختلفة مثل الصكوك، المضاربة والإجارة.

هذا وقد بدأت صناديق الاستثمار الإسلامية تكتسب المزيد من الاهتمام بداية من 2010 خصوصا مع تحقيق أغلبها عوائد أفضل من نظيرتها التقليدية وحسب التوزيع الجغرافي للصناديق الإسلامية فإنه تتركز 45% من 680 صندوق حول العالم في دول مجلس التعاون الخليجي ما يمثل 306 صندوق وهذا نتيجة العوائد النفطية وكذا الأموال المهاجرة، وتعد السعودية وماليزيا أكبر مراكز صناديق الاستثمار الإسلامية نظرا للحوافز المقدمة وكذا مستوى التحرر في قطاع التمويل الإسلامي ككل.

وعلى الرغم من العوائد الايجابية إلى القطاع وكذا الدور الفعال في تعزيز الاستثمار عبر الحدود إلا أن صناديق الاستثمار الإسلامية تواجه جملة لا يستهان بها من التحديات والضغوط لاسيما غياب سوق ثانوية

⁹² - هشام جبر، مداخلة بعنوان صناديق الاستثمار الإسلامية، المؤتمر العلمي الأول حول "الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة"، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، فلسطين، يومي 8 و9 ماي 2005، ص18.

نشطة وكذا الشفافية، فبالرغم من توفر عائدات سنوية لا تقل عن 3.86 مليار دولار إلا أنها لا تزال صغيرة الحجم⁹³.

الفرع الثاني: مفهوم صناديق الاستثمار الاسلامية.

اكتسبت صناديق الاستثمار الاسلامية أهمية بالغة في تحديد مجالات الاستثمار المختلفة ومدى مطابقتها لاحكام الشريعة الاسلامية وفق إدارة ذات خبرة وهذا لتحقيق عوائد مجزية.

أولاً: تعريف صناديق الاستثمار الاسلامية.

تختلف آراء المفكرين والباحثين في مجال المال والاستثمار في اعطاء تعريف شامل وموحد لصناديق الاستثمار الاسلامية.

فهناك من يعرفها على أنها: أحد مصادر الأموال في المصارف الاسلامية، حيث تمثل أوعية استثمارية تلي احتياجات ومتطلبات المودعين من استثمار أموالهم وفق المجالات التي تناسبهم سواء الداخلية منها أو الخارجية بما يحقق لهم عوائد مجزية

ويقوم المصرف باختيار أحد مجالات الاستثمار المحلية أو الدولية وينشأ لهذا الغرض صناديق يطرحه للإكتتاب العام على المستثمرين، ويقوم المصرف بأخذ نسبة شائعة في الربح مقابل إدارته للصندوق، وعادة ما يتم توكيل أحد الجهات المختصة بهذا النشاط بإدارة الصندوق مقابل مبلغ معين⁹⁴.

أما من جانب آخر فهناك من يعرفها على أنها: عقد شركة مضاربة بين إدارة الصندوق التي تقوم بالعمل فقط وبالمكاتبين فيه، حيث يمثل المكتتبون في مجموعهم رب المال، فيدفعون مبالغ نقدية معينة إلى إدارة الصندوق التي تمثل دور المضارب، فتقوم بتجميع حصيلة الاكتتاب التي تمثل رأياً مال المضاربة، وتعطي للمكاتبين صكوكا بقيمة معينة تمثل لكل منهم حصة شائعة في رأس المال الذي تقوم الادارة باستثماره بطريقة مباشرة في مشروعات حقيقية مختلفة ومتنوعة، أو بطريقة غير مباشرة كإجراء وبيع أصول وأوراق مالية كأسهم

⁹³- http://conference.qfis.edu.qa/app/media/1061 ;date :15/02/2016. Sitte

⁹⁴- محمود حسين الوادي وآخرون، الاقتصاد الاسلامي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص.ص. 220.221.

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق

المالية

شركات اسلامية، وتوزع الأرباح المحققة حسب نشرة الاكتتاب الملتزم بها من كلا الطرفين، وإن حدثت خسارة تقع على المكتتبين بصفتهم أصحاب المال ما لم تفرط إدارة الصندوق (المضارب) فإن فرطت يقع الغرم عليها⁹⁵.

وتعرف أيضا على أنها: أحد المؤسسات المالية الاسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ويتعهد بإدارتها إلى جهة من أهل الخبرة والاختصاص، لتوظيفها وفقا لصيغ الاستثمار الاسلامية المناسبة، على أن يتم توزيع صافي العائد فيما بينهم حسب الاتفاق، ويحكم كافة معاملاتها أحكام ومبادئ الشريعة الاسلامية والقوانين والقرارات والتعليمات الحكومية واللوائح والنظم الداخلية⁹⁶.

وعليه مما سبق يمكن إعطاء تعريف شامل ومختصر لصناديق الاستثمار الاسلامية على أنها:

هي أحد مصادر أموال المصارف الاسلامية حيث تمثل أوعية استثمارية تتولى تجميع أموال المستثمرين في صورة وحدات أو صكوك استثمارية، ومن ثم استثمارها مباشرة أو غير مباشر وذلك وفقا لصيغ الاستثمار الاسلامية المناسبة على أساس عقد مضاربة بين إدارة الصندوق والمكتتبين فيه بما يحقق لهم عوائد مجزية، على ان يتم توزيع صافي العائد حسب ما إتفق عليه.

ثانيا: خصائص صناديق الاستثمار الاسلامية.

تتميز صناديق الاستثمار الاسلامية بالعديد من الخصائص يمكن حصرها في النقاط التالية⁹⁷:

أ- تتمتع صناديق الاستثمار الاسلامية بشخصية معنوية مستقلة عن المستثمرين مالكي الوحدات الاستثمارية وعن الجهة المكلفة بإدارتها، وبالتالي فهي مؤسسة لها صفة قانونية وشكل تنظيمي وغطار مالي ومحاسبي مستقل؛

⁹⁵ - مرجع نفسه، ص222.

⁹⁶ - محمد براق، مداخلة بعنوان أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الاسلامية، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الاسلامي، "الواقع... ورهانات المستقبل"، جامعة الجزائر3، الجزائر، ص. 8.

⁹⁷ - شافية كتاف، دور الأدوات المالية الاسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الاسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والاسلامية، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم إقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر، ص ص،

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق

المالية

ب- تقوم على أساس عقد المضاربة الشرعية، فالمستثمرون المكتتبون في رأس مال الصندوق يمثلون في مجموعهم رب المال، الذي يوافق على تعيين اللجنة المصدرة التي تقوم بدور المضارب لإدارة الصندوق وفقا لأحكام المضاربة الشرعية وشروط نشرة الاكتتاب ولائحة الصندوق؛

ج- تلتزم ادارة الصندوق في كافة معاملاتها وتصرفاته المختلفة بأحكام الشريعة الاسلامية، وكذا بالفتاوى والمقررات والتوصيات الصادرة عن المحامع الفقهية وهيئات الفتوى والرقابة الشرعية، والمسائل المعاصرة المتعلقة بمعاملات الصندوق؛

د- توظف أموال الصندوق وفقا للضوابط والمعايير الاسلامية في مجال الاستثمار المباشر وغير مباشر، وذلك طبقا لصيغ الاستثمار الاسلامية ومنها: المساهمات في الأوراق المالية الاسلامية، والمضاربة والمشاركة والمراجحة والاستصناع، وأي صيغة مستحدثة لا تتعارض وأحكام الشريعة الاسلامية؛

هـ- تتولى إدارة الصندوق جهة من أهل الخبرة والإختصاص والإحتراف وهذا على اساس المضاربة أو الوكالة؛

و- تعتبر صناديق الاستثمار الاسلامية من الوحدات الاستثمارية المتعددة الأطراف والمتمثلة في:

الجهة المنشئة للصندوق، المشتركون في الصندوق، إدارة الصندوق، وجهات تسويق الوحدات الاستثمارية.

يحق للمالكي الوحدات الاستثمارية استرداد قيمة مساهماتهم وفق ضوابط وشروط معينة، بما يتناسب مع

الآجال المختلفة ويناسب صغار المستثمرين، وهو يستلزم إعادة تقويم الوحدات الاستثمارية على فترات دورية؛

ي- إضافة إلى الالتزام بمبادئ وأحكام الشريعة الاسلامية، يلتزم الصندوق الاستثماري الاسلامي أيضا بالقوانين والقرارات والتعليمات الصادرة عن الجهات الحكومية المشرفة على الصناديق.

الفرع الثالث: أنواع صناديق الاستثمار الاسلامية.

لصناديق الاستثمار الاسلامية أشكال عديدة يمكن حصرها فيما يلي⁹⁸:

⁹⁸ - هشام جبر، مرجع سابق، ص 19.

أولاً: صناديق الأسهم الاسلامية: وتقوم بالاستثمار في أسهم الشركات التي يكون نشاطها مباحا لتحقيق أرباحا من زيادة أسعار الأسهم لهذه الشركات، إلا أن الفقهاء إختلفوا في الشركات التي اصل عملها مباح، ولكنها تمارس بعض الأعمال المحرمة كأن تقترض بفائدة، أو تودع أموالها بفائدة، حيث رأى البعض عدم الاستثمار في أسهمها، والرأي الثاني يرى إمكانية الاستثمار في أسهمها، وعلى مدير الصندوق إن يحسب الدخل الناتج عن الأعمال المحرمة، ويستبعده من الدخل الذي يحصل عليه المستثمر في الصندوق، ومخاطر الاستثمار في هذه الصناديق عالية.

ثانياً: صناديق السلع: وهي صناديق يتمثل نشاطها الأساسي في شراء السلع بالنقد ثم بيعها بالاجل ففي هذا النوع من الصناديق يتم استخدام الاموال المكتتبة في شراء السلع المختلفة من أجل إعادة بيعها وتشكل أرباح هذا البيع دخل الصندوق والذي يوزع على المكتتبين بنظام النسب، ويتم استخدام عقود البيوع المختلفة في تداول السلع مثل بيع المراجحة، السلم والاستصناع.

وحتى تتوافق صناديق السلع مع أحكام الشريعة الاسلامية فإن هناك عدد من الضوابط التي يجب مراعاتها والتي تتمثل فيما يلي:

أ- أن يقتصر على السلع المباحة وتلك التي يجوز شرائها بالنقد وبيعها بالاجل ويمكن أن تعمل صناديق السلع بصيغة البيع الآجل أو المراجحة أو السلم وكل هذه الصيغ قابلة للتطبيق في أسواق السلع العالمية؛

ب- أن تكون عمليات الشراء والبيع حقيقية لا صورية، بحيث يقع البيع على سلعة موجودة فعلا ويتحقق للطرفين القبض الذي هو أساس صحة البيع؛

ج- يجب تحديد سعر السلعة لكلا الجانبين، فإذا لم يتحدد سعر السلعة أو ترك لأي حدث غير محدد لا يعتبر البيع جائزا⁹⁹.

ثالثاً: صناديق التأجير: يعتمد عمل صناديق التأجير على إمتلاك صندوق للأصول المؤجرة مثل: المعدات والسيارات والطائرات وأحيانا العقار، وتولد الدخل من الإيرادات الإيجارية، وتختلف الصناديق باختلاف عقود الإيجار لأصول الصندوق، فبعضها يقوم على عقد الإيجار المعتاد، وهنا يتحمل الصندوق مخاطرة ثمن الأصول

99- نزيه عبد المقصود محمد مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الاسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص.109.

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق

المالية

عند انتهاء العقود، وربما كان على صفة الإيجار المنتهي بالتمليك وفي هذه الحالة تغطي الإيرادات قيمة الأصل كاملاً¹⁰⁰.

رابعاً: صناديق المراجعة: مفهوم بيع المراجعة لا يخرج عن كونه: بيع بمثل الثمن الأول الذي قامت به السلعة في يد مالكيها (أي البائع) وزيادة ربح معلوم متفق عليه¹⁰¹.

وفي صناديق المراجعة يجب أن يكون أي صندوق ينشأ للمراجعة صندوقاً استثمارياً مغلقاً، ولا يمكن تداول وحداته في السوق الثانوية لأن محفظة المراجعة في المصرف الإسلامي لا تمتلك أي أصول ملموسة.

خامساً: الصناديق المختلطة: توظف أموال الكتاب في أنواع مختلفة من الاستثمارات مثل الأسهم، الإجارة، السلع وغيرها، وللايجار بالصناديق المختلطة يجب أن تكون الأسهم الملموسة أكثر من 51%، في حين تقل الأصول السائلة والديون عن 50%¹⁰².

المطلب الثالث: المقارنة بين صناديق الاستثمار الاسلامية والتقليدية.

بالنظر إلى المفاهيم المتعلقة بكل من صناديق الاستثمار الاسلامية والتقليدية يتبين لنا عدة فروقات أهمها:

أولاً: أن صناديق الاستثمار الاسلامية مبنية على المضاربة، فهي لا تعطي فوائد ربوية ولا تضمن الأرباح الواقعية ومن غير ضمانات للربح فبهذا تكون صناديق الاستثمار الاسلامية خرجت من الربا.

ثانياً: وجود هيئات شرعية على صناديق الاستثمار الاسلامية تراقب أعمالها، وتفقي فيما تحتاج إلى الفتاوى والنظر الشرعي، فلا يستطيع القائمون على هذه الصناديق أن يتعاملوا بمجرد المصلحة التجارية والربح الفوري، بل هم ملزمون بما يصدر من الهيئات الشرعية، بخلاف صناديق الاستثمار التقليدية فإنها تتعامل بناء على المصلحة

¹⁰⁰ - محمد براق ومصطفى قمان، أهمية الاستثمار المسؤول إجتماعياً والصناديق الاسلامية في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية للبلدان النامية، الملتقى الدولي الثاني حول الاداء المتميز للمنظمات والحكومات حول نمو المؤسسات والاقتصاديات بين تحقيق الاداء المالي وتحديات الاداء البيئي، جامعة ورقلة، الجزائر، يومي 22 و23 نوفمبر 2011، ص. 171.

¹⁰¹ - عيسى ضيف الله منصور، نظرية الأرباح في المصارف الاسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الاردن، 2007، ص. 333.

¹⁰² - محمد أيوب، النظام المالي في الاسلام، ترجمة عمر سعيد الأيوبي، أكاديمية أنترناشيونال ومؤسسة محمد بن راشد آل مكتوم، لبنان، 2009، ص. 336.

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق

المالية

التجارية وحدها وبناء على الربح الفوري دون النظر إلى الوسيلة "الغاية تبرر الوسيلة" بينما الشرع الحكيم لا بد فيه من أمرين نبل الغاية وسلامة الوسيلة¹⁰³.

ثالثاً: جميع معاملات صناديق الاستثمار الاسلامية قائمة على موافقة الشريعة الاسلامية فيما أحل الله وحرّم، فالمرجعية هي أحكام ومبادئ الشريعة الاسلامية، ولديها هيئة رقابة شرعية تتحقق من ذلك.

في حين لا تلتزم صناديق الاستثمار التقليدية بأحكام الشريعة الاسلامية ولكن بالقوانين الوضعية والأعراف المالية والاستثمارية التي قد تكون مخالفة للشريعة الاسلامية، وعليه فأنها تتعامل بالربا والغرر والتدليس وللقامرة إذا كان ذلك يحقق لها أرباحاً مادية ويعظم من ثروتها.

جميع صيغ استثمار أموال صناديق الاستثمار التقليدية قائمة على تطبيق مبدأ الغرم والمشاركة في الربح والخسارة مثل المضاربة، المشاركة، البيوع، والأجرة وبعيدة عن كافة صور الاستثمار بفائدة أو بنظام هامش أو المشتقات المالية (الاختيارات والمستقبليات).

في حين معظم استثمارات صناديق الاستثمار التقليدية في الأوراق المالية مثل: الأسهم، السندات، الصكوك، وفي البنوك بفائدة بغض النظر عن مسألة المشروعية.

تنظر صناديق الاستثمار الاسلامية إلى النقود على أنها وسيلة للتبادل ومعيار لتقييم السلع والبضائع والخدمات ومخزناً للقيمة ويجب تقليبها وعدم إكتنازها لتساهم في تنشيط المعاملات، كما يجوز تحويل العملات من بعضها البعض وفقاً لفقهاء الصراف، في حين تنظر صناديق الاستثمار التقليدية إلى النقود على أنها سلعة بذاتها تباع وتشتري نقداً أو بالأجل أو نحو ذلك ولقد حرمت الشريعة الاسلامية التعامل في النقد بالأجل.

تلتزم صناديق الاستثمار الاسلامية بفقهاء الدين على أنه مبلغ ثابت ولا يجوز زيادته مقابل الأجل، وعند عجز المدين عن السداد تعطي له ميسرة لقوله تعالى: «وإن كان ذو عسرة فنظرة من ميسرة» (البقرة 280) وإذا ثبتت أن المدين مماتلاً فيوقع عليه العقوبة بمقدار الضرر الذي أصاب الدائن لقول رسول الله صلى الله عليه وسلم: «مطل الغني (الواحد) ظلم يحل عرضه وعقوبته».

¹⁰³ - Sitte :http :www.kantakji.com/media/7932/kj5 ;date :22/02/2016.

في حين تنظر صناديق الاستثمار التقليدية إلى مبلغ الدين على أنه يزيد عند تأخر المدين عن السداد، وهذا ما يطلق عليه بمجدولة الديون بزيادة ولقد حرمته الشريعة الاسلامية¹⁰⁴.

المبحث الثاني: ادارة صناديق الاستثمار الاسلامية.

تمتع صناديق الاستثمار بشخصية معنوية ومستقلة، حيث أنها تقوم بتجميع مدخرات المستثمرين لتوظيفها وادارتها وفق أحكام الشريعة الاسلامية وذلك من خلال عدة مراحل واجراءات، حيث أن ادارة الصندوق تقوم على صورتين كما أننا سنتطرق في هذا المبحث على أهم تالمخاطر التي تواجه صناديق الاستثمار وكذا تقييم عوائدها.

المطلب الأول: آليات الاستثمار في صناديق الاستثمار الاسلامية.

تقوم فكرة صناديق الاستثمار الاسلامية عند قيام جهة معينة بتجميع مدخرات المستثمرين من أجل توظيفها والحصول على عوائد وأرباح بأقل تكلفة ومخاطرة وذلك وفق الشريعة الاسلامية. ولتحقيق الغرض من صناديق الاستثمار الاسلامية يمر الاستثمار بسلسلة من الاجراءات يمكن توضيحها فيما يلي¹⁰⁵:

أ- قيام جهة معينة والراغبة في انشاء صناديق الاستثمار الاسلامية بالبحث عن نشاط أو مشروع معين، وإعداد دراسة الجدوى الاقتصادية للاستثمار في هذا المجال، وقد يكون: الاستثمار في أسهم الشركات المنضبطة بأحكام الشريعة الاسلامية أو في العقارات، أو في قطاع تجاري أو صناعي أو في بلد معين؛

ب- تقوم تلك الجهة المنشأة بتكوين صندوق استثماري وتحديد أغراضه وطبيعة نشاطه وأهدافه الاستثمارية، وإعداد نشرة الإصدار أو لائحة العمل للصندوق، بحيث تتضمن كافة التفاصيل عن نشاط الصندوق ومدته وشروط تصفية الصندوق والطريقة التي تتم بها، بالإضافة إلى تحديد حقوق والتزامات مختلف الأطراف؛

ج- تقدم طلب للحصول على موافقة الجهة المشرفة على إنشاء الصناديق الاستثمارية يتضمن المعلومات والوثائق والمستندات المطلوبة وخاصة:

http :www .arabnak.com ;date :22/02/ 2016

¹⁰⁴ - صناديق الاستثمار الاسلامية من الموقع:

¹⁰⁵ - شافية كتاف، مرجع سابق، ص ص. 302-300.

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

نسخة من لائحة العمل للصندوق ونسخة أخرى من الكتيبات والنشرات الدعائية الموجهة للمستثمرين؛

المعلومات الخاصة بمدير الصندوق وبقية الأطراف الأخرى ذات العلاقة؛

د- يحقق المستثمر في صناديق الاستثمار المفتوحة استرداد كل أو بعض الوحدات الاستثمارية من أراد ذلك، ويشترط في حالة الاسترداد الجزئي أن لا تقل قيمة الوحدات المتبقية عن حد معين، وإلا فإنه يلتزم بإسترداد كامل قيمة الوحدات الاستثمارية؛

هـ- ينتهي عمر الصندوق بانتهاء الفترة الزمنية المحددة له، وإذا لم يكن له نهاية محددة فإنه يستمر ويظل باقيا حتى يقرر المدير إنهاءها في الوقت الذي يراه مناسباً، وعندها يتم تصفية أموال الصندوق وتأدية إلتزاماته وتوزيع المتبقي من حصيلة التصفية على مالكي الوحدات الاستثمارية.

المطلب الثاني: ادارة صناديق الاستثمار الاسلامية.

تلعب إدارة صناديق الاستثمار الاسلامية الدور الأكثر أهمية من أجل إنجاح عمليات الصندوق وفق اهدافها وكذا إستراتيجياتها المسطرة، لذا فإننا نجد أن المستثمر يلجأ إلى إدارة محترفة ذات إستراتيجية تلائمه ومتطلباته متحملاً مختلف أعبائها.

الفرع الأول: صور إدارة صناديق الاستثمار الاسلامية.

هناك صورتان لإدارة صناديق الاستثمار الاسلامية يجري التعامل بهما وهما جائزتان شرعاً:

أ- على أساس المضاربة: وهي بحسب القانون اتفاق بين رب المال والمضارب حيث يقدم الأول ماله والثاني عمله بهدف إقتسام الربح حسب الإتفاق وهي التي يحدد فيها المقابل للمدير، نسبة معلومة من ربح الصندوق وفي حال تحقق الخسائر يتحمل رب المال الخسارة ولا يستحق للمدير المضارب أي مقابل نتيجة لعمله أو مجهوده.

أما في حالات تعدي المدير المضارب أو تقصيره أو مخالفته للشروط المتفق عليها فإنه يتحمل الخسائر

كافة الناتجة عن عملية المضاربة¹⁰⁶.

¹⁰⁶ - ميشال بيار الشرتوني، الوجيز في الدراسات المصرفية والتجارية، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2010، ص. 204.

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق

المالية

ب- على أساس الوكالة: وهي التي تحدد فيها المقابل للمدير (الوكيل) بعمولة معينة (مبلغ مقطوع) أو بنسبة المساهمات وهذه النسبة تؤول إلى مبلغ مقطوع¹⁰⁷، حيث أن المدير يحصل على رسم متفق عليه يمكن أن يكون مبلغاً محددًا أو نسبة من قيمة أصول الصندوق الصافية وهذا التحديد بما شاع عند بعض الفقهاء على أساس الوكالة بالبيع بنسبة من الثمن¹⁰⁸.

الفرع الثاني: إستراتيجيات إدارة صناديق الاستثمار الإسلامية.

وتنقسم إلى:

أ- إستراتيجية جودة الاستثمارات: تؤكد القواعد المصرفية على ضرورة التزام البنك بالتعامل في أوراق مالية ذات جودة عالية ضماناً لحقوق المودعين، وبمقتضى ذلك يتعين الابتعاد عن الأوراق التي يتعرض عائدها الدوري لتقلبات شديدة، وكذلك الابتعاد عن الاستثمارات التي تتعرض قيمتها السوقية للانخفاض. ويحمل هذا الاتجاه إلى دعوة البنوك لكي تزيد استثماراتها في السندات على حساب صكوك الملكية (الأسهم). وفي هذا السياق يتم ترتيب الأوراق المالية داخل كل قسم بحيث تكون الأولوية للأوراق المالية الحكومية ثم المضمونة من الحكومة، وأخيراً الأوراق غير الحكومية.

ب- إستراتيجية التنوع في الاستثمارات: هي تكوين تشكيلة جديدة من الأوراق المالية تسهم في خفض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، دون ان يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم العائد، ويأخذ التنوع صوراً عديدة سوف يتناولها الباحث بالدراسة والعرض في طيات ذلك المبحث.

ج- إستراتيجية المحافظة على الأموال المستثمرة: ويقصد بها الوصول إلى الضمان الحقيقي الذي يعني استرداد نفس القوة الشرائية للوحدات النقدية للأموال المستثمرة في الأصول.

د- إستراتيجية آجال استحقاقات الاستثمار: هي الإستراتيجية التي تقوم على هيكلية استحقاقات محفظاتها ضد التغيرات في معدلات الفائدة وهناك طريقتان لهيكلية استحقاقات المحفظة:

Ladder Maturing وهم الاستحقاقات المتتابعة، والاستحقاقات المتتالية

¹⁰⁷ - صادق راشد الشمري، أساسيات الإستثمار في الصرف الإسلامية، الطبعة الأولى، داراليازوري، الأردن، ص. 406.

¹⁰⁸ - محمد أيوب، مرجع سابق، ص 335.

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق

المالية

Barbell Maturing وهي تقضى بتخصيص البنك في نوعية من الاستثمارات أحدهما قصيرة والآخر طويل وهي بالتالي تستعبد الاستثمارات متوسطة الأجل.

هـ- استراتيجية الاستبدال والمبادلة: حيث يعطي التغيير في أسعار الفائدة فرصاً استثمارية للبنك يمكن استغلالها إذا ما اتبع مبدأ المبادلة ويتوقف ذلك على التنبؤ الصحيح لمعدلات الفائدة المتوقعة.

المطلب الثالث: تقييم صناديق الاستثمار الاسلامية.

يواجه المستثمر مخاطر عديدة في صناديق الاستثمار الاسلامية بالرغم مما تحققه هذه الأخيرة من مزايا متنوعة ويمكن توضيح أهم هذه المخاطر وكذلك العوائد الناتجة عن الاستثمار في هذه الصناديق فيما يلي:

الفرع الأول: عائد صناديق الاستثمار الاسلامية.

يعد معيار صافي قيمة الأصول الأساس الذي يبنى عليه تقييم أداء الصندوق الاستثماري. ويتكون صافي قيمة الأصول من إجمالي الأصول مخصوماً منه إجمالي الخصوم للصندوق، وبشكل أكثر تفصيلاً: هو القيمة السوقية لجميع الأوراق المالية المملوكة مضافاً إليها أي مستحقات للصندوق قيد التحصيل وأي مبالغ نقدية أخرى بعد خصم أي التزامات على الصندوق، ويحسب سعر الوحدة بقسمة صافي قيمة الأصول على عدد الوحدات المصدرة.

صافي قيمة الأصول = القيمة السوقية للأوراق المالية + مستحقات للصندوق قيد التحصيل + النقد - مصروفات أو إلتزامات على الصندوق.

سعر الوحدة = صافي قيمة الأصول / عدد الوحدات المصدرة.

يقاس عائد الاستثمار في الصندوق باستخدام المقارنة بين سعر الوحدة للصندوق الاستثماري في بداية ونهاية مدة الاستثمار على النحو التالي:

قيمة وحدة الصندوق في نهاية مدة الاستثمار - قيمة وحدة الصندوق في بداية مدة الاستثمار / قيمة وحدة الصندوق في بداية الاستثمار $\times 100$.

وبعد حساب عائد الاستثمار إلى الصندوق يمكن تقييم هذا العائد من جوانب مختلفة، فقد يكون بشكل مطلق أي تقييم العائد الذي حققه الصندوق في فترة معينة دون المقارنة بعوائد الأدوات المالية الأخرى أو

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق

المالية

المؤشر العام أو مؤشر القطاعات، إضافة إلى تقييم العائد بشكل نسبي من خلال المقارنة، أو تقييم العائد بعد أخذ مستوى المخاطرة الكامنة فس الإعتبار¹⁰⁹.

ويوجد ثلاث مقاييس من الممكن استخدامها لغايات احتساب العائد المعدل حسب المخاطرة وهي:

أولاً: مقياس شارب: يقوم هذا المقياس على أساس قسمة متوسط العائد الإضافية للمحافظة على الإنحراف المعياري:

$$\text{sharperatio} = \frac{RP - RF}{QP}$$

RP: هو متوسط العائد خلال الفترة؛

RF: هي متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال الفترة؛

Qp: هو الانحراف المعياري للعوائد خلال الفترة.

ومن الواضح أن هذا المؤشر يقيس عملياً مستوى كفاءة الأداء في تحقيق عائد إضافي عن مستوى العائد الخالي من المخاطرة والذي يمثل سعر الفائدة على الأدوات الحكومية قصيرة الأجل وفي حال عدم توفره يمكن استبداله بسعر الفائدة على الودائع، واستخدام الإنحراف المعياري للعائد في هذه المعادلة البسيطة يعني أن هذا القياس يأخذ في الإعتبار المخاطر الكلية.

ثانياً: مقياس ترينور: يقوم على أساس قسمة متوسط العائد الإضافي على معامل بيتا، ويشبه المقياس السابق ولكنه يختلف في أنه يعتمد على معامل بيتا وليس على الإنحراف المعياري.

$$\text{Treynorratio} = \frac{Rp - Rf}{Bp}$$

Rp: متوسط العائد خلال الفترة؛

Rf: هي متوسط العائد الخالي من المخاطرة خلال الفترة؛

Bp: هو معامل بيتا خلال الفترة؛

وكلما كان مقياس ترينور أكبر كلما دل على إرتفاع العوائد نسبة إلى المخاطرة وبالتالي الأداء الجيد

للإستثمار.

ثالثاً: مقياس جنسن: تعرف هذه النسبة بمعامل (α) ويعتمد على حساب الفرق بين مقدارين:

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

- العائد الضافي الذي يدره الإستثمار $(R_p - R_f)$.

- المقدار الثاني والذي يساوي معامل بيتا مضروباً في علاوة مخاطر السوق أي: $[\beta(R_m - r_f)]$

فيكون:

$$= (R_p - R_f) + \beta(R_m - r_f)\alpha$$

حيث نسبة α قد تكون سالبة وبالتالي تشير إلى الأداء السيء وقد تكون موجبة وتشير إلى الأداء الجيد،

وقد تكون معدومة فيكون عائد الصندوق متوازناً مع عائد السوق¹¹⁰.

رابعاً: مقياس فاما: قدم فاما هو الآخر مقياساً لتقييم أداء الأصول المالية على أساس المفاضلة بينها في مستويات الخطر، كما يقوم النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع والذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر.

ويمكن صياغة معادلة منحنى السوق المتوقع من خلال المعادلة التالية:

حيث:

$E_{(RPM)}$: العائد المتوقع للأصل M ؛

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

$E_{(RM)}$: العائد المتوقع على محفظة السوق؛

وطبقاً للمعادلة السابقة فإن العائد المتوقع على الأصل المالي يعادل معدل العائد على الإستثمارات الخالية من

الخطر مضافاً إليها بدل الخطر والمتمثل في المقدار

$$\left[\frac{E_{(RM)} - R_f}{\delta M} \right]$$

والذي يطلق عليه أيضاً تسعير السوق لوحدة المخاطر مضروباً في مخاطر الأصل والذي يتم قياسه كالتالي:

$$\frac{COV(E_{RPM})}{\delta M}$$

¹¹⁰ - محاضرة الأستاذ عبد الرزاق كبوط، مقياس النظرية المالية، 2010. عن الموقع: faculty. Mu. Edu. Sa/download-php. 26

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

إن معادلة مخاطر السوق المتوقعة تقوم على فرضية الأسواق الكاملة:

$$R_{PM} = R_F + \left[\frac{R_M + R_F}{\delta_M} \right] KM$$

. M إلى مخاطر الأصل المالي KM حيث يشير

الفرع الثاني: المخاطرة في صناديق الاستثمار الاسلامية.

يمكن تعريف المخاطرة على أنها درجة التأكد الجزئي اتجاه قيمة الأصل في المستقبل، فالعائد المحقق مستقبلا فيما بعد يختلف عن العائد المتوقع من قبل. وهو ما يعرف إحصائيا بتشتت القيم المحققة مقارنة بالقيم المتوقعة ويستخدم مصطلح المخاطرة من الناحية الإقتصادية لإظهار درجة تشتت القيم الحقيقية عن المتوقعة، وهذا يعني احتمالية تحقق الخسارة والربح.

فالمخاطرة إذن هي مقياس نسبي لمدى تقلب العائد الذي يمكن الحصول عليه مستقبلا وعادة ما يتم التعبير عن تشتت القيم عن القيمة المتوسطة المرجحة بالإنحراف المعياري والتباين وهذا ما يمكن التعبير عنه رياضيا:

$$[R_j - E(R_i)]^2 \Rightarrow \delta_i^2 = \sqrt{\sum_{j=1}^m P_j [R_{ij} - E(R_i)]^2} \quad \delta_i^2 = \sum_{j=1}^m P_j$$

حيث أن:

R_{ij} : معدل العائد الممكن تحقيقه من حيازة الأصل المالي؛

i : الأصل المالي؛

t : الزمن؛

j : حال الطبيعة؛

P_j : الطبيعة حالة تحقق احتمال J ؛

m : عدد حالات الطبيعة.

فكلما كانت قيمة التباين صغيرة دل ذلك على تركز المشاهدات (معادلات العائد الفعلية) قريبا من القيمة المتوسطة، وكلما كانت قيمة التباين كبيرة فإن ذلك دل على أن أغلب القيم المشاهدة متباعدة عن القيمة المرجحة.

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

كما يمكن الاعتماد على معامل الإختلاف لقياس درجة المخاطرة مثلا:

$$CV = \frac{\delta_i}{E(R_i)}$$

كلما كان m كبيرا دل ذلك على أن القيم المشاهدة مشتتة عن القيمة المتوسطة (المتوقعة) وكلما كان m صغيرا دل ذلك على أن القيم المشاهدة متمركزة حول القيمة المتوسطة¹¹¹.

حيث تخلف المخاطر التي تتعرض لها صناديق الاستثمار الاسلامية من مخاطر مباشرة وهي مخاطر الاستثمار في الصندوق ومخاطر مدير الصندوق ومخاطر غير مباشرة ويمكن توضيح ذلك فيما يلي:

أولا: المخاطر المباشرة.

يمكن تقسيم المخاطر المباشرة إلى ما يلي¹¹²:

أ- **مخاطر الصندوق:** ويقصد بها تلك المخاطر التي يتعرض لها الصندوق ومن ثم تؤدي إلى فقدان المستثمر لجزء من قيمة استثماره.

1- التقلبات الاستثمارية: وهي ما يتعرض له المستثمر في الصناديق بارتفاع قيمة الاصول وانخفاضها مما يؤدي إلى التأثير سلبا أو إيجابا على حصة المستثمر، وتختلف هذه التقلبات باختلاف نوعية الصناديق، فالصناديق التي تستثمر في الديون ذات العائد الثابت.

2- مخاطر التنويع: إن الباعث الأساسي للإستثمار في الصناديق هو الحصول على مزايا التنويع، يمكن للمستثمر الكبير أن يحقق التنويع بصفة مباشرة لأنه يتوافر على الحجم من الأموال الذي يكفي لمثل هذا ولكن ذلك لا يأتي للمستثمر الصغير إلا من خلال الصندوق، فإذا لم يتوافر الصندوق على التنويع بالمستوى المطلوب

¹¹¹ - .Site :faculty.mu.edu.sa/download ;date :20/03/2016

¹¹² - بالاعتماد على العديد من المراجع أهمها:

* سيد سالم عرفة، ادارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى دار الراجحي للنشر والتوزيع، عمان، 2009، صص، 133-137.

*Site :http://www.kantakji.com/risk-management ;18/02/2016.

*Site :http://ar.wikipedia.org ;date :15/02/2016.

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق

المالية

حصلت المخاطرة، لذلك يتعرض المستثمر لاحتمال انخفاض قيمة استثماره بسبب ذلك، من المخاطر التي يواجهها المستثمر في الصندوق.

ب- مخاطر اختيار المراكز: تقتصر بعض صناديق الاستثمار على بلدها فحسب إلا أن أكثرها يستثمر خارج حدود الوطن، وفي هذه الحالة يتعرض الصندوق إلى مخاطر اختيار المراكز، وتتضمن مخاطر تغير الصرف الأجنبي (إذ أنه ربما حقق الصندوق ربحاً بالعملة الأجنبية، ولكن ذلك لا يتمثل على صفة ربح للمستثمر بعملته المحلية بسبب أسعار الصرف)، والمخاطر السياسية كتغيير الحكومات مثلاً، ومخاطر عدم القدرة على نقل الأموال إلى خارج البلد الأجنبي.

ج- المخاطر القانونية: وهي المخاطر المتعلقة بالقوانين والقواعد المنظمة عند تنظيم التعاملات المالية بين المستثمرين.

د- المخاطر المتعلقة بنوعية الأمين: أمين الاستثمار يقوم بمهمة موازية للمدير، وفي أكثر الأحيان يكون الأمين جهة مختلفة عن المدير، ومهمة الأمين هي حفظ الأوراق والسندات والسيولة الفائضة أو المؤقتة وكذا إتمام العقود بالبيع ونحوه، لذلك فإن نوعية الأمين وقدراته وخبرته تؤثر على النتائج النهائية للصندوق ومن ثم فهي تمثل مخاطرة يواجهها المستثمر في الصندوق.

هـ- مخاطر مدير الصندوق: بالإضافة إلى المخاطر التي يواجهها المستثمر والخاصة بالصندوق نفسه، فإنه يواجه مخاطر تتعلق بمدير الصندوق والتي يقصد بها احتمال فقدان المستثمر لجزء من استثماره بسبب يتعلق بالمدير وهي:

1- إلتزام المدير بالإتفاقية: تنص إتفاقية إنشاء صندوق على وظيفة المدير والمهام الملقاة على عاتقه، كما تنص القوانين واللوائح المنظمة لعمل صناديق على طرف من هذه المسؤوليات، ولن يتحقق للمستثمر غرضه إلا بأن ينهض المدير بوظيفته على أكمل وجه، ولذلك فإن هذه مخاطرة يواجهها المستثمر، ولذلك يحرص المستثمرين على التعرف على الخبرة لدى المدير وقوة المدير المالية، ولذلك نجد البنوك تنشط في مجال إدارة الصناديق لهذا السبب، ويلتزم كل مدير بفلسفة إستثمارية وفي الصناديق الاستثمارية الاسلامية يلتزم المدير بمعايير استثمارية محددة وبالإشراف الشرعي من قبل هيئة أو مستشار على عمله ولذلك يمكن القول إن المخاطرة المتعلقة بعدم الإلتزام الشرعي تمثل جزءاً من القسم من المخاطر.

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق

المالية

2- أخطاء المدير وسوء تصرفه: وأخطاء موظفيه وإهمالهم وسوء تصرفهم، ويمكن أن يكون هناك تأمين ضد بعض أنواع التصرفات كالسرقة.

3- خيانة المدير للأمانة: يتوقع من المدير مستوى من الأمانة يفوق تلك العلاقة التي تنشأ بين الأجير والمستأجر ولذلك تقوم إدارة الصناديق في العرف المصرفي على ما يسمى فإذا خان المدير الأمانة مثل إيمانه على غيره في الإدارة دون إذن المستثمرين أو أثرى على حسابهم، فكل ذلك مخاطر يواجهها المستثمر.

المبحث الثالث: الدور الاقتصادي لصناديق الاستثمار الاسلامية.

تكتسي صناديق الاستثمار الاسلامية دورا فعالا سواء بالنسبة للمستثمرين الأفراد أو بالنسبة للإقتصاد ككل وذلك من خلال تلقيها لأموال الافراد والمؤسسات وتوظيفها في استثمارات في الأوراق المالية لشركات يكون عملها مباح وإستثمارها حقيقي بالإضافة إلى دورها البارز والحيوي في دعم وتنشيط السوق المالية الناشئة والتي هي في حاجة كبيرة لمثل هذه الصناديق والتي تواجه صعوبات وتقييمها للتقلبات والمخاطرة من خلال تنوع تشكيلة محافظها، وعليه تكتسي صناديق الاستثمار الاسلامية أهمية بالغة وهذا من خلال فوائدها ومزاياها المتعددة التي تحظى بها سواء على مستوى الإقتصاد ككل أو على مستوى المستثمرين الأفراد أو على مستوى سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: أثر صناديق الاستثمار الاسلامية على الإقتصاد ككل.

تحقق صناديق الاستثمار الاسلامية شأنها شأن باقي الصناديق مزايا عديدة تتمثل فيما يلي:

- تحظى هذه الصناديق بالقبول بصفة عامة في النشاط المصرفي نظرا لأنها تحقق رغبات أرباب الأموال في تحمل مخاطر العمل الاستثماري مباشرة وانصراف رغبتهم عن تسيير المصارف لعزل تلك المخاطر والجدير بالذكر أن المصارف الاسلامية كان فضل السبق والريادة في توطيد هذا الاتجاه، فعقد المضاربة الذي اعتمد عليه عمل البنوك الاسلامية لا يجعل المصرف مقترضا من أرباب الاموال كما لا يولد علاقة مديونية بين المصرف ومصادر أمواله، بل يجعل المصرف في مكان مدير الأموال ويتولد دخل المصرف بصفة أساسية من قدرته على إدارة هذه الأموال وتوجيهها نحو أفضل الاستخدامات من حيث الربح وخسارة، ولكنه لا يتولد من تحمل المصارف للمخاطرة

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق

المالية

الاتمانيّة نيابة عن أصحاب الأموال، فإذا خسرت الاستثمارات خسر أصحاب الحسابات الاستثمارية بخلاف البنوك التقليدية التي تضمن هذه الأموال لأصحابها؛

- البساطة وسهولة التأسيس مما يساعد على انتشارها في المجتمعات الاسلامية، فإنشاء صندوق استثماري لا يحتاج إلى إصدار قانون جديد خلافا لما هو الحال عند إنشاء بنك إسلامي، بل هو أمر ممكن في ظل القوانين المنظمة لهذه الصناديق في أي مكان من العالم، لأن تلك القوانين أخذت في اعتبارها أن الغرض الأساسي من الصناديق هو تلبية رغبات وتفضيلات المستثمرين الذين لا يجدون ما يرضيهم في البنوك التجارية التقليدية وشركات الاستثمار وبذلك فإن هذه الصناديق تغدو وسيلة سهلة لرفع آفة الربا عن المجتمعات الاسلامية¹¹³؛

- منع الخلط بين أموال البنك وأموال الصندوق حيث تتميز صناديق الاستثمار في النظام الاقتصادي الاسلامي بأن الخلط بين أموال البنك والصندوق والذي يتخوف منه الكثير من المدخرين لا يقع فيها، لأن الصناديق لها ميزانية وحسابات مستقلة تماما عن البنك، والقوانين تمنع الاختلاط بين أموال البنك والصندوق مع كونه شركة مالية لا تكاد تختلف عن البنك ولا حدود لنموها وحجمها وهي بخلاف النواذ في البنوك التقليدية لا تحتاج إلى أن يغير البنك هيكله الاداري أو نظام عمله أو تعيين كادر جديد من الموظفين؛

- تحقيق التكافل بين المسلمين من أهم مزايا صناديق الاستثمار الاسلامية أنها يمكن أن تكون أداة ووسيلة لتحقيق التكافل الاقتصادي بين المسلمين، وذلك بتسهيل نقل المدخرات من دول الفئاض إلى دول العجز وأن تكون توطئة لقيام البنوك الاسلامية وتوطيد دعائم العمل المصرفي اللاربوي في أي بلد من بلدان المسلمين ومما يؤكد ذلك أنه في السعودية تسوق البنوك نحو 50 صندوقا استثماريا أكبرها حجما وأكثرها ربحا في الصناديق الاسلامية¹¹⁴.

المطلب الثاني: أهمية صناديق الاستثمار الاسلامية للمستثمرين الأفراد.

تتيح صناديق الاستثمار الاسلامية للمستثمرين الافراد المزايا التالية:

الفرع الأول: الادارة المتخصصة.

¹¹³ - نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص. 122.

¹¹⁴ - مرجع نفسه، ص. 122.

يستفيد الفرد المدخر الذي يستثمر أمواله في صناديق الاستثمار من خبرة ومهارة ادارة الصندوق التي تكون عادة من ذوي الكفاءة والخبرة والاحتراف، خاصة فيما يتعلق بتقليل مخاطر الاستثمار والحصول على أعلى عائد ممكن وبتكاليف ادارة منخفضة، وهي ميزة قد لا يحققها المستثمر العادي الذي يستثمر أمواله بنفسه، ذلك أن الادارة المحترفة للصندوق يمكنها اتخاذ قرارات استثمارية مناسبة بفعالية أكبر وأفضل من تلك التي يستطيع المستثمر الفرد القيام بها، ولذلك فإن صناديق الاستثمار تناسب وتلائم المستثمرين الذين لا تتوفر لديهم الخبرة اللازمة والمعلومات الضرورية والوقت الكافي للادارة¹¹⁵.

الفرع الثاني: التنوع وتخفيض المخاطر.

من أهم المزايا هو القدرة على تحقيق التنوع الفعال لتشكيلة الصندوق، بطريقة تسهم في خفض المخاطر التي يتعرض لها حملة الوحدات الاستثمارية وينبغي أن لا تكون أصول التشكيلة المنتقاة تتحرك جميعها في نفس الاتجاه أو بنفس المعدلات مما يتيح فرصة أكبر لتعويض أي إنخفاض أو هبوط في مستوى أي من فئات الأصول في الصندوق¹¹⁶.

الفرع الثالث: رفع بلوى الربا.

بالنظر إلى القطاعات المصرفية في الدول الاسلامية لوجدناها تتكون من آلاف البنوك التي تعمل بالربا، ولذلك فإن أي مشروع يستهدف رفع بلوى الربا عن المجتمعات الاسلامية يجب أن يأخذ في اعتباره أنه ما لم يكن لهذه الآلاف من البنوك القائمة التي ترتبط بها مصالح ملايين المسلمين دور مباشر بهذا المشروع فإن فرصة نجاحه تكون قليلة، ولا شك أن لصناديق الاستثمار الاسلامية أهمية بالغة في رفع بلوى الربا حيث أنها تمثل أول تذوق من البنك الربوي للعمل المصرفي الاسلامي يستطيع من خلاله إنشاء صندوق يختبر من خلاله حقيقة مفاجها أن المسلمين يفضلون الحلال عن الحرام، ويتعرف على المعاملات المنضبطة شرعا¹¹⁷.

115 - أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، مصر، 2006، ص. 55.

116 - شافية كتاف، مرجع سابق، ص. 303.

117 - نزيه عبد المقصود محمد مبروك، مرجع سابق، ص.ص. 122.121.

الفصل الثاني: صناديق الاستثمار الاسلامية ودورها في الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

توفير قدر من المرونة للمستثمرين في حرية تحويل استثماراتهم من صندوق لآخر، وذلك مقابل رسوم ضعيفة، وكذلك يمكن لشركات الاستثمار أن تسترد أسهمها إذا رغب المستثمر في التخلص منها كلياً أو جزئياً¹¹⁸.

المطلب الثالث: دور صناديق الاستثمار الاسلامية في تنشيط سوق الاوراق المالية الناشئة.

تسهم صناديق الاستثمار الاسلامية في تنشيط سوق رأس المال عن طريق جذب مستثمرين وبالتحديد صغارهم للاستثمار في الاوراق المالية.

- إن الحاجة كبيرة لمثل هذه الصناديق على الخصوص في الدول النامية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين في تلك البلدان، فخاصية التنوع التي تسهم بها صناديق الاستثمار بصورة عامة وصناديق الاستثمار الاسلامية بصورة خاصة وما يترتب عليها من انخفاض المخاطر من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بأسواق المال، فضلا عن تشجيع محدودي الموارد كي يستثمروا مدخراتهم في شراء أسهم في شركات الاستثمار والتي تقوم بدورها باستخدام حصيلة مع أسهمها في تكوين تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال فضلا عن تنشيط سوق الأوراق المالية فإن هذه الصناديق تضمن انتظام هذه الحقوق وعدم تعريضها للتقلبات المفاجأة التي تحدث كثيرا بسبب المضاربات على الأوراق المالية، وذلك لأن صناديق الاستثمار الاسلامية لا تغامر بهذه المضاربات بل تعمل على تكوين محفظتها من الأوراق المالية الجيدة الأمر الذي يسهم في تحقيق التوازن لعمليات سوق الأوراق المالية¹¹⁹.

¹¹⁸ - محمد براق ومصطفى قمان، مرجع سابق، ص. 172.

¹¹⁹ - حيدر يونس الموسوي، المصارف الاسلامية آدائها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص. 138.

خلاصة:

من أبرز ما ظهر من الأدوات الإسلامية الحديثة هي صناديق الإستثمار الإسلامية، والتي تعتبر محفظة متنوعة من الأصول التي يتم إنتقاؤها بدقة وعناية بما يتوافق وأهداف الصندوق، وبحكم أن معاملاتها متوافقة وأحكام الشريعة الإسلامية فهي تضم المستثمرين الذين لديهم فائض ونقص في الخبرة والدراية أو لعدم توفر الوقت الكافي للإدارة، إلى جانب المستثمرين الذين لديهم عجز ولا يستطيعون تكوين محفظة خاصة بهم، كل هذا بغرض تنمية رأس مال الصناديق والإسهام في زيادة المدخرات من أجل إستثمارها وفق أسس تتوافق والشريعة الإسلامية لتعود بعوائد مجزية ترجع بالنتفع العام على جميع الأطراف.

الفصل الثالث

واقع صناديق الاستثمار الإسلامية

في سوق الأسهم السعودي

تمهيد:

تعتبر أسواق الأوراق المالية من أدوات النمو الإقتصادي باعتبارها تعمل على خلق السيولة النقدية و توجيهها للاستثمار و باعتبار سوق الأسهم السعودي من الأسواق الناشئة عالميا، وأكبرها وأكثرها نموا عربيا، نجدها تعمل على تطوير منتجاتها المالية لتعزيز مكانتها والقيام بدورها، ونظرا لما تلعبه صناديق الاستثمار الإسلامية من دور فعال في دعم هذه الأسواق فقد بادرت المملكة العربية السعودية في على غرار باقي دول العالم لإنشائها، هذا ما شجع على انتشارها وتوسعها، لنجدها حاليا تستحوذ على النصيب الأكبر من هذه الصناديق عالميا، ومن أجل الإحاطة بمختلف جوانب الموضوع والإجابة على الإشكالية محل الدراسة فقد قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كالتالي:

المبحث الأول: الإطار التنظيمي لسوق الأسهم السعودي.

المبحث الثاني: مؤشرات تطور أداء سوق الأسهم السعودي.

المبحث الثالث: تحليل دور صناديق الاستثمار الإسلامية في الرفع من أداء سوق الأسهم السعودي.

المبحث الأول: الإطار التنظيمي لسوق الأسهم السعودي

لقد أصبحت أسواق الأسهم تحظى باهتمام كبير في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها إلى قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني وتزويد من معدلات رفاهية الافراد. إلا أن المراقب لأداء سوق الأسهم السعودي يلاحظ أن هناك تغيرات واسعة تحدث بشكل متسارع من آن لآخر ومن هنا فإنه من الأهمية التطرق إلى واقع نشوء وتطور سوق الأسهم السعودي.

المطلب الأول: نشأة وتطور سوق الأسهم السعودي

تعود نشأة سوق الأسهم السعودي إلى عام 1934، بداية تأسيس أول شركة سعودية مساهمة والمتمثلة في " الشركة العربية السعودية "، غير أن السوق لم تأخذ شكلها التنظيمي وبعدها المؤسسي إلا في نهاية السبعينات على إثر تبني المملكة لسياسة اقتصاد السوق الحر، وما نتج عنها من تزايد في عدد الشركات المساهمة، وقد تزامن ذلك مع قيام حكومة المملكة بدمج شركات الكهرباء الخمسة في الشركة الموحدة للكهرباء بتوزيع أسهم إضافية دون مقابل على مساهميها، وقيامها أيضا بتحويل ملكية البنوك الأجنبية العاملة في المملكة لفائدة القطاع الخاص، حيث تم طرح أسهمها للاكتتاب العام وقد ساهمت هذه العوامل مجتمعة في تزايد عدد الأسهم المتاحة للتداول بين جمهور المستثمرين، هذا وقد نشأت في تلك الفترة سوق غير رسمية للأسهم تحت إشراف مكاتب غير مرخصة قامت بممارسة نشاط الوساطة بشراء وبيع الأسهم، ونظرا لقيامها على أسس غير سليمة وظهور الممارسة غير القانونية، منها نشر أسعار غير واقعية للقيم المتداولة، فقد صدر المرسوم الملكي رقم 08/1230 عام 1984 القاضي بعملية تنظيم تداول الأسهم عن طريق البنوك المحلية، وتشكيل لجنة وزارية للإشراف على السوق، هذا وقد اسندت لإدارة الرقابة على الأسهم بمؤسسة النقد العربي السعودي (SAMA) مهمة المراقب والإشراف اليومي على عملية تداول الأسهم في السوق اعتبارا من مطلع 1985¹.

ومن أجل مؤازرة جهود مؤسسة النقد العربي لتحقيق الانسجام والتوافق بين رغبات المستثمرين أنشأت سنة 1984 الشركة السعودية لتسجيل الأسهم (SSRE) التي أوكلت إليها مهمة إدارة سجلات مساهمي معظم

¹ - عبد الله محمد المالكي، سوق الأوراق المالية والأداء الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، ورقة بحث مقدمة خلال اللقاء الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية، تحت عنوان، " السوق المالية السعودية الواقع المأمول " الرياض، 15 نوفمبر 2005، ص.20.

الشركات المساهمة، والقيام بكافة العمليات المساندة لتسوية الصفقات ونقل الملكية وتحويل الشهادات الخاصة بأسهم الشركات إلى إشعارات.

وقد شهد سوق الأسهم السعودي ابتداء من عام 1985 تطورات تقنية وتنظيمية حافلة بالنجاح والتحديث، ففي عام 1990 تمت تألية نظام التداول في السوق بتشغيل ولأول مرة في الشرق الأوسط النظام الآلي (النظام الإلكتروني) لتداول الأسهم في المملكة عبر البنوك التجارية، وهو النظام الذي خضع بدوره لتطوير كبير ومستمر قفز بأعداد الصفقات والأسهم المتداولة إلى أحجام كبيرة، واستكمالاً لمسيرة التطوير والتحديث شهد عام 2001 بدأ العمل بنظام التداول الإلكتروني الذي أحدث نقلة نوعية في طريق التعامل بإدخاله تقنيات متطورة ومزايا جديدة على عمليات التداول وإجراءات تنفيذ الصفقات¹.

ويمكن تلخيص أهم خصائص هذا النظام فيما يلي²:

- تسوية الصفقات بصفة مباشرة ودقيقة.
- الربط المباشر بأنظمة المصارف.
- إضفاء الشفافية على السوق من خلال نشر الأسعار ومعلومات الشركات وإعلاناتها بطريقة مباشرة عبر الانترنت.
- إضافة أنواع جديدة من الأوامر ذات خصائص مماثلة لتلك الأوامر المتاحة في الأسواق الدولية.
- تطبيق مبدأ المحافظ الاستثمارية بدل الإشعارات.

ويمكننا إيضاح التطور التاريخي للسوق المالي السعودي من خلال الشكل التالي:

¹ - جماز عبد الله السميحي، سوق الأسهم السعودي- مسيرة حافلة بالتطوير والانجازات ، مجلة تداول سوق الأسهم السعودي، هيئة السوق المالية، العدد 2، 2002، ص.02.

² - صالح إبراهيم السحبياني، سوق الأسهم والنمو الاقتصادي- علاقات الارتباط والسببية، ورقة مقدمة للقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية، بعنوان " الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية "، بمركز الملك فهد الثقافي، الرياض، أيام 2، 3، 4 جويلية 2007، ص.08.

شكل رقم (3-1): التطور التاريخي لسوق الأسهم السعودي



Source :Sitte :<http://www.tadawul.com.sa/wsp/portal!/ut/p/04>, date :20/04/2013.

المطلب الثاني: الإطار القانوني لسوق الأسهم السعودي.

يمثل القرار الذي اتخذته مجلس الوزراء السعودي عام 2003 بالموافقة على إصدار نظام السوق المالية الجديدة والذي ينص على إنشاء هيئة السوق المالية ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء وتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري على أن تتمتع بجميع الصلاحيات اللازمة لأداء مهامها ووظائفها المحددة في متن النظام. ويتضمن الإطار القانوني الذي يحكم تداول الأسهم في سوق الأسهم السعودي بشكل رئيسي في نظام الشركات السعودية، والقواعد التنفيذية لتنظيم عملية تداول أسهم الشركات عن طريق البنوك المحلية، إضافة إلى تعليمات خاصة مكنت عمليات شراء وبيع الأسهم من التنفيذ عن طريق النظام الآلي لتداول الأسهم الذي بدأ العمل به عام 1990.

الفرع الأول: نظام السوق المالية

صدر نظام السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم م/ 30 المؤرخ في 31-07-2003 والمتضمن الموافقة على مشروع نظام السوق المالي السعودي، وقد نص النظام على إعادة هيكلة السوق المالي السعودي على أسس جديدة ومتطورة من شأنها دعم الثقة في السوق، بضمان الإفصاح والشفافية في آلية عمل الشركات المدرجة في السوق إلى جانب حماية المستثمرين المتعاملين بالأوراق المالية. هذا وقد وفر النظام لأول مرة مرجعية نظامية متكاملة تضمنت توصيات بإنشاء الهياكل والمؤسسات التنظيمية الإشرافية والتشغيلية في السوق، وتحديد صلاحياتها والمهام الموكلة إليها، وهذا باستحداث مؤسسات جديدة تمثلت في هيئة السوق المالية، سوق الأسهم السعودي، مركز إيداع الأوراق المالية، لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية ولجنة الاستئناف⁽¹⁾.

وقد أوصى نظام السوق المالي السعودي في المادة الرابعة من الفصل الثاني من النظام بإنشاء هيئة عامة للإشراف على إدارة السوق المحلية. على أن ترتبط مباشرة برئيس مجلس الوزراء مع تمتعها بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والإداري، إلى جانب تمتعها بكافة الصلاحيات المخولة لها قانوناً، وإمكانية قيامها بمختلف الأعمال التجارية والمالية، يكون الهدف منها تحقيق جملة من المصالح والمكاسب الخاصة، كممارسة الأنشطة التجارية وإقراض واقتراض الاموال أو تملك وإصدار الأوراق المالية، وهذا بهدف ضمان شفافية أداء هذه الهيئة.

¹ - هيئة سوق الأسهم السعودي، نظام السوق المالية، الصادرة بالمرسوم رقم: م / 30، من الموقع: <http://www.cma.org.sa/cma-ar/articlepage-apx?minrrorid=20%20Tiesemo5ecenno,date%2019/04/2013.%20Site>

في حين اشارت المادة العشرين من الفصل الثالث للنظام إلى إنشاء سوق الأسهم السعودي لتداول الاسهم على أن تكون صفتها النظامية " شركة مساهمة "، وقد نصت هذه المادة على أن السوق هي الجهة الوحيدة المسموح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة، وتبعاً لذلك يحظر عليها القيام بتوزيعات نقدية أو عينية على أعضائها كأرباح الأسهم دون موافقة مجلس هيئة السوق المالية.

كما حدد نظام السوق المالية في المادة السادسة والعشرون من الفصل الرابع صلاحية مجلس إدارة السوق بإنشاء " مركز إيداع الأوراق المالية " ¹.

أما من جهة أخرى فقد أشار نظام السوق بأن الإفصاح لا يعني بالضرورة أن تفصح الشركات عن كل أسرارها وأن تفقد بذلك عنصر المناورة مع منافسيها وتقل قدرتها التفاوضية مع شركائها، ومن جهة أخرى فإنه يجب على كل مصدر يطرح أوراقاً مالية للجمهور، أو من تكون له أوراق متداولة في السوق أن يقدم للهيئة تقارير مدققة ربع سنوية وسنوية، كما يجب أن يخبر الهيئة بأي تغيير يطرأ على البيانات الواردة في نشرة الإصدار من شأنه التأثير على قيمة تلك الأوراق أو سعرها فور علمه بحدوث هذا التغيير، وذلك حرصاً من هيئة السوق المالية على تدعيم الكفاءة المعلوماتية للسوق ².

الفرع الثاني: اللوائح التنفيذية لسوق الأسهم السعودي.

يقصد باللوائح التنفيذية مجموعة القواعد والتعليمات والإجراءات التي تصدرها هيئة السوق المالية لتسهيل تطبيق أحكام نظام السوق المالية، وتهدف هذه اللوائح بشكل أساسي إلى معالجة مجالين مهمين في شركات المساهم المدرجة في السوق وهما: إجراءات إصدار الأوراق المالية، تفعيل وتنظيم النشاط التجاري والمالي في السوق، وقد استطاع مجلس هيئة السوق المالي السعودي أن يصدر مجموعة متكاملة من اللوائح التنفيذية رفيعة المستوى من أهمها ما يلي:

¹ - سوق الأسهم السعودي، القواعد والأنظمة، منالموقع:

Site : <http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/cs/ce/70A/s/s704A,F,dat 19/04/2013>.

² - هيئة السوق المالية، نظام السوق المالية، الفصل الثامن، الاحتيال والتداول بناء على معلومات داخلية، من الموقع: http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.opx?sitte=http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.opx&sec_serno=278&minrrorid=20&serg=278, date 19/04/2013.

أولاً: لائحة سلوكيات السوق: وضعت هذه اللائحة من أجل العمل على تحقيق العدالة والشفافية في معاملات الأوراق المالية، بهدف حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادية، أو التي تنطوي على احتيال أو غش، وقد اهتمت هذه اللائحة بضبط النشاط التجاري لمنع التلاعب في السوق، وتحريم التداول بناء على معلومات داخلية وخطر إصدار بيانات غير صحيحة أو إغفال ما يلزم بيانه للمستثمرين، وبينت لائحة سلوكيات السوق السلوك المقبول في العلاقة بين المستثمرين والوسطاء لضمان العدالة في السوق.

وعمقتضى الفقرة "أ" من المادة الحادية عشر لا يسمح للشخص المرخص له والشخص المسجل قبول أو تنفيذ أمر المتعامل إذا كان لدى أي منهما أسباب معقولة تدعو إلى الاعتقاد بأن المتعامل يتلاعب بالأسعار أو يتداول بناء على معلومات داخلية¹.

ثانياً: لائحة طرح الأوراق المالية: حددت هذه اللائحة المقصود بطرح الأوراق المالية وقيوده ومفهوم الطرح والمطروح عليه، وحالات طرح الأوراق المالية (الطرح العام، الطرح الخاص وال طرح المستثنى)، وقد أوردت هذه اللائحة في المادة الثالثة نصاً صريحاً يفيد بعدم جواز طرح أوراق مالية صادرة عن شركة في المملكة ما لم تكن تلك الشركة شركة مساهمة، ويعتبر الطرح خاصاً إذا لم يكن هناك طرفاً مستثنى وكان المبلغ المترتب عن كل من المطروح عليهم في المملكة لا يقل عن مليون ريال سعودي، وكان الطرح أيضاً موجهاً فقط إلى حكومة المملكة أو مؤسسة النقد العربي السعودي أو مركز الإيداع أو سوق الأسهم أو أية سوق مالية أخرى تعترف بها الهيئة أو أشخاص مرخص لهم يتصرفون لحسابهم الخاص أو أي أشخاص تعتبرهم الهيئة مستثنين أو شركات استثمارية تتصرف لحسابها الخاص.

ويكون الطرح مستثنى إذا كانت الأوراق المالية صادرة عن حكومة المملكة أو هيئة دولية تعترف بها المملكة، أو إذا كانت القيمة الكاملة للأوراق المالية المطروحة من المصدر أقل من خمسة ملايين ريال أو ما يعادلها، هذا ويعد الطرح عاماً إذا لم يستوفي هذا الطرح شروط الطرح الخاص ولم يكن ضمن حالات الطرح المستثنى².

ثالثاً: لائحة قواعد التسجيل والإدراج: تقتضي طلبات التسجيل والإدراج في سوق الأسهم السعودي توافر عدة شروط أهمها: أن يكون مقدم الطلب شركة مساهمة سعودية قد مارست نشاطاً مستقلاً خلال ثلاث سنوات مالية

¹ - هيئة السوق المالية، لائحة سلوكيات السوق، الصادرة بموجب القرار رقم 2004/11/01، ص.08.

² - هيئة السوق المالية، لائحة طرح الأوراق المالية، الصادرة بموجب القرار رقم: 2004/11/02، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق رقم: 2008/08/01، ص.26.

على الأقل تحت إشراف إدارة لم تتغير في مجملها تغيراً جوهرياً كما يجب أن يكون مقدم الطلب قد أعلن عن القوائم المالية المراجعة عن السنوات المالية الثلاث على الأقل، وأن يكون قد تم إعدادها وفق المعايير المحاسبية الصادرة عن الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين وإلى جانب ذلك يجب أن تكون الفترة الشاملة لأحدث القوائم المراجعة قد انتهت قبل ما يزيد عن ستة أشهر منذ تاريخ اعتماد نشرة الإصدار وتحدد المادة التاسعة من اللائحة الشروط المتعلقة بتسجيل وإدراج الأوراق المالية في مجموعة من النقاط أهمها¹:

- أن تكون الأوراق المالية مستوفية للشروط النظامية في المملكة ومصرحاً بها وفقاً للمتطلبات المنصوص عليها في النظام الأساسي لمقدم الطلب.

- يشترط للتسجيل في القائمة الرسمية أن تكون للأسهم محل الطلب سيولة كافية بحيث يجب أن لا تقل ملكية الجمهور من فئة الأسهم موضوع الطلب عن 30%.

- يجوز لهيئة السوق طبقاً لمقررات المادة الحادية والعشرين من اللائحة تعليق الإدراج أو القائمة الرسمية إذا ما رأت ضرورة لذلك لحماية مصالح المستثمرين أو للمحافظة على السوق، أو إذا أخفق المصدر أخفاً يعتبره الهيئة جوهرياً في الالتزام بقواعدها، بما في ذلك عدم القدرة على سداد أي مقابل مالي أو غرامات مالية للهيئة في موعيدها أو إذا كانت الأوراق المالية المصدرة في أيدي الجمهور غير كافية لاستيفاء الشروط المنصوص عليها في هذه القواعد، أو إذا رأت الهيئة مستوى عمليات المصدر أو أمواله لا تبرر التداول المستمر في أوراقه المالية في السوق.

رابعاً: لائحة الأشخاص المرخص لهم (الوسطاء): يعتبر إصدار هذه اللائحة خطوة حاسمة لتأسيس مرحلة جديدة من عمل الوساطة في السوق السعودي لسببين هما:

- كسر احتكار البنوك التجارية المحلية التي كانت تسيطر على أعمال الوساطة؛

- إلزام البنوك التي ترغب في تقديم هذه الخدمة بفصل نشاطها الأساسي عنها؛

وتتناول هذه اللائحة التعريف بأنشطة الأوراق المالية، حيث حددتها في خمسة أنشطة رئيسية هي:

التعامل، الترتيب والإدارة وتقديم المشورة إضافة إلى خدمات الحفظ كما تتناول اللائحة أيضاً الأطر القانونية

¹ - هيئة السوق المالية، لائحة قواعد التسجيل والإدراج، الصادرة بموجب القرار رقم: 2004/11/03، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم: 2012/06/01، ص.ص. 09.08.

والإجرائية المتعلقة بتحديد الاجراءات وشروط الحصول على الترخيص لمزاولة أعمال الأوراق المالية، وشروط استمرار الترخيص أو التسجيل وبيان قواعد السلوك المهني التي يجب على الأشخاص المرخص لهم الالتزام بها أثناء تأدية عملهم، وقواعد وأحكام وممارسة هذه الأعمال والنظم والإجراءات الرقابية عليها، وكذلك الأعمال المتعلقة بحقوق المتعاملين¹.

خامساً: لائحة أعمال الأوراق المالية: حددت هذه اللائحة المقصود بأعمال الأوراق المالية والأطراف الممارسة لهذه الأعمال، والجوانب المتعلقة بالترخيص والمخالفات واستثناءات الترخيص والإعلانات عن الأوراق المالية، وقد حضرت المادة الخامسة من هذه اللائحة على أي شخص القيام بممارسة أعمال الأوراق المالية في المملكة ما لم يكن شخصاً مرخصاً من هيئة السوق المالية، كما أعطت فترة سماح لا تزيد عن سنتين للبنوك المحلية لاستكمال انشاء شركات تابعة لممارسة أعمال الأوراق المالية وفقاً للائحة الأشخاص المرخص لهم.

وقد عرفت هذه اللائحة أعمال الأوراق المالية على أنها ممارسة نشاطات التعامل سواء ببيع أو شراء أو إدارة الاكتتاب في الأوراق المالية أو التعهد بتغطيتها والترتيب والإدارة وتقديم المشورة والحفظ، ويعد الشخص ممارساً لأعمال الأوراق المالية في المملكة إذا كان هذا الشخص يمارس نشاط الأوراق المالية من مقر عمل دائم في المملكة أو مع شخص ثان في المملكة أو لحسابه الخاص².

المطلب الثالث: الإطار المؤسسي لسوق الأسهم السعودي.

شهدت سوق الأسهم السعودي انطلاقا من عام 2003 تطورات تنظيمية ومؤسسية مهمة هدفت في مجملها إلى مواكبة التطورات العالمية في مجال تشريعات الأوراق المالية، وقد كان في مقدمة تلك التطورات اصدار نظام السوق المالية الذي يمثل الاطار القانوني والتنظيمي للسوق وقد اكتسى صدور هذا النظام بأهمية بالغة نظرا لأن الأهمية منه هي إعادة تنظيم السوق المالي السعودي بشكل أكثر انضباطا واستقرارا، حتى تكون التعاملات في السوق موثوقا فيها، وذلك بإعداد هيكل تنظيمي متكامل تحت اشراف جهة مستقلة ممثلة في هيئة السوق المالية.

¹ - هيئة السوق المالية، لائحة الأشخاص المرخص لهم- الوطاء - الصادرة بموجب القرار رقم: 2005/03/01، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم: 2013/01/01، ص ص. 09-14.

² - هيئة السوق المالية، لائحة أعمال الأوراق المالية، الصادرة بموجب القرار رقم: 2005/03/02، ص ص. 06.05.

الفرع الأول: البنية التنظيمية للسوق السعودي.

ظلت عملية تداول الأسهم في السوق السعودي قبل صدور نظام السوق المالية في ديسمبر من عام 2002 تحت إشراف ثلاثة أنظمة تنظيمية وهي اللجنة الوزارية ولجنة الإشراف الدائمة وإدارة الرقابة في مؤسسة النقد العربي التي كانت مهمتها التحقق من تنفيذ القواعد التنظيمية لعملية التداول والإشراف اليومي على جميع عمليات تداول الأسهم.

وخلال سنة 2003 خُطت سوق الأسهم السعودي خطوة جديدة تمثلت في تأسيس هيئة السوق المالية بموجب المرسوم الملكي رقم (م / 30)، وهي هيئة حكومية ذات استقلال مالي وإداري وتتولى الهيئة القيام بإصدار اللوائح والقواعد والتوجيهات الخاصة بإدارة السوق.

وقد عكفت هيئة السوق المالية بمجرد تأسيسها على تنفيذ نظام السوق المالية المتضمن إنشاء الأجهزة والإدارات المنظمة لعمل السوق والمتمثلة فيما يلي:

أولاً: سوق الأسهم السعودي: نص نظام السوق المالية على إنشاء السوق المالية السعودية كشركة مساهمة وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة العمل في تداول الأوراق المالية في المملكة، ويمكن أن يتداول في هذه السوق أسهم الشركات القابلة للتحويل، أو أدوات الدين القابلة للتداول التي تصدرها الشركات أو الحكومة أو الهيئات العامة أو المؤسسات العامة، الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار وأية أدوات تمثل حقوق أرباح المساهمة أو حقوق في توزيع الأصول.

ويدير السوق مجلس متكون من تسعة أعضاء يعين بقرار من مجلس الوزراء بترشيح من رئيس مجلس إدارة هيئة السوق المالية ويعين من بينهم رئيس للمجلس ونائبه¹.

ثانياً: مركز إيداع الأوراق المالية: نص نظام السوق المالية على إنشاء إدارة تدعى بمركز إيداع الأوراق المالية، تكون هي الهيئة الوحيدة في المملكة المصرح لها بمزاولة عمليات إيداع الأوراق المالية السعودية المتداولة في السوق ونقلها ومقاصتها وتسجيل ملكيتها ويمكن لمجلس إدارة السوق أن يحول مركز الأوراق المالية إلى شركة، بعد أخذ

¹ - أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006، ص.270.

موافقة مجلس الهيئة على التحويل، وللمجلس أن يعطي موافقته موضحا بما متطلبات هيكل الشركة وعملياتها، وفقا لما يراه مناسباً وضرورياً لسلامة السوق وحماية المستثمرين¹.

ثالثاً: لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية: عمد نظام السوق المالية إلى هيئة السوق بمهمة إنشاء هذه اللجنة وتكوينها من مستشارين قانونيين لفترة ثلاثة سنوات قابلة للتجديد، وقد اشترط نظام السوق المالية أن يكون هؤلاء المستثمرين متخصصين في مجال المعاملات والأسواق المالية، ويتمتعون بالخبرة في القضايا التجارية والمالية والأوراق المالية، وليس لهم مصلحة مالية أو تجارية مباشرة أو غير مباشرة.

وتعتبر هذه اللجنة صاحبة الاختصاص القضائي في الفصل في جميع المنازعات التي تقع في نطاق الهيئة والسوق وأحكامه ولوائحه في الحق العام والخاص، وقد شمل اختصاصها النظر في النظم كالقرارات والإجراءات الصادرة عن الهيئة والسوق، علاوة على هذا منح نظام السوق المالية لهذه اللجنة جميع الصلاحيات الضرورية لتحقيق الفصل في الشكوى أو الدعوى، بما في ذلك سلطة استدعاء الشهود وإصدار القرارات بالتعويض للمتضررين وغيرها من الصلاحيات².

رابعاً: لجنة الاستئناف: نص نظام السوق المالية أيضاً على إنشاء لجنة الاستئناف يشكلها مجلس الوزراء للنظر في القرارات التي تصدرها لجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، وتتكون هذه اللجنة من ثلاثة أعضاء يمثلون وزارة المالية، وزارة التجارة والصناعة وهيئة الخبراء بمجلس الوزراء لفترة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، وتتمتع لجنة الاستئناف بسلطة رفض النظر في القرارات أو إعادة النظر في الشكوى أو الدعوى من جديد، ويمكن الاستئناف ضد القرار الذي تصدره لجنة الفصل في المنازعات أما هيئة الاستئناف في غضون ثلاثين يوماً من تاريخ الاخبار بذلك لتعد قراراتها نهائية في الأخير.

وإلى جانب الأقسام السابقة فقد أنشأت هيئة السوق المالية في سبيل تحقيق مهامها حيث توجد عدة إدارات تعمل تحت إشرافها المباشر وهي: إدارة تمويل الشركات، إدارة التراخيص والتفتيش، إدارة المتابعة والتنفيذ وإدارة الإشراف والرقابة.

¹ - سوق الاسهم السعودي، القواعد والأنظمة، من الموقع:

http://www.tadawul.com.sa/wps/portal/!ut/cs/ce/70A/s/70AF/dat,19/04/2013.

² - أحمد سفر، مرجع سابق، ص.273.

حيث تتولى إدارة تمويل الشركات تقوم طلبات طرح وإدراج الأوراق المالية، والعمل مع المصدرين والمستشارين الماليين على إستكمال المستندات اللازمة للطرح والإدراج والحياسة والإندماج¹.

أما عن إدارة التراخيص والتفتيش فهي تختص في دراسة طلبات التراخيص لشركات الوساطة المالية وغيرها من الشركات التي تمارس عملها في السوق المالي السعودي بما في ذلك التعامل بالأوراق المالية، وإدارة المحافظ المالية وتقديم الاستشارات وحفظ الأصول، إضافة إلى أي نشاط آخر تصنّفه الهيئة على أنه من النشاطات الواجب الترخيص لمزاومتها كما تتولى الإدارة التأكد من التزامات الجهات المرخص لها بقواعد وقوانين نظام السوق المالية².

في حين تقوم إدارة المتابعة والتنفيذ بالأعمال والمهام المتمثلة في تلقي الشكاوي من المتعاملين والمستثمرين في السوق، والنظر فيها ودراستها وإجراء التحقيقات اللازمة للتأكد من صحتها، كما تتولى الإدارة متابعة تنفيذ نظام السوق المالية واللوائح والقواعد والتعليمات الصادرة بموجبه، والنظر في أية مخالفة أو انتهاك لهذه الأحكام أو اللوائح.

واقترح الغرامات والعقوبات المناسبة للمخالفين لأنظمة السوق للنظر في تطبيقها من قبل مجلس هيئة السوق المالية ولجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية، إلى جانب متابعة تنفيذ الأحكام والقرارات الصادرة عن مجلس الهيئة ولجنة الفصل في منازعات الأوراق المالية³.

وتتولى إدارة الإشراف والرقابة متابعة عمليات التداول والتأكد من التزام المشاركين في السوق باللوائح الصادرة عن هيئة السوق المالية والتأكد أيضا من استيفاء الشركات المدرجة لشروط وضوابط الإفصاح الكامل، ومن بين مهام هذه الإدارة مراقبة أعمال شركات الوساطة المالية للتأكد من قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية إزاء المستثمرين⁴.

¹ - هيئة السوق المالية، إدارة تمويل الشركات، من الموقع:

secserno=384minrrorid=153serno=384,date21/04/2013.؟Sitte :http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx

² - هيئة السوق المالية، إدارة التراخيص والتفتيش، من الموقع:

secserno=386minrrorid=152serno=386,date21/04/2013.؟Sitte :http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx

³ - هيئة السوق المالية، إدارة المتابعة والتنفيذ، من الموقع:

secserno=385minrrorid=154serno=385,date21/04/2013.؟Sitte :http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx

⁴ - هيئة السوق المالية، إدارة الإشراف والرقابة، من الموقع:

minrrorid=159serno=389,date :21/04/2013.389secserno=؟Sitte :http://www.cma.org.sa/cma-ar/subpage.aspx

الفرع الثاني: نظام التداول في سوق الأسهم السعودي.

شهد التداول في سوق الأسهم السعودي نقلة نوعية، فمن نظام تداول الأسهم تم التوجه إلى إدخال نظام آخر لعمل سوق الأسهم أطلق عليه إسم نظام " التداول " وهو نظام متكامل يعمل على توفير الشفافية للسوق، من خلال الإعلان الفوري عن أسعار السوق، وإعلانات الشركات مباشرة عبر الأنترنت، والتي تظهر بسرعة على موقع " تداول " ما يضمن العدالة بإتاحة فرص متكافئة أمام جميع المشاركين، حيث كان الغرض من هذا النظام إتمام صفقات البيع والشراء وتحصيل قيمة الأسهم المتداولة من خلال حلقة قصيرة المدى.

ويتجانس هذا النظام مع السوق المستمرة التي تحركها أوامر البيع والشراء الواردة إلى السوق من حين لآخر، ومن أهم مزايا نظام " التداول " التسوية السريعة والدقيقة للصفقات وفي نفس يوم تنفيذها، كما يتسم بالمرونة من حيث بقاء الأوامر في السوق حسب تاريخ صلاحية الامر والشفافية من خلال الإعلان الفوري عن الأسعار والكميات المتداولة¹.

المبحث الثاني: مؤشرات تطور أداء سوق الأسهم السعودي.

للقوف على التطور الذي شهده أداء سوق الاسهم السعودي يمكن الاعتماد على طريقتين أساسيتين الأولى تتمثل في تتبع تطور مسار المؤشر العام للسوق ودراسة العوامل التي تكمن وراء حركة المؤشر. أما الطريقة الثانية وهي الأكثر شيوعاً والأعمق تحليلاً فتكمن في تحليل مؤشرات الأداء ذات العلاقة بتطور كفاءة السوق المالية. وسيتم فيما يلي تسليط الضوء على هاتين الطريقتين.

المطلب الأول: تطور المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي.

سنحاول من خلال هذا المطلب تحليل حركة المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي خلال الفترة الممتدة من عام 2005 إلى عام 2015، والجدول الموالي يوضح ذلك:

¹ - مجلة تداول سوق الاسهم السعودي، " سوق الأسهم السعودي 20 عاما "، العدد الثاني عشر، ربيع 2005، ص.05.

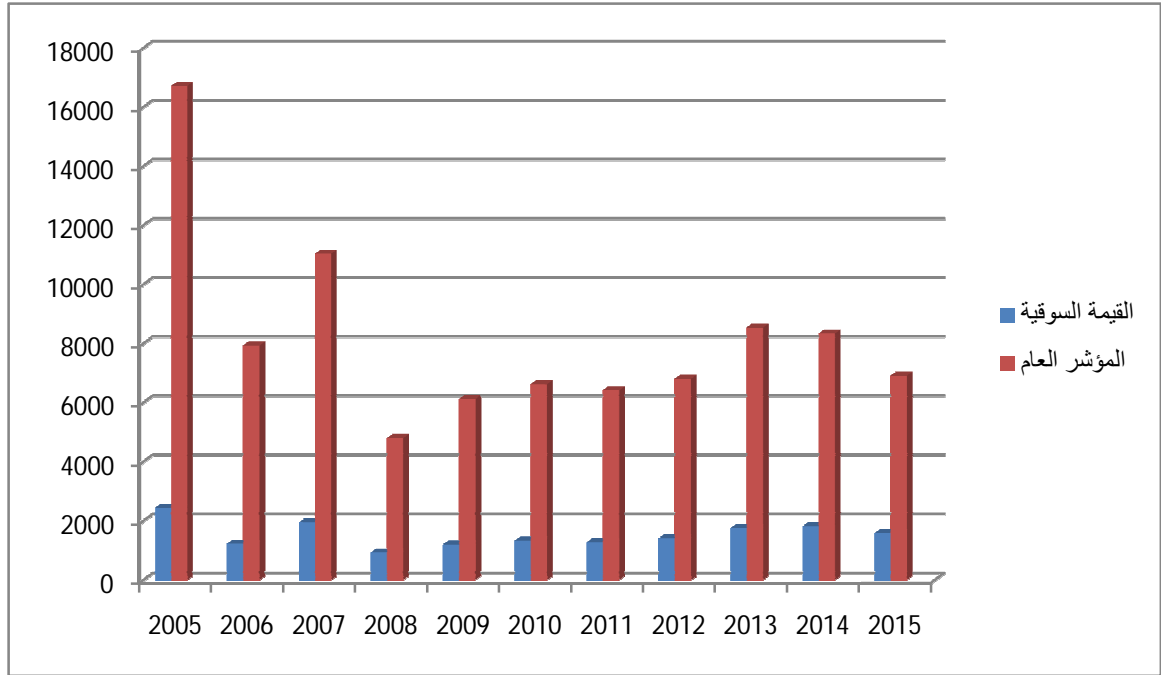
جدول رقم (3-1) تطور المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي للفترة (2005-2015).

الوحدة: مليار ريال

العام	القيمة السوقية	نسبة التغير %	المؤشر العام	نسبة التغير %
2005	2438.20	112.28	16712.64	103.66
2006	1225.86	49.72-	7933.29	52.53-
2007	1946.35	58.77	11038.66	39.14
2008	924.53	52.50-	4802.99	56.49-
2009	1195.51	29.31	6121.76	27.46
2010	1325.39	10.86	6620.75	08.15
2011	1270.84	4.12-	6417.73	3.07-
2012	1400.34	10.19	6801.22	5.98
2013	1752.86	25.17	8535.60	25.50
2014	1812.89	3.42	8333.30	2.37-
2015	1579.06	12.90-	6911.76	17.06-

المصدر: السوق المالية السعودية (تداول) ، التقرير الإحصائي السنوي 2015، ص. 14.

شكل رقم (3-2): تطور المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي للفترة (2005-2015).



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على: نتائج الجدول رقم (3-1)

من خلال هذا الجدول وبقراءة التغيرات والتطورات التي تطرأ على قيمة المؤشر نجد ان هناك تحسن ملحوظ في قيمة المؤشر خلال سنة 2005 حيث يمكن أن نفسر هذا التحسن المذهل الذي شهدته السوق السعودية خلال هذه الفترة إلى جملة من العوامل الجوهرية أهمها: الازدياد الملحوظ في نشاط هيئة السوق المالية الذي دعم ثقة المستثمرين وشجعهم على الاستثمار أكثر في السوق حيث كانت جهود هيئة السوق المالية خلال عام 2006 منصبة على تطوير السوق ورفع كفاءتها من خلال تحسين مستوى الشفافية والانضباط وإرساء دعائم العدالة والأمان في التعامل¹.

ومما ساهم أيضا في تحسين الأداء العام للسوق السعودية هو ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي وبلوغ أسعار النفط العالمية لمستويات قياسية، وتزايد السيولة النقدية في الاقتصاد الوطني وتحسين أرباح الشركات السعودية المساهمة، هذا إلى جانب تنامي جاذبية الاستثمار في الأسهم كمنافس للإيداع المصرفي نتيجة انخفاض أسعار الفائدة البنكية وقد جاء هذا التنامي على خلفية ازدياد عدد المستثمرين في السوق بسبب جاذبية

مركز بخت للاستشارات المالية، التقرير السنوي للاستثمار في سوق الاسهم السعودي لعام 2015، من الموقع:¹ 2015 annuelre pport saudi.asp, date 05/05/2015http://www.bfasaudi.com/year

الاكتتابات الأولية الجديدة وقد بلغ عدد المستثمرين في السوق السعودي خلال 2005 أكثر من مليوني مستثمر¹.

وعقب هذه السنة بدأت قيمة المؤشر تنخفض انخفاضاً ملحوظاً وذلك راجع إلى آثار أزمة الرهن العقاري لسنة 2008 التي تعرضت لها الدول المتقدمة فقد انتقلت آثارها السلبية لتمس الاقتصاد السعودي بحكم أنه متفتح على أسواق النفط العالمية وكذلك احتوائه على أنظمة مالية منفتحة على أسواق هذه الدول.

وابتداءً من سنة 2009 نجد أن قيمة المؤشر بدأت تشهد تحسناً ملحوظاً وذلك راجع إلى ارتفاع أسعار النفط واستمراره في هذا المنوال حيث نجد أن قيمة المؤشر خلال سنة 2012 قد سجلت ارتفاعاً بنسبة 5.98% عن العام السابق ووسجلت إرتفاعاً يقدر ب 25.50% خلال سنة 2013 مقارنة بالسنة التي سبقتها وذلك راجع إلى قيام الشركات بعمليات طرح جديدة لأسهمها مما نجم عنه ارتفاع القيمة السوقية للأسهم بنسبة 10.19% و 25.17% على التوالي مقارنة بالأعوام السابقة.

وفي سنة 2014 نجد أن مؤشر أسعار الأسهم بدأ ينخفض مقارنة بالعام السابق حيث بلغت قيمته 2.37-% وهذا راجع إلى إنخفاض أسعار النفط في الأسواق العالمية بالرغم من استفادة القطاعات الغير نفطية من الإنفاق الحكومي وكذا توفر القروض المصرفية، ولكن سرعان ما نجد أن هذا الإنخفاض زادت حدته في عام 2015 مقارنة بعام 2014 حيث نجد أن قيمة المؤشر عام 2015 بلغت 17.06-% وهذا راجع إلى أن السعودية أحد أكبر الدول المنتجة للنفط.

المطلب الثاني: تطور مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودي

وتقتضي دراسة تطور مؤشرات كفاءة سوق الأسهم السعودي تفحص وتحليل واقع المؤشرات الاسترشادية السائدة في السوق كمجموعة واحدة، ذلك لان تحليل كل مؤشر من هذه المؤشرات على حدى قد يعطي نتائج مضللة بشأن التطور الشامل لكفاءة السوق. وتمثل هذه المؤشرات في مؤشر حجم السوق، مؤشر سيولة السوق، مؤشر درجة التذبذب، ومؤشر درجة التركيز.

الفرع الأول: دراسة مؤشر حجم السوق

يقاس حجم السوق بمؤشرين هما: نسبة الرسملة السوقية إلى الناتج المحلي الإجمالي وعدد الشركات المدرجة في السوق.

¹ - نبيل عبد الله المبارك، سوق الأسهم السعودية والدور المأمول لصناع السوق، من الموقع: <http://www.Oleqtisadiah.com/articl.php?do=showid-2316,date05/05/2015.&Site>

أولاً: معدل الرسملة السوقية

يوضح الجدول التالي تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية لسوق الأسهم السعودي كما يلي:

جدول رقم (3-2) : تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية لسوق الأسهم السعودية.

الوحدة : ملايين الريالات

السنة	الرسملة السوقية	الناتج المحلي الإجمالي	معدل الرسملة السوقية	معدل نمو الرسملة السوقية (%)
2005	2.438.000	1182.514	2.061.709	-
2006	1.226.000	1335.581	917.953	-55.48
2007	1.946.000	1437.683	1.353.567	47.45
2008	924.000	1753.503	526.945	-61.07
2009	1.196.000	8369.38	699.780	0.327
2010	1.325.000	8797.84	663.987	-0.051
2011	1.270.000	9418.49	741.029	0.116
2012	1.400.000	2727.400	1948.142	1.601
2013	1.753.000	2393.18	732.498	-62.4
2014	1.813.000	2474.65	732.628	0.018
2015	1.579.000	2556.12	617.733	-15.68

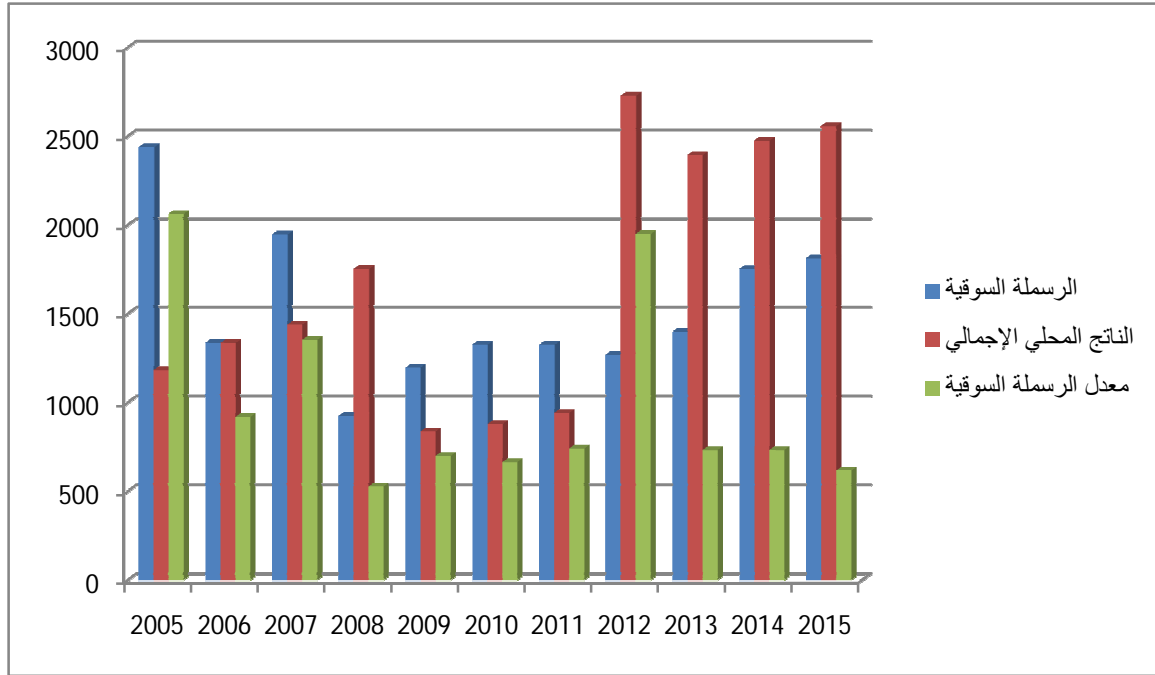
المصدر : من إعداد الطالبتين بالإعتماد على العديد من المراجع أهمها:

1- السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير الإحصائي السنوي 2015، من الموقع :

<http://www.tadawul.com.sa/>,date 21/04/2015.

2-sitte :<http://www.aleqt.com/2015/12/30/articls1017686> ,date :18/05/2015 .

شكل رقم (3-3): تطور مؤشر معدل الرسملة السوقية لسوق الأسهم السعودية.



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على: نتائج الجدول رقم (3-2)

يلاحظ من خلال هذا الجدول وللوهلة الأولى مدى الارتفاع معدل الرسملة السوقية لعام 2005، ويعكس هذا الارتفاع الكبير مدى قدرة سوق الأسهم السعودية على تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات مقارنة بمعدل مساهمة موجودات القطاع المصرفي (إجمالي الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي) و الذي بلغ 2.061.709، هذا ويكشف التراجع في معدل إجمالي الودائع المصرفية إلى الناتج المحلي الخام في مقابل ارتفاع معدل الرسملة السوقية للسوق المالية السعودية جانبا من توجهات السلطات النقدية و المالية في المملكة العربية السعودية لتبني نموذج النمو الاقتصادي القائم على دعم سوق الأوراق المالية، إلا أن اشتداد حدة المنافسة في الأسواق العالمية بسبب العولمة المالية دفع المملكة لتحرير سوقها المالية و هو ما نتج عنه حركة واسعة لرؤوس الأموال الواردة إلى السوق بطريقة لم يشهد اقتصاد المملكة مثيلا لها من ذي قبل .

أما عن تدني رسملة سوق الأسهم السعودي إلى ما يقارب النصف عام 2008 والذي قابله انخفاض في معدل نمو الرسملة السوقية بـ 61,07% وهذا نتيجة لما مر به سوق الأسهم السعودي من عمليات تصحيحية عقب بلوغ الأزمة المالية العالمية ذروتها في أواخر 2008 ، هذا إلى جانب المخاوف من استئطالة أمد الانكماش الاقتصادي العالمي من صدمات أخرى للنظام المالي العالمي، لنجدها سرعان ما بدأت في التحرم الإيجابي خلال الأعوام اللاحقة حتى عام 2015 وهذا راجع إلى عدم التيقن إزاء تحركات أسعار النفط، إضافة التقليل في أوضاع الائتمان المحلي والتوقع بانخفاض أرباح الشركات.

ونجد هنا أن الناتج المحلي الإجمالي بلغ ذروته مقارنة بسنوات الدراسة وهذا راجع إلى المداخيل الضخمة من قطاع البترول، وعلى الرغم من الوتيرة البطيئة التي ينمو بها الناتج المحلي الإجمالي في العامين الأخيرين من الدراسة بسبب الإنكماش في قطاع النفط والذي أدى إلى خفض معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي بنحو لا يزال يحافظ على استقراره وهذا راجع إلى النمو الهائل في القطاع الغير نفطي وهذا ناتج عن الاستفادة من الإنفاق الحكومي الضخم وكذا القروض المصرفية والإنفاق الإستهلاكي القوي.

ثانياً: حجم السوق السعودية قياساً بعدد الشركات المدرجة.

بلغ عدد الشركات المساهمة المدرجة في السوق السعودية في ماي 2016 مائة وثلاثة وسبعين شركة ، موزعة على 15 قطاع رئيسية، أي بزيادة شركتين عن عام 2015 الذي بلغ فيه عدد الشركات 171 شركة مدرجة ، حيث بلغت محصلات الاكتتاب نهاية 2015 نحو 4.152 مليار ريال تم فيها طرح 99.60 مليون سهم لجميع شركات الاكتتابات الأولية، وبلغت القيمة السوقية للشركات التي تم طرحها وإدراجها بالسوق خلال العام نحو 12.17 مليار ريال أي ما نسبته 0.77 من إجمالي القيمة السوقية الجدول الموالي يوضح أحصائيات الشركات المدرجة في السوق حسب القطاعات الموجودة:

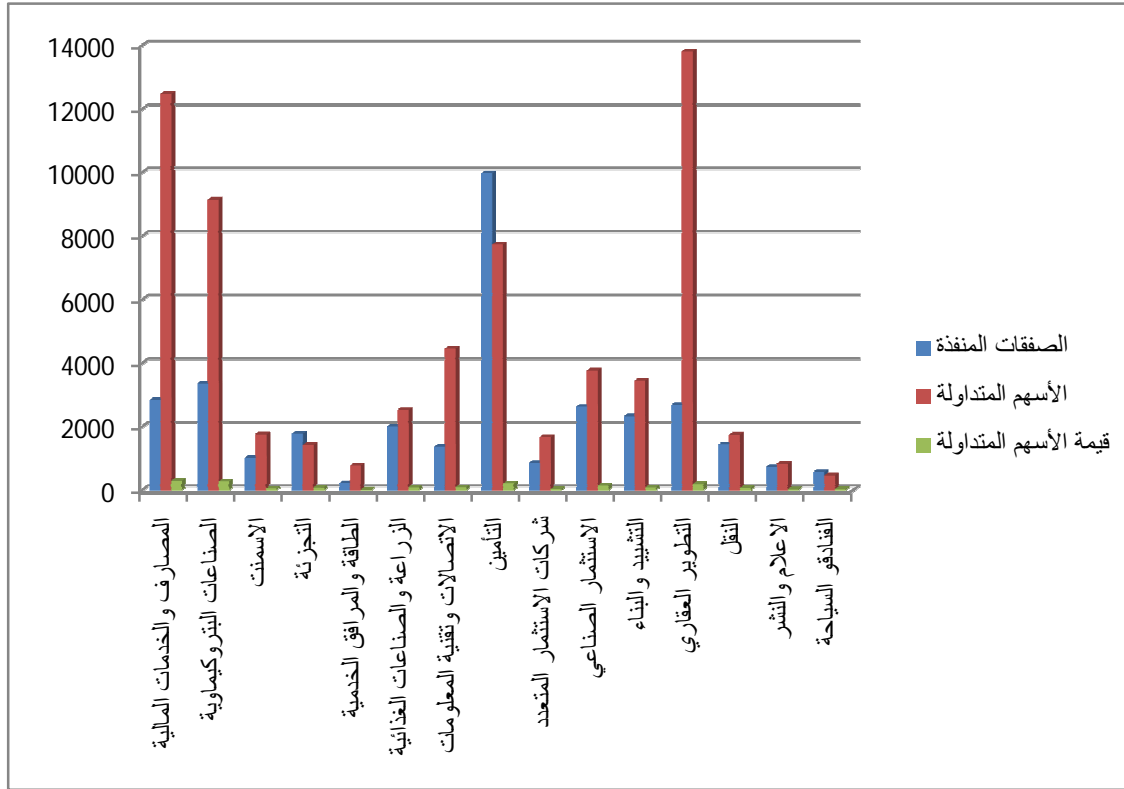
جدول رقم (3-3): إحصائيات السوق حسب القطاعات لعام 2015.

القطاعات	الصفقات المنفذة	الإجمالي %	الأسهم المتداولة	الإجمالي %	قيمة الأسهم المتداولة	الإجمالي %
المصارف والخدمات المالية	2835.705	9.31	12469.793	18.89	295.376	17.79
الصناعات البتروكيماوية	3346.015	10.99	9143.000	13.85	270.394	16.28
الاسمنت	1015.947	3.34	1753.432	2.66	47.017	2.83
التجزئة	1774.450	5.83	1421.296	2.05	76.451	4.60
الطاقة والمرافق الخدمية	214.096	0.70	768.661	1.16	14.026	0.84
الزراعة والصناعات الغذائية	1998.068	6.56	2525.395	3.83	82.254	4.95
الإتصالات وتقنية المعلومات	1370.439	4.50	4458.684	6.76	87.532	5.27
التأمين	6671.719	21.91	7729.823	11.71	210.552	12.68
شركات الإستثمار المتعدد	851.341	2.80	1672.780	2.53	33.613	2.02
الاستثمار الصناعي	2625.075	8.62	3767.898	5.71	142.651	8.59
التشييد والبناء	2321.291	7.62	3443.119	5.22	85.051	5.12
التطوير العقاري	2685.015	8.82	13811.776	20.93	187.633	11.30
النقل	1438.695	4.73	1747.641	2.65	72.282	4.35
الإعلام والإشهار	727.511	2.39	820.671	1.24	25.538	1.54
الفنادق والسياحة	568.836	1.87	641.974	0.70	30.244	1.82
الإجمالي	30444.203	%100	65995.948	%100	1660.622	%100

المصدر: السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير الإحصائي السنوي، 2015 عن الموقع:

<http://www.tadawul.com.sa/>, date 21/04/2015.

شكل رقم (3-4): إحصائيات السوق حسب القطاعات لعام 2015.



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على: نتائج الجدول رقم (3-3)

وبالنسبة لعدد الصفقات المنفذة لكل قطاع، يأتي قطاع التأمين في مقدمة القطاعات المكونة للسوق السعودي، حيث يستأثر بنسبة 21.91% من إجمالي الصفقات المنفذة خلال العام أي ما يعادل 6.67 مليون صفقة، يليه قطاع الصناعات البتر وكيميائية بحوالي 3.35 مليون صفقة بنسبة 10.99%، بينما عادت المراتب الاخيرة لقطاعي الطاقة والمرافق الخدمية بنسبة 0.70% والفنادق والسياحة بنسبة 1.87%.

ويتضح من هذه المقارنة أن شركات قطاع التأمين تعتبر أكثر الشركات السعودية نشاطا. ولعل ما يلفت النظر في تركيبة الشركات المساهمة السعودية هو تدهور شركات الطاقة والخدمات وكذا شركات الفنادق والسياحة وضآلة حجمها مقارنة بشركات القطاعات الأخرى.

أما من حيث الرسملة السوقية ففي نهاية عام 2015 فقد كان قطاع المصارف والخدمات المالية أنشط القطاعات حيث بلغت قيمة الأسهم المتداولة للقطاع نحو 295.38 مليار ريال تمثل نسبة 17.79% من إجمالي قيمة الاسهم المتداولة خلال العام، وحل قطاع الصناعات البتر وكيميائية ثانيا بنحو 270.39 مليار ريال بنسبة 16.28% وقطاع التأمين ثالثا بنحو 210.55 مليار ريال من إجمالي قيمة الأسهم بنسبة 12.68%، وهذا وقد

كانت المراتب الأخيرة لقطاعات الفنادق والسياحة، الإعلام والنشر والطاقة والمرافق الخدمية بنسبة 1.82%، 1.54% و 0.84% على التوالي¹.

وباحراء مقارنة رقمية، يتبين أن سوق الاسهم السعودي لا تزال بعيدة عن متوسط عدد الشركات المدرجة في الاتحاد العالمي للبورصات الذي يقدر بأكثر من 45 ألف شركة مدرجة في نهاية 2015².

وتعتبر سوق الأسهم السعودية من بين الأسواق القليلة الأولى عالميا من حيث متوسط الرسملة السوقية، ويعود الارتفاع في متوسط رسملة الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي إلى ضخامة الرسملة السوقية لعدد من الشركات المدرجة، إضافة إلى قلة عدد الشركات المدرجة في السوق. وتعود قلة عدد الشركات المسجلة في سوق الأسهم السعودي إلى الشروط الصعبة والصارمة التي تضعها وزارة التجارة في المملكة السعودية لتحويل الشركات إلى شركات مساهمة مؤهلة للإدراج في السوق المحلية، إذ غالبا ما لا تتوفر هذه الشروط إلا في الشركات الكبيرة، ومن هذه الشروط اشتراط نسبة معقولة من الحد الأدنى من رأس المال، وعدد معين من المساهمين، وأداء الشركات من حيث ربحيتها خلال السنوات التي تسبق طلب الإدراج.

يتضح من العرض السابق أنه على الرغم من أن سوق الأسهم السعودي يعتبر بمعايير الأداء الدولية من بين أضخم الأسواق العالمية حجما قياسا بحجم الرسملة السوقية، إلا أنها لا تزال سوقا تتسم بالضخالة والمحدودية لافتقارها إلى العمق الاستراتيجي المتجسد في ضآلة عدد الشركات المدرجة، الامر الذي يدعو إلى ضرورة المسارعة في إدراج المزيد من الشركات ذات الحجم المتوسط والصغير لتصحيح هذا الخلل الهيكلي³.

¹ date :17/05/2016.Sitte :www.sama.gov.com/R_Annual_Ar_50_Apx.pdf, 5600_R_Annual_Ar_50-

² - Sitte :http://www.al-sharq.com/news/details/363386 date :17/05/2016

3- مركز بخت للاستشارات المالية، "إعطاء القطاع الخاص دوره في تطوير أسواق المال في دول الخليج العربي أحد الحلول الأساسية لمشكلة الاعتماد على النفط"، من الموقع:

http://www.bfasaudi.com/Year1999_Pvt_Sect_Role/Year1999_Pvt_Sect_Role.asp, date: 21/04/2013.

الفرع الثاني: دراسة مؤشر سيولة السوق

يوضح الجدول التالي تطور مؤشر السوق لسوق الأسهم السعودي كما يلي:

جدول رقم (3-4) : تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودية للفترة [2005-2015].

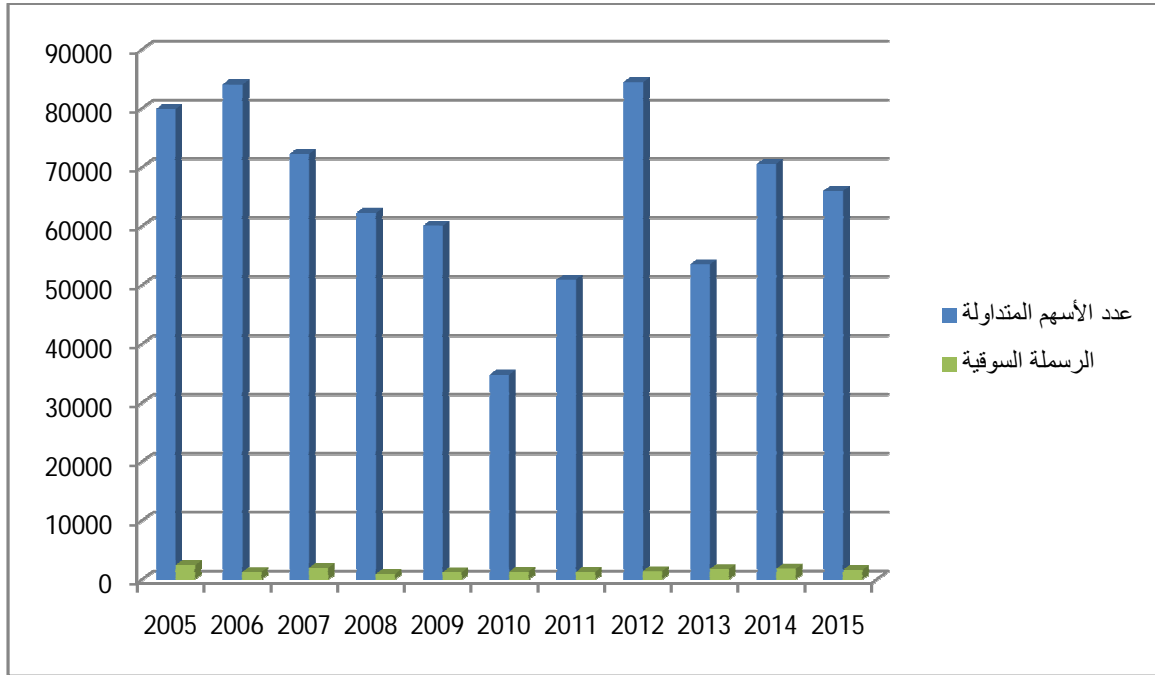
الوحدة : مليون ريال

السنة	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة	القيمة السوقية للأسهم (الرسكلة السوقية)	معدل دوران الأسهم (%)
2005	79860.065	4138.695	2438.00	170
2006	84078.545	5261.851	1226.000	429
2007	72239.887	2557.712	1946.000	131
2008	62258.780	1962.945	924.000	212
2009	60057.191	1264.011	1196.000	106
2010	34772.998	759.184	1325.000	57
2011	50920.541	1098.836	1270.000	86
2012	84.435.251	1929.318	1400.000	138
2013	53469.832	1369.665	1753.000	78
2014	70569.600	2146.511	1813.000	118
2015	65995.948	1660.662	1579.000	105

المصدر : السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير السنوي، 2015، من الموقع :

- sitte : <http://www.Tadawul.com.sa/> , date 13/04/2016.

شكل رقم (3-5): تطور مؤشر السيولة في سوق الأسهم السعودية للفترة (2005-2015).



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على: نتائج الجدول رقم (3-4)

انطلاقاً من الجدول نلاحظ الزيادة الكبيرة التي شهدتها سوق الأسهم السعودي و الخاصة بمعدل الدوران في نهاية عام 2006 والذي بلغ معدل 429% تعود إلى إدخال ميزة التسوية الفورية للصفقات التي سرعت من عملية التداول، علاوة على ارتفاع أسعار النفط وانتشار المعلومات التي لا أساس لها من الصحة وتلاعب المضاربين بالنتائج المالية للشركات، وتوسع البنوك المحلية في منح القروض والتسهيلات المصرفية للمستثمرين الموجهة لأغراض شراء الأسهم.

أما عن موسم الجمود الذي اعتري إصدارات الأسهم الأولية في السوق قد انتهى خلال العام 2009 ، لأنه مع انهيار هذا السوق في أواخر عام 2008 تلاشى الميل لإصدار الأسهم في السوق ، وكاد الهبوط الحاد لتقييم الأسهم و التقلب المحبط في الأسعار أن يدفع بسوق الإصدارات الأولية للأسهم أن توصل أبواهما في الفترة بين شهري أوت و ديسمبر ، وبلغ عدد الشركات السعودية التي أجلت إصدار أسهمها الأولية 50 شركة ، إلا أن المعوق الرئيسي لسوق الإصدارات الأولية و الذي أثر سلباً على معدل دوران الأسهم (مؤشر السيولة) يتمثل في أن الشركات المصدرة للأسهم ومموليها الماليين لازالوا

الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

متوقفين عند مستويات التقييم الماضية، وليس لديها رغبة في تغيير توقعاتها ، هذا إلى جانب بعض العوامل الأخرى التي أثرت سلبا على الطلب على إصدارات الأسهم الأولية و التي من أهمها : تأزم أوضاع السيولة المحلية ،محدودية الحصول على الإقراض الخارجي، الميل لتفادي المخاطر المرتفعة وتوقع انخفاض أرباح الشركات في ظل التباطؤ الاقتصادي.

أما فيما يخص باقي السنوات حتى 2015 فقد شهدت تذبذبا صعودا وهبوطا حيث سجل معدل دوران الأسهم لعام 2010 ما يعادل 57% بينما سجل عام 2012 نسبة 138 وسرعان ما انخفض في عام 2013 ليبلغ 86 ونجده يسجل 105 في عام 2015 وهذا راجع وهذا راجع إلى الضغط على أسهم السوق المالية السعودية وخاصة قطاع البتروكيماويات والتي تتأثر أسعار منتجاتها بالأسعار العالمية للنفط.

وبناء على ما سبق يتضح بأنه على الرغم من مؤشرات الأداء الإيجابية لسوق الأسهم السعودية إلا أن أوضاع السيولة في السوق لا تزال تؤثر عليها مشاركة عدد محدود من المستثمرين، ومما زاد الأمر تعقيدا تركز الأسهم في أيدي مجموعات أقلية من كبار المستثمرين، و إلى جانب هذا فإن السوق لا تزال تعاني من قلة صناديق الاستثمار وسيطرة المؤسسات الحكومية و شبه الحكومية على جزء كبير من رأس المال المصدر وهو ما قلل من عدد الأسهم المطروحة للتداول ، ولا ريب أن لهذا العامل الأخير انعكاسات جد سلبية على كفاءة تخصيص الاستثمارات في سوق الأسهم السعودية و اقتصاد المملكة ككل.

المبحث الثالث: تحليل دور صناديق الاستثمار الإسلامية في الرفع من أداء سوق الأسهم السعودي

بالحديث عن صناديق الاستثمار الإسلامية تطرقنا في هذا الفصل إلى ابراز أهم الصناديق الإسلامية في السعودية، وكما قمنا بتحليل هذه الصناديق و ابراز مدى مساهمتها في حركة التداول في السوق، إضافة الى أكبر الشركات التي تتعامل بصناديق الاستثمار.

المطلب الأول: صناديق الاستثمار الإسلامية السعودية

تحتل صناديق الاستثمار الإسلامية مكانة بارزة في الاقتصاد السعودي ككل، حيث تعتمد بصفة عامة على الحلول الإسلامية في اتخاذ وتطبيق قراراتها، واستطاعت بذلك تحقيق معدلات نمو جيدة.

الفرع الأول: صندوق الراجحي للأسهم لمحلية

يعتبر صندوق الراجحي للأسهم المحلية من بين أكثر الصناديق تداولاً في سوق الأسهم السعودي حيث يقوم على عدة استراتيجيات لتحقيق أهدافه والتي يمكن توضيحها في الآتي¹⁴⁴:

أولاً: هدف الصندوق: تحقيق زيادة مستمرة في رأس مال المستثمرين على المدى الطويل دون توزيع الأرباح والأرباح بل يعاد استثمارها مع رأس المال من خلال الإستثمار في أسهم الشركات المحلية بشكل رئيسي ودول المنطقة بشكل ثانوي.

ثانياً: سياسة الصندوق: الإستثمار في الأسهم المحلية وفق الشريعة الإسلامية ما عدا قطاع البنوك.

ثالثاً: بيان المخاطر: يعتبر الإستثمار في الأسهم مرتفع المخاطر ولا تخرج عمليات الإستثمار في الأسهم المحلية عن هذه القاعدة وقد تتضمن درجة من المخاطر منها مخاطر الدولة الواحدة وعلى المستثمر أن يدرك أن الإستثمار يعتمد على المضاربات والتوقعات التي تدور في السوق مما يجعل الأسهم متقلبة في المدى إستثمارها وتحرص إدارة الصندوق على الحد من تلك المخاطر بالتنوع الواسع لمحفظة الصندوق والإستثمار في شركات تتميز بقوة مركزها المالي، وتنوع الإستثمار في دول المنطقة يقلل من المخاطر عندما لا تكون الظروف مناسبة للإستثمار في الأسواق المحلية.

رابعاً: معلومات الصندوق: يمكن تجسيد أهم المعلومات عن الصندوق في الجدول التالي:

¹⁴⁴ -Sitte / <http://www.gulfbase.com/ar/mutualfund/funddetail/al-rajhi-local-shares-fund.datte>
15/05/2016

جدول رقم (3-5) صندوق الراجحي للاسهم المحلية

1.8%	الرسوم الادارية	الراجحي كابيتال	مدير الصندوق
يومي	موعد التقييم	ريال سعودي	عملة الصندوق
ستاندرز اندبورز	المؤشر القياسي	موافق للشريعة	الفئة
383.07	سعر الوحدة (2015/10/21)	تنمية رأس المال	التصنيف
19,78%	العائد - ستة أشهر	1999/07/12	تاريخ التأسيس
21,78%	العائد - سنة	100	سعر الوحدة عند الطرح
25,04%	العائد - ثلاث سنوات	5000	الحد الأدنى للاشتراك

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على:

-Sitte/http://www.gulfbase.com/ar/mutualfund/funddetail/al-rajhi-local-shares-fund.datte.15/05/2016.

sitte/https://www.zawya.com/arabic/funds/mutual_funds.cfm/mid091058092806--datte.15/05/2016.

الفرع الثاني: صندوق الراجحي للاسهم السعودية

يعتبر صندوق الراجحي للاسهم السعودية من بين صناديق الاستثمار المتداولة في سوق الاسهم السعودية ويهدف الى تحقيق مجموعة من الاهداف يمكن اجمالها في التالي¹⁴⁵:

أولاً: أهداف الصندوق أولاً: تحقيق نمو طويل الأجل في رأس المال عن طريق الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي (تداول) والمتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية، ويوفر الصندوق السيولة للمستثمرين.

ثانياً: استراتيجيات الصندوق: يستثمر الصندوق بشكل رئيسي في أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية (تداول) لاستغلال فرص النمو المتوقعة و المتاحة في الاقتصاد السعودي وتحقيق نمو طويل الأجل في رأس المال.

¹⁴⁵-Sitte/ http://www.alrajhi-capital.com/ar/assetmanagement/Pages/LocalFund.aspx.datte.15/05/2016

الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

وذلك بانتقاء الشركات التي تتمتع بمزايا تنافسية متميزة وتحلّى بمستويات رفيعة من جوانب القوة المالية، بالاعتماد على مجموعة من المعايير التي يمكن أن تشمل (ربحية السهم، قيمة الأصول، التدفقات النقدية، مكرر الربحية، القيمة الدفترية). وفيما يلي بيان موجز لنطاق توزيع أصول الصندوق:

أ. كحد أقصى من صافي أصول الصندوق وقت الاستثمار أو بنسبة تعادل القيمة السوقية 10% يجوز للصندوق الاستثمار في شركة واحدة بنسبة لأسهم هذه الشركة وفق المؤشر الإرشادي، حسب أعلى القيمتين، ويشمل هذا الاستثمار في سهم مصرف الراجحي.

ب- في جميع الظروف لا يجوز أن يمتلك الصندوق أكثر من 5% من الأوراق المالية الصادرة عن أي مصدر؛

ج- كما يجوز للصندوق الاستثمار في أسواق مالية عربية أخرى بنسبة لا تتجاوز 15% من أصول الصندوق؛

د- يجوز للصندوق استثمار السيولة النقدية المتاحة في أدوات مالية أخرى (و منها وحدات الصناديق الاستثمارية الأخرى، تشمل الصناديق المدارة من قبل مدير الصندوق أو تابعيه) على أن لا تتجاوز إجمال الوحدات التي يتم تملكها في الصندوق الآخر ما نسبته 10% من صافي قيمة أصول الصندوق ، وكذلك ألا تتجاوز الاستثمارات ما نسبته 10% من صافي قيمة أصول الصندوق الآخر المتملك فيه¹⁴⁶.

ثالثاً: معلومات الصندوق: المعلومات الأساسية عن الصندوق ملخصة في الجدول التالي

الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

جدول رقم (3-6) صندوق الراجحي للاسهم السعودية

مدير الصندوق	شركة الراجحي المالية	الرسوم الادارية	1,75%
عملة الصندوق	ريال سعودي	موعد التقييم	يومي (من الاحد الى الخميس)
الفئة	موافق للشريعة	المؤشر القياسي	اس اند بي لاسهم الشركات السعودية
التصنيف	تنمية راس المال على المدى الطويل	سعر الوحدة (2016/05/10)	83518
تاريخ التأسيس	1992/08/05	العائد - ستة أشهر	-
سعر الوحدة عند الطرح	100 ريال للوحدة	العائد - سنة	-
الحد الأدنى للاشتراك	5000	العائد - ثلاث سنوات	-

المصدر: بالاعتماد على العديد من المراجع أهمها

-Sitte/ <http://www.alrajhi-capital.com/ar/assetmanagement/Pages/LocalFund.aspx>

-Sitte/<http://www.cma.org.sa/Ar/pages/Investment-funds.aspx>.

الفرع الثالث: صندوق الصفاء للمتاجرة في الأسهم السعودية

يعتبر صندوق الصفاء للمتاجرة في الأسهم السعودية من بين أكثر الصناديق تداولاً في سوق الأسهم السعودي حيث يقوم على عدة استراتيجيات لتحقيق اهدافه والتي يمكن توضيحه في الآتي¹⁴⁷:

أولاً: هدف الصندوق يهدف الصندوق الى تحقيق نمو لرأس المال على المدى الطويل وذلك بالاستثمار في الأوراق المالية المدرجة في سوق الأسهم السعودية والتي تتفق مع المعايير التي حددتها هيئة الرقابة الشرعية للبنك السعودي الفرنسي للاستثمار في الأوراق المالية.

ثانياً: سياسة الصندوق: يستثمر الصندوق في أسهم الشركات المدرجة في سوق السهم السعودي وتكون مجازة

147 - Sitte/ <http://www.gulfbase.com/.../mutualfund/funddetail/...saudi...trading-fun...>

الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

من قبل هيئة الرقابة الشرعية للبنك.

جدول رقم (3-7) صندوق الصفاء للمتاجرة في الأسهم السعودية

1,8%	الرسوم الادارية	السعودي الفرنسي كاييتال	مدير الصندوق
ثلاث مرات بالاسبوع السبت،الاثنين، الأربعاء	موعد التقييم	ريال سعودي	عملة الصندوق
اس اند بي سعودي 40 اندكس	المؤشر القياسي	أسهم محلية (موافق للشريعة)	الفئة
998	سعر الوحدة (2016/05/08)	تنمية راس المال	التصنيف
-1,49%	العائد - ستة أشهر	2015/05/17	تاريخ التأسيس
-25,08%	العائد - سنة	10	سعر الوحدة عند الطرح
12,23%	العائد - ثلاث سنوات	2000	الحد الأدنى للاشتراك

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على الموقع:

-Sitte/http://www.cma.org.sa/Ar/pages/Investment-funds.aspx.datte.16/05/2016.

الفرع الرابع:صندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية

صندوق يخضع لإشراف هيئة السوق المالية بموجب لائحة صناديق الاستثمار تم اعتماد الصندوق، حسب شروطه وأحكامه، وذلك لتحقيق جملة من الأهداف نوجزها في التالي¹⁴⁸:

أولاً: هدف الصندوق: تتمثل أهداف الإستثمار في تحقيق زيادة على رأس المال خلال فترة زمنية طويلة من خلال الإستثمار في أسهم الشركات السعودية المدرجة في سوق الأسهم السعودية التي تتوافق مع المبادئ الشرعية للإستثمار. ويسعى الصندوق إلى تقليل المخاطر من خلال تنويع المحفظة الإستثمارية عبر مختلف قطاعات سوق الأسهم السعودية في حين يسعى إلى توفير معدلات منافسة من العوائد مقارنة مع مؤشر راسل 2000 المعدل.

ثانياً: سياسة الصندوق: يسعى الصندوق إلى توفير وسائل ملائمة للإستثمار في محفظة تدار بطريقة مهنية متخصصة للأسهم السعودية تتوافق مع المبادئ الشرعية للإستثمار، لذا فإن الصندوق يستثمر فقط في الشركات

¹⁴⁸-Sitte/ http://www.gulfbase.com/ar/mutualfund/funddetail/alahli-saudi-trading-equity-fund.datte.16/05/2016.

الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

التي تكون التجارة والصناعة والزراعة والخدمات هي المصدر الرئيسي لدخلها, الأمر الذي يلزم مدير الصندوق بعدم الإستثمار في أسهم الشركات المدرجة في القطاع المالي والمصرفي الربوي.

ثالثاً: معلومات أساسية حول الصندوق: المعلومات الأساسية حول هذا الصندوق ملخصة في الجدول التالي:

جدول رقم (3-8) صندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية

1,75%	الرسوم الادارية	شركة الأهلي المالية	مدير الصندوق
مرتين بالاسبوع السبت،الثلاثاء	موعد التقييم	ريال سعودي	عملة الصندوق
مؤشر ستاندرد آند (للاسهم السعودية المتوافقة مع الشريعة)	المؤشر القياسي	أسهم محلية (موافق للشريعة)	الفئة
786	سعر الوحدة (2016/05/08)	تنمية راس المال	التصنيف
2,46%	العائد - ستة أشهر	1998/06/03	تاريخ التأسيس
-26,21%	العائد - سنة	1	سعر الوحدة عند الطرح
4,84%	العائد - ثلاث سنوات	5000	الحد الأدنى للاشتراك

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على المواقع:

-<http://www.gulfbase.com/ar/mutualfund/funddetail/alahli-saudi-trading-equity-fund.datte.16/05/2016>.

-<http://www.cma.org.sa/Ar/pages/Investment-funds.aspx.datte.16/05/2016>.

-https://www.zawya.com/arabic/funds/mutual_funds.cfm/mid133623061206-datte.16/05/2016.

الفرع الخامس: صندوق الرائد

يعتبر صندوق الرائد من بين أكثر الصناديق تداولاً في سوق الأسهم السعودي حيث يقوم على عدة استراتيجيات لتحقيق اهدافه والتي يمكن توضيحه في الآتي¹⁴⁹:

¹⁴⁹-Sitte/ <http://www.gulfbase.com/ar/mutualfund/funddetail/al-raed-fund-/> -ساميا- للأصول- وإدارة- الإستثمار

الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

أولاً: هدف الصندوق: نمو رأسمالي طويل الأجل وتحقيق وتوزيع أرباح الأسهم من خلال الإستثمار في الأسهم السعودية مع الإلتزام في المعايير التي تقرها من وقت لآخر هيئة الرقابة الشرعية.

ثانياً: سياسة الصندوق: الإستثمار في الأسهم السعودية ماعدا البنوك.

ثالثاً: معلومات حول الصندوق: أهم المعلومات حول صندوق الراءد نوجزها في الجدول التالي:

جدول رقم (3-9) صندوق الراءد

1,8%	الرسوم الادارية	سامبا للأصول وإدارة الأستثمار	مدير الصندوق
اسبوعي	موعد التقييم	ريال سعودي	عملة الصندوق
-	المؤشر القياسي	أسهم محلية (موافق للشريعة)	الفئة
4112	سعر الوحدة (2016/05/04)	تنمية راس المال	التصنيف
-8,67%	العائد - ستة أشهر	2002/12/15	تاريخ التأسيس
-31,05%	العائد - سنة	1000	سعر الوحدة عند الطرح
5,96%	العائد - ثلاث سنوات	7500	الحد الأدنى للاشتراك

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الموقع:

سامبا-لأصول- وإدارة- الإستثمار- /-fund-detail/al-raed-fund- /ar/mutualfund/funddetail/ -http://www.gulfbase.com

المطلب الثاني: تحليل مؤشرات قطاع صناديق الاستثمار

وافقت الهيئة خلال عام 2015 على طرح وحدات 28 صندوقاً استثمارياً طرحاً عاماً، منها 25 صندوقاً يستثمر في الأسهم، وتسلمت الهيئة 104 إخطاراً مكتملاً لطرح صناديق استثمارية طرحاً خاصاً، وقد حقق قطاع صناديق الاستثمار خلال 2015 نمواً في قيم الأصول بنسبة 11.2% على مستواه في العام السابق، ويعود هذا الارتفاع إلى زيادة قيم الأصول الصناديق الخاصة بنسبة 50.5%.

الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

جدول رقم: (3-10) مؤشرات قطاع صناديق

نسبة التغير	عام 2015			عام 2014			العنصر
	الإجمالي	خاصة	عامة	الإجمالي	خاصة	عامة	
%-6.4	541	274	267	578	315	263	عدد الصناديق
%-3.5	240204	3416	236728	248921	3145	245776	عدد المشتركين
%11.2	180257.3	77394.5	102862.8	162088.1	51433.2	110654.3	قيم الأصول (مليون ريال)

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على:

السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير السنوي 2015، من الموقع:

[http:// www.tadawul.com.sa-date 13/04/ 2016](http://www.tadawul.com.sa-date 13/04/ 2016)

الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

الفرع الأول: الصناديق العامة

جدول رقم: (3-11) مؤشرات الصناديق العامة مصنفة بحسب نوع الاستثمار

نوع الاستثمار	عدد الصناديق			عدد المشتركين			قيم الأصول (مليون ريال)		
	عام 2014	عام 2015	نسبة التغير	عام 2014	عام 2015	نسبة التغير	عام 2014	عام 2015	نسبة التغير
أسهم	150	169	12.7%	187426	181997	-2.9%	35585.4	33011.6	-7.2%
أدوات الدين	9	9	0.0%	232	207	-10.8%	641.9	831.3	-29.5%
أسواق النقد	46	44	-4.3%	46307	43430	-6.2%	66381.6	61713.3	-7.0%
عقاري	11	10	-9.1%	5869	5455	-7.1%	4975.5	4430.5	-11.1%
قابض	41	30	-26.8%	5254	4996	-4.9%	2837.2	2727.0	-3.9%
متوازن	2	2	0.0%	414	377	-8.9%	124.6	91.9	-26.3%
رأس مال محمي	0	0	-	0	0	-	0	0	-
أخرى	4	3	-25%	274	266	-2.9%	108.7	57.4	-47.2%
الإجمالي	263	267	1.5%	245776	236728	-3.7%	110654.9	102862.8	-8.0%

المصدر: السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير السنوي، من الموقع 2015

[http:// www.tadawul.com.sa.date](http://www.tadawul.com.sa.date) 13/04/2016

مثلت قيم أصول صناديق الاستثمار العامة ما نسبته 57.1% من إجمالي أصول الصناديق بنهاية عام 2015، وتراجعت قيم أصولها بنهاية 2015 بنسبة 7% مقارنة بالعام السابق، لتبلغ 102.9 مليار ريال، وجاء هذا الانخفاض متزامنا مع انخفاض عدد المشتركين فيها بنسبة 3.7% إلى 236.7 ألف مشترك رغم ارتفاع عدد الصناديق بنسبة 1.5%، ويعزى انخفاض قيم أصول الصناديق إلى انخفاض قيم أصول كل من صناديق أسواق النقد والأسهم بنحو 4.7 و2.6 مليار ريال على التوالي عن العام السابق، ويعود تراجع عدد المشتركين في الصناديق العامة إلى انخفاض عددهم في صناديق الاستثمار في الأسهم من 187.4 ألف مشترك بنهاية عام 2014 إلى 182 ألف مشترك بنهاية عام 2015.

الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

الفرع الثاني: الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم

جدول رقم: (3-12) مؤشرات الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم مصنفة بحسب النطاق الجغرافي

النطاق الجغرافي	عدد الصناديق			عدد المشتركين			قيم الأصول (مليون ريال)		
	عام 2015	عام 2014	نسبة التغير	عام 2015	عام 2014	نسبة التغير	عام 2015	عام 2014	نسبة التغير
أسهم محلية	89	71	%25.4	164087	169156	%-3	20024.5	22634.1	%-11.5
أسهم خليجية	28	26	%7.7	12264	13319	%-0.4	3014.3	2342.8	%28.7
أسهم عربية	6	6	%0.0	403	439	%-8.2	306.9	459.5	%-33.3
أسهم آسيوية	10	10	%0.0	1172	1243	%-5.7	856	786.8	%8.8
أسهم أمريكية	4	4	%0.0	235	247	%-4.9	2003.6	2020.1	%-0.8
أسهم أوروبية	6	6	%0.0	266	266	%0.0	2747.9	2662.5	%3.3
أسهم دولية أخرى	26	27	%-3.7	3570	3756	%-5	4058.5	4679.6	%-13.3
الإجمالي	169	150	%12.7	181997	187426	%-2.9	33011.6	35585.4	%-7.2

المصدر: السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير السنوي، من الموقع 2015 :

-Sitte//http:// www.tadawul.com.sa.date 13/04/2016

انخفضت قيم الأصول العامة المستثمرة في الأسهم بنهاية 2015 إلى 33 مليار ريال، أي بنسبة 7.2%

عن العام السابق، وقد جاء هذا الانخفاض متزامنا مع انخفاض عدد المشتركين بنسبة 2.9% ليصل إلى

181997 مشترك مقارنة بالعام السابق، وهذا رغم ارتفاع عدد الصناديق بنسبة 12.7%.

الفرع الثالث: الصناديق الخاصة

جدول رقم: (3-13) مؤشرات الصناديق الخاصة مصنفة بحسب نوع الاستثمار

نوع الاستثمار	عدد الصناديق			عدد المشتركين			قيم الأصول (مليون ريال)		
	عام 2015	عام 2014	نسبة التغير	عام 2015	عام 2014	نسبة التغير	عام 2015	عام 2014	نسبة التغير
أسهم	109	142	-23.2%	1077	848	27%	23499.2	13667.8	71.9%
أدوات دين	9	28	-67.9%	16	72	-77.8%	3085	126.2	2344.4%
أسواق نقد	9	7	28.6%	40	35	14.3%	1725.3	1688.7	2.2%
عقاري	112	97	15.5%	2027	1883	7.6%	45466.8	33068.1	37.5%
سلع	1	1	0.0%	2	2	0.0%	252.2	46.8	438.9%
متعدد الاصول	13	14	-7.1%	121	82	47.6%	1145.8	506.5	126.2%
تحوط ومشتقات مالية	21	26	-19.2%	193	223	-13.5%	2220.2	2329.1	-4.7%
الإجمالي	274	315	-13%	3476	3145	10.5%	77394.5	51433.2	50.5%

المصدر: السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير السنوي، من الموقع 2015

[http:// www.tadawul.com.sa](http://www.tadawul.com.sa). Date.13/04/2016

ارتفعت قيمة أصول الصناديق الخاصة بنهاية 2015 بنسبة 50.5% إلى 77.4 مليار ريال، وصاحب هذا الارتفاع زيادة عدد المشتركين بنسبة 10.5% عن العام السابق رغم انخفاض عدد الصناديق بنسبة 13% إلى 274 صندوقاً، ونعزى 85.6% من الزيادة مفي قيم أصول الصناديق الخاصة إلى ارتفاع أصول الصناديق العقارية بقيمة 12.4 مليار ريال وارتفاع أصول صناديق الأسهم بقيمة 9.8 مليار ريال.

المطلب الثالث: تحليل مساهمة صناديق الاستثمار في الرفع من أداء السوق

لتبيان مساهمة صناديق الاستثمار في الرفع من أداء السوق قمنا بدراسة معدل الرسحلة السوقية وكذا درجة تركز الصناديق حسب الأصول وعدد المستثمرين.

الفرع الأول: معدل الرسملة السوقية

حساب الرسملة السوقية لكل من الصناديق العامة والخاصة

أولاً: قطاع الصناديق

جدول رقم: (3-14) الرسملة السوقية لقطاع الصناديق

الوحدة: مليون ريال

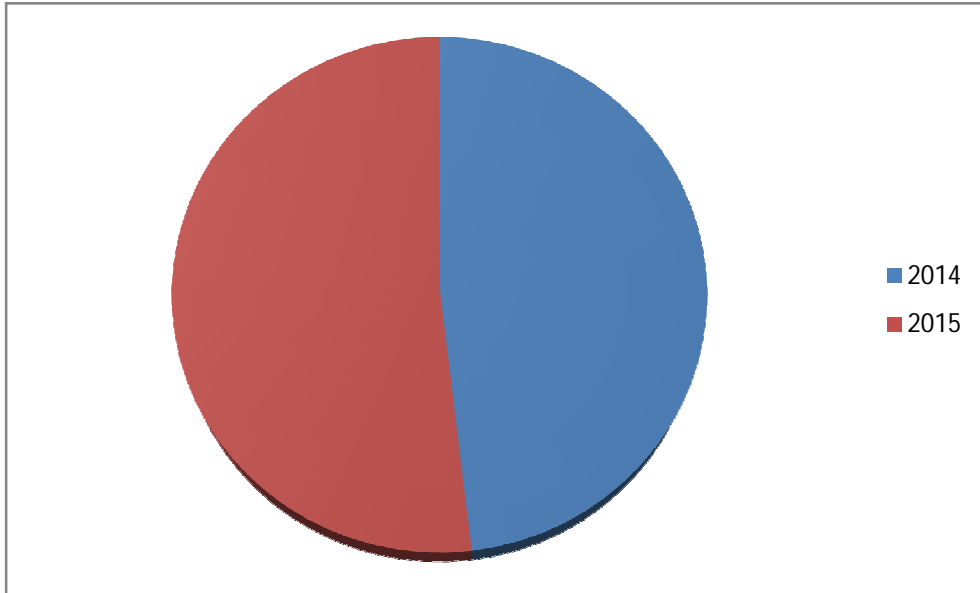
العام	قيمة أصول الصندوق	الناتج المحلي الاجمالي	الرسملة السوقية
2014	162088.1	247465125	%0.065
2015	180257.3	255612125	%0.070

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على

السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير السنوي، من الموقع 2015

[http:// www.tadawul.com.sa.date](http://www.tadawul.com.sa.date) 13/04/2016

شكل رقم (3-6): الرسملة السوقية لقطاع الصناديق



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على: نتائج الجدول رقم (3-14)

الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

مثلت مساهمة أصول الصناديق ما نسبته 0.065% من الناتج المحلي الاجمالي سنة 2014 وهي تعتبر

نسبة قليلة وهذا راجع لاعتماد سلطات المملكة بالدرجة الاولى على النفط في زيادة حجم الناتج المحلي الاجمالي، اما في 2015 فقد ارتفعت نسبة المساهمة لتصل الى 0.070% وتزامن هذا مع ارتفاع قيمة أصول الصندوق ليصل إلى 180257.3 مليون ريال، وكذا لفقدان المملكة جزء من مدخولها من مصاريف الحج ازاء وجود صحايا الحج وتقديم تعويضات مالية لذويهم.

ثانيا: الصناديق العامة

جدول رقم: (3-15) الرسملة السوقية للصناديق العامة

الوحدة: مليون ريال

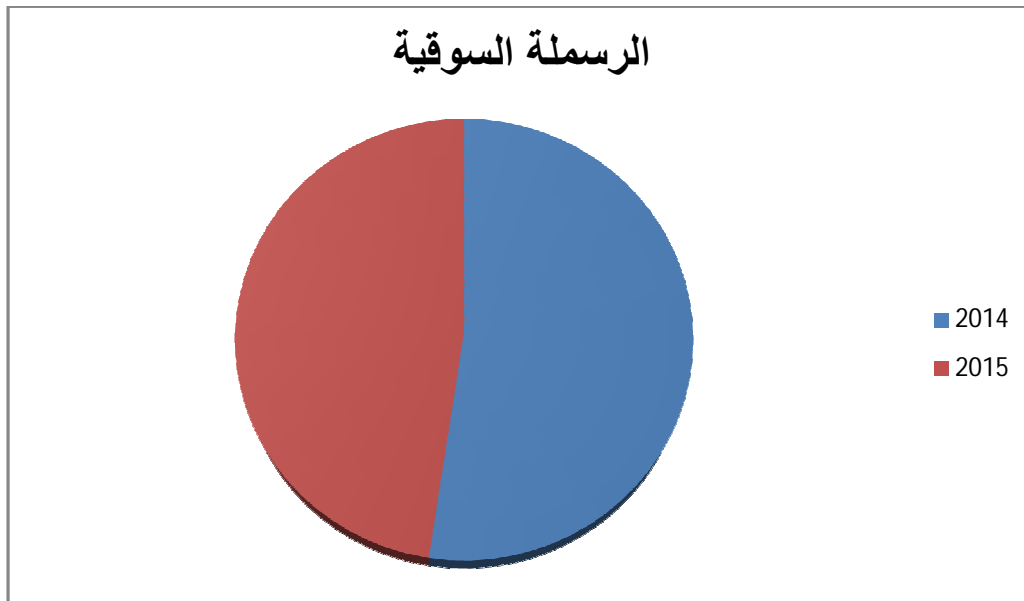
العام	قيمة أصول الصندوق	الناتج المحلي الاجمالي	الرسملة السوقية
2014	110654.9	247465125	0.044%
2015	102862.8	255612125	0.040%

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على:

السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير السنوي، من الموقع 2015

-[http:// www.tadawul.com.sa](http://www.tadawul.com.sa). Date13/04/2016

شكل رقم: (3-7) الرسملة السوقية للصناديق العامة



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على: نتائج الجدول رقم (3-15)

الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

انخفضت مساهمة قيمة أصول صناديق الاستثمار في تعبئة المدخرات سنة 2015 مقارنة بالعام السابق حيث انخفضت الى 0.040% وهذا راجع الى انخفاض قيمة الاصول و ارتفاع حجم الناتج المحلي الاجمالي، بينما كانت تقدر مساهمتها في 2014 بنسبة 0.044%.

ثالثا: الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم

جدول رقم: (3-16) الرسملة السوقية للصناديق العامة المستثمرة في الأسهم

الوحدة: مليون ريال

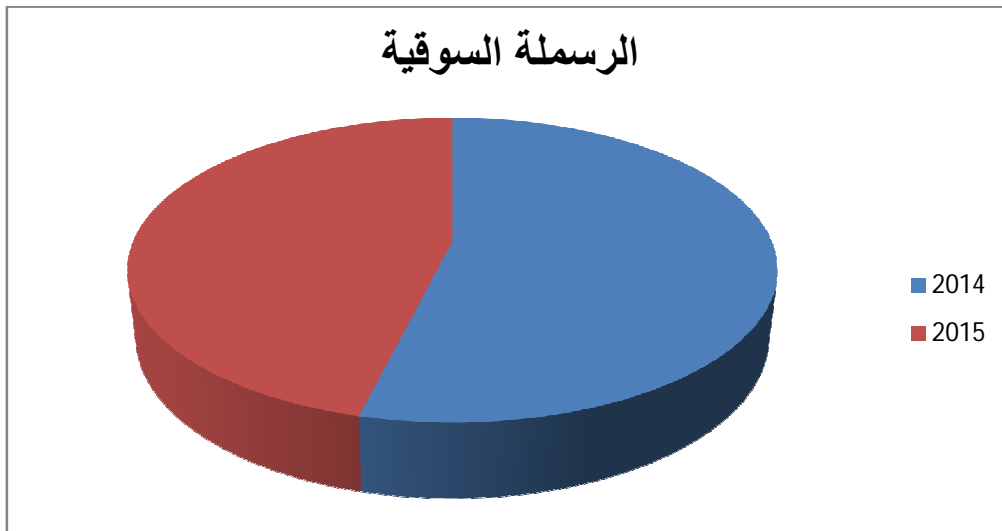
العام	قيمة أصول الصندوق	الناتج المحلي الاجمالي	الرسملة السوقية
2014	35585.4	247465125	0.014%
2015	33011.6	255612125	0.012%

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على:

السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير السنوي، من الموقع 2015

[http:// www.tadawul.com.sa.date](http://www.tadawul.com.sa.date) 13/04/2016

شكل رقم: (3-8) الرسملة السوقية للصناديق العامة المستثمرة في الأسهم



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على: نتائج الجدول رقم (3-16)

انخفاض قيمة أصول الصندوق عام 2015 مقارنة بالعام السابق ليصل إلى 33011.6 مليون ريال وتزامن هذا مع ارتفاع الناتج المحلي الاجمالي الامر الذي أدى الى انخفاض مساهمة الصناديق في تعبئة المدخرات لتصل الى مساهمة ضئيلة جدا بنسبة 0.012%.

رابعاً: الصناديق الخاصة

جدول رقم: (3-17) الرسملة السوقية للصناديق الخاصة

الوحدة: مليون ريال

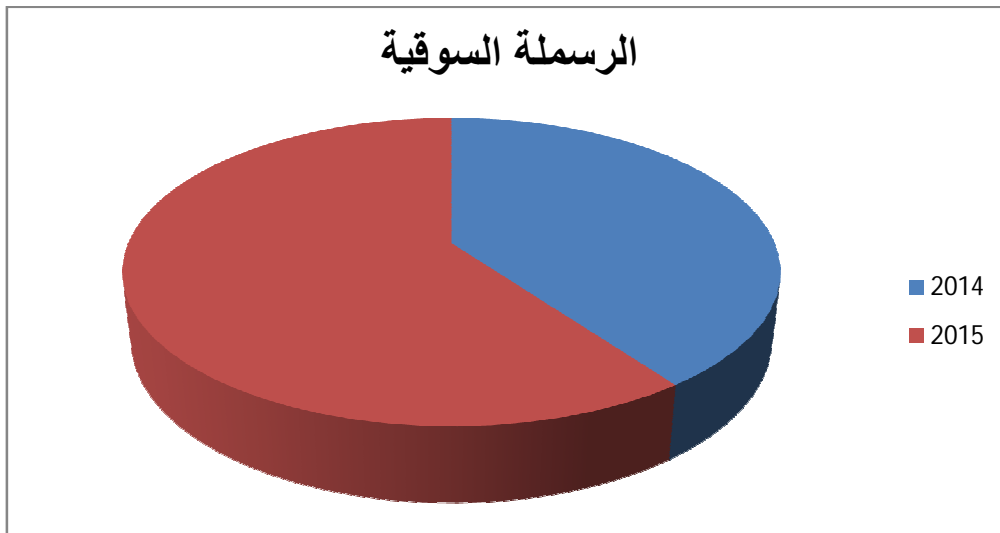
العام	قيمة أصول الصندوق	الناتج المحلي الاجمالي	الرسملة السوقية
2014	51433.2	247465125	%0.020
2015	77394.5	255612125	%0.030

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على

السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير السنوي، من الموقع 2015

[http:// www.tadawul.com.sa.date](http://www.tadawul.com.sa.date) 13/04/2016

شكل رقم: (3-9) الرسملة السوقية للصناديق الخاصة



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على: نتائج الجدول رقم (3-17)

ارتفاع مساهمة أصول الصندوق في الناتج المحلي الاجمالي عام 2015 مقارنة بالعام السابق لتصل الى %0.030 بينما كانت %0.020 وهذا راجع لارتفاع أصول الصندوق بقيمة 25961.3 مليون ريال مقارنة بعام 2014.

الفرع الثاني: درجة مساهمة صناديق الاستثمار

أولاً: قطاع الصناديق

جدول رقم: (3-18) درجة مساهمة قطاع الصناديق

الوحدة: مليون ريال

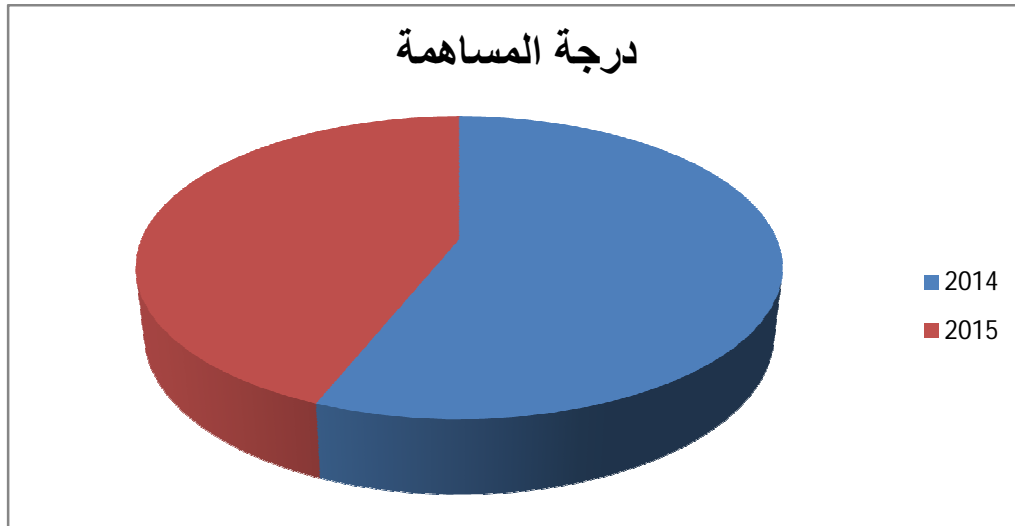
العام	قيمة أصول الصندوق	القيمة السوقية	درجة المساهمة
2014	162088.1	1812.89	%1.11
2015	180257.3	1579.06	%0.87

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على

السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير السنوي، من الموقع 2015

- [http:// www.tadawul.com.sa](http://www.tadawul.com.sa)

شكل رقم: (3-10) درجة مساهمة قطاع الصناديق



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على: نتائج الجدول رقم (3-18)

الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

بلغت نسبة مساهمة صناديق الاستثمار في اتساع حركة السوق 1.11% سنة 2014 ، غير انها لاقت انخفاضاً في درجة المساهمة عام 2015 ليصل الى 0.87% تزامناً مع انخفاض القيمة السوقية وارتفاع قيمة أصول الصندوق

ثانياً: الصناديق العامة

جدول رقم: (3-19) درجة مساهمة الصناديق العامة

الوحدة: مليون ريال

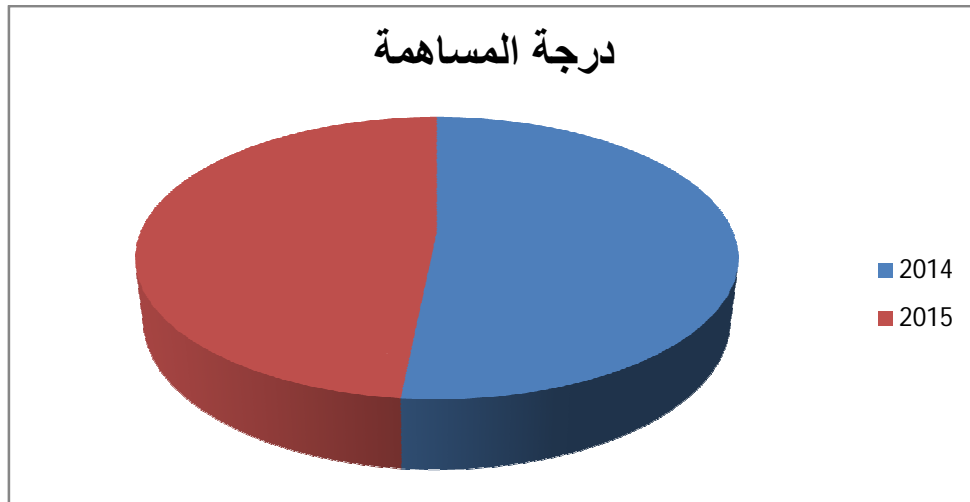
العام	قيمة أصول الصندوق	القيمة السوقية	درجة المساهمة
2014	110654.9	1812.89	1.63%
2015	102862.8	1579.06	1.53%

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على

السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير السنوي، من الموقع 2015

- [http:// www.tadawul.com.sa.date13/04/2016](http://www.tadawul.com.sa.date13/04/2016)

شكل رقم: (3-11) درجة مساهمة الصناديق العامة



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على: نتائج الجدول رقم (3-19)

انخفاض القيمة السوقية عام 2015 مقارنة بالعام السابق ادى الى انخفاض درجة مساهم الصندوق في حركة التداول لتصل الى 1.53%، بينما سجلت نسبة 1.63% وذلك بسبب ارتفاع القيمة السوقية.

ثالثاً: الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم

جدول رقم: (3-20) درجة مساهمة الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم

الوحدة: مليون ريال

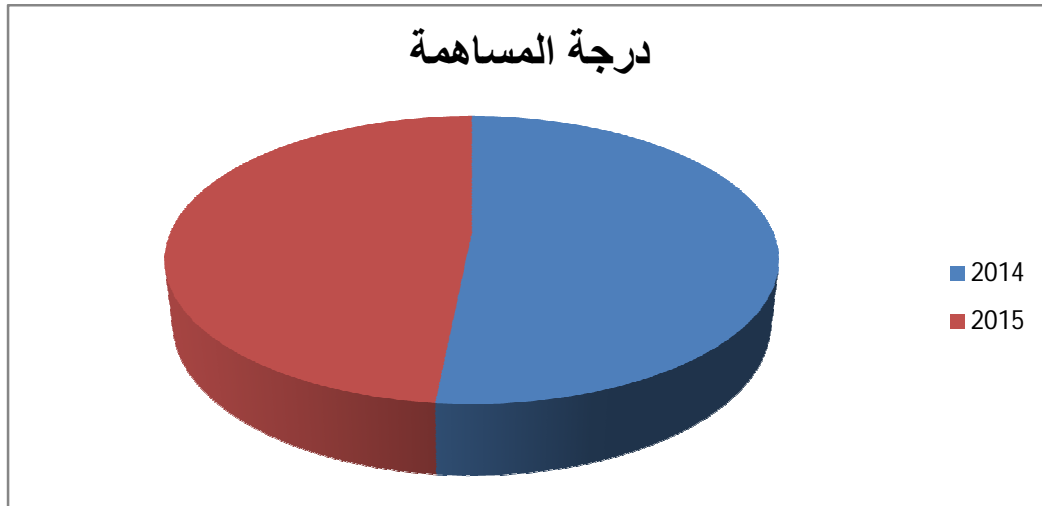
العام	قيمة أصول الصندوق	القيمة السوقية	درجة المساهمة
2014	35585.4	1812.89	%5.09
2015	33011.6	1579.06	%4.78

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على:

السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير السنوي، من الموقع 2015

- [http:// www.tadawul.com.sa.date](http://www.tadawul.com.sa.date) 13/04/2016

شكل رقم (3-12) درجة مساهمة الصناديق العامة المستثمرة في الأسهم



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على: نتائج الجدول رقم (3-20)

انخفاض درجة مساهمة الصندوق في حركة التداول عام 2015 مقارنة بالعام السابق حيث وصلت إلى نسبة 4.78% بينما كانت %5.09 عام 2014، وقد تزامن هذا الانخفاض مع انخفاض القيمة السوقية بقيمة 233.83 مليون ريال.

رابعاً: الصناديق الخاصة

جدول رقم: (21-3) درجة مساهمة الصناديق الخاصة

الوحدة: مليون ريال

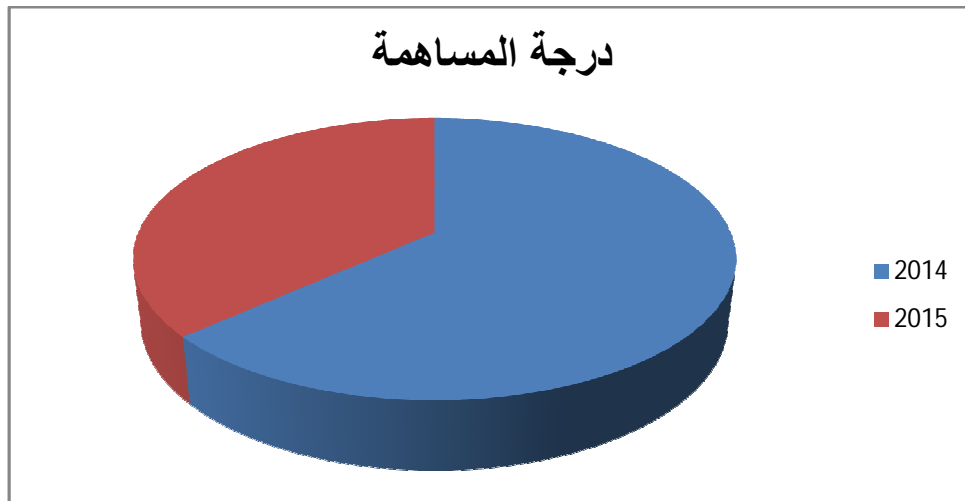
العام	قيمة أصول الصندوق	القيمة السوقية	درجة المساهمة
2014	51433.2	1812.89	%3.52
2015	77394.5	1579.06	%2.04

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على:

السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير السنوي، من الموقع 2015

-Sitte//http:// www.tadawul.com.sa.date13/04/2016

شكل رقم: (13-3) درجة مساهمة الصناديق الخاصة



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على: نتائج الجدول رقم (21-3)

إن ارتفاع قيمة أصول الصندوق وما يرافقه من تراجع القيمة السوقية يؤثر بشكل سلبي على درجة مساهم الصندوق في اتساع السوق، حيث انه في عام 2015 انخفضت درجة مساهمة الصندوق لتصل إلى 2.04% مقارنة بالعام السابق التي كانت درجة مساهمة الصندوق في حركة التداول بنسبة 3.53%.

الفرع الثالث: درجة التمركز

ستتطرق هنا إلى تصنيف الشركات وذلك وفقاً لأصول و عدد الصناديق في هذه الشركات وعدد المشتركين فيها.

جدول رقم: (3-22) تصنيف شركات الاستثمار

عدد المشتركين	حجم أصول الصناديق (مليون ريال)			عدد الصناديق			شركات الاستثمار
	الإجمالي	أجنبية	محلية	الإجمالي	مفتوح	مغلق	
39059	32523.7	3819.1	28704.6	27	26	1	شركة الأهلي المالية
70175	18084.0	7852.9	10231.1	36	35	1	شركة الرياض المالية
30583	16017.1	5486.8	10530.3	17	17	0	شركة سامبا للأصول والخدمات المالية
13576	11789.4	7749.8	4039.6	11	11	0	شركة الراجحي للخدمات المالية
33460	8903.2	808.8	8044.4	21	21	0	اتش اس بي سي العربية السعودية الموحدة

المصدر: مؤسسة النقد العربي الموحد، التقرير السنوي يوم الاطلاع 2015/05/23

Sitte/http://www.sama.gov.sa -

بتحليل تصنيف شركات الاستثمار وفقاً لأصول الصناديق، فقد احتلت شركة الأهلي المالية المرتبة الأولى بالنسبة لحجم أصول صناديق الاستثمار التابعة لها بحوالي 32.5 مليار ريال أي بنسبة 29.4% من إجمالي أصول صناديق الاستثمار، ثم تلتها شركة الرياض بحجم أصول بلغ 18.1 مليار ريال، وحلت في المرتبة الثالثة شركة سامبا للأصول بحجم أصول 16 مليار ريال، ثم شركة الراجحي للخدمات المالية بحجم أصول 11.7 مليار ريال، وفي المرتبة الخامسة اتش اس بي سي العربية بحجم أصول 8.9 مليار ريال.

الرفع من أداء سوق الأوراق المالية

ومن ناحية إجمالي عدد الصناديق احتلت شركة الرياض المرتبة الأولى بعدد 36 صندوقاً، ثم شركة الأهلي بعدد 27 صندوقاً، ثم تلنها اتش اس بي سي العربية السعودية الموحدة بـ 21 صندوقاً، وفي المرتبة الرابعة كانت شركة سامبا للأصول المالية بـ 17 صندوقاً وشركة الراجحي في المرتبة الخامسة بـ 11 صندوقاً.

وباستعراض ترتيب الشركات حسب عدد المشتركين، احتلت شركة الرياض المالية المرتبة الأولى بـ 70175 مشترك، تلتها شركة الأهلي المالية بـ 39059 مشترك، وحلت في المرتبة الثالثة شركة سامبالأصول وإدارة الاستثمار، وفي المرتبة الرابعة اتش اس بي سي العربية السعودية الموحدة بـ 33460 مشترك، ثم تلتها شركة الراجحي للخدمات المالية بعدد 13576 مشترك¹⁵⁰.

¹⁵⁰ - مؤسسة النقد العربي الموحد، التقرير السنوي يوم الاطلاع 2015/05/23

الخلاصة:

يعتبر سوق الأسهم السعودي من الأسواق المالية الناشئة التي تضم أكبر تشكيلة من صناديق الاستثمار الإسلامية لقدرتها على كسب ثقة الأطراف لجمع إيداعاتهم واستثمارها وفق أسس مشروعة هذا بالإعتماد على إدارة محترفة ذات خبرة وكذا المرونة الحرة في تحويل مختلف إستثماراتهم، وذلك من أجل دعم اقتصادها الوطني وتنمية وتطوير تعاملاتها مع العالم الخارجي.

الخاتمة العامة

الخاتمة

من خلال ما تم طرحه وكخاتمة لموضوع دراستنا يمكننا القول بأن أسواق الأوراق المالية تعتبر أحد الآليات الهامة لتجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، فهي تؤدي دور الوسيط بين المستثمرين وبين الجهات المصدرة للأوراق المالية، كما تمنح من جهة أخرى للأفراد وصغار المستثمرين فرصاً متنوعة لتوظيف مدخراتهم كما تسهل للشركات إيجاد مصادر تمويل متنوعة.

وباعتبار أسواق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الاستثمار فإن ذلك يقتضي أن تتيح قدرًا كافيًا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها، حيث تعطي للمستثمرين الثقة والأمان، وعليه فإنه إذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق مختلف المعلومات الواردة لها توصف السوق في هذه الحالة بالسوق الكفء، وهو ما يسهل في الأخير من متابعة أداء أسواق الأوراق المالية من قبل خبراء المال والمستثمرين واعتمادهم على مؤشرات السوق باعتبارها أداة للتنبؤ بالاتجاه العام للأسعار في المستقبل.

ومن أهم الأدوات المالية التي نالت اهتمام المعنيين والمختصين في شؤون المال والاقتصاد، "صناديق الاستثمار الإسلامية" والتي تم ابتكارها تماشياً و تطورات القطاع المالي وأحكام الشريعة الإسلامية، والتي تعتبر أحد المؤسسات المالية الإسلامية التي تتولى تجميع أموال المستثمرين ليعهد بإدارتها إلى جهة مختصة ذات خبرة، تساعد بشكل كبير المدخر الصغير الذي يسعى إلى استثمار أمواله، لتحقيق أكبر ربح في ظل مخاطرة ضئيلة، لتحقيق أهم مزاياها الاستثمارية في النهوض بسوق الأوراق المالية الناشئة خاصة والاقتصاد ككل عامة، وقد استخدمت هذه الصناديق في العديد من الدول خاصة منها العربية والإسلامية، بما فيها المملكة العربية السعودية حيث تفوق نسبة استخدامها لصناديق الاستثمار الإسلامية 70% لما تلعبه من أهمية كبيرة على مستوى الاقتصاد السعودي في ظل أسواق مالية ناشئة.

ويعد سوق الأسهم السعودي من بين التجارب العربية التي يحتذى بها، ويتضح ذلك من خلال دراستنا لمقومات الكفاءة في سوق الأسهم السعودي، فقد تبين لنا تحقيق السوق المالي السعودي لأشواط كبيرة على مسار التطوير والتحديث خلال فترة وجيزة نسبياً، ويشهد على ذلك النمو المستمر في قيمة المؤشر العام خلال الفترة المدروسة، ومن المظاهر الدالة أيضاً على نمو السوق التطور الملحوظ في المؤشرات ذات الصلة

الخاتمة العامة

بالكفاءة، وما يمكن ملاحظته أيضا من نتائج الاختبار لصيغ الكفاءة السوقية تحقيق سوق الأسهم السعودي لمستوى من الكفاءة وإن كانت كفاءة متوسطة قريبة للكفاءة الضعيفة أكثر منها للقوية.

النتائج

يمكن حصر أهم النتائج التي تسنى لنا الخروج بها من هذه الدراسة في النقاط التالية:

- لتحقيق الاستثمار الامثل لابد من الاستفادة من جميع المعلومات والبيانات المتوفرة عن الأوراق المالية التي تساعد في تقييم أوضاع الجهات المصدرة للأوراق المالية سواء من خلال القوائم المالية كالميزانيات وحسابات الأرباح والخسائر وقوائم التدفقات النقدية.
- تعد صناديق الاستثمار واحدة من أهم الأدوات الاستثمارية وأفضلها للمستثمرين الصغار الذين يمتلكون مدخرات صغيرة ولا يستطيعون متابعة أداء الأسواق المالية وليست لهم الدراية والمعرفة الكافية بعالم الاستثمار في الأسواق المالية.
- تعتبر صناديق الاستثمار الإسلامية من الأدوات الاستثمارية الإسلامية المستحدثة التي ظهرت مع تسارع وتيرة ظهور الابتكارات المالية، وذلك استجابة للطلب المتزايد لإيجاد الحلول والأدوات المالية التي تنفق وأحكام الشريعة، وللوفاء بمتطلبات المستثمرين الراغبين والباحثين عن وسائل وأدوات استثمارية جديدة تكون لهم قيمة مضافة وتساعدهم على التقليل من المخاطر التي تحيط باستثماراتهم.
- والجدير بالذكر أن وجود صناديق الاستثمار الإسلامية قد يساهم وبشكل كبير وواضح في الرفع من أداء الأسواق المالية الناشئة، لما توفره هذه المنتجات من مزايا ومرونة في الاستثمار،
- تحتل صناديق الاستثمار الإسلامية مكانة هامة في الأسواق المالية نظرا لأهميتها الكبيرة ومنافعها العديدة، إذ أن الاستثمار في مثل هذه الصناديق من شأنه أن يؤدي إلى الرفع من أداء السوق المالية وتوسيع قاعدتها، واعطاء للمستثمرين مرونة أكبر للاختيار في توزيع استثماراتهم على قنوات السوق وقطاعاتها، ولاشك أن الأسواق المالية خاصة في الدول العربية تحتاج إلى آليات ومنتجات جديدة ومشروعة لتنشيط العمل بها و على رأسها صناديق الاستثمار الإسلامية.
- سوق الأسهم السعودي لا يمتلك العديد من المقومات الرئيسية للكفاءة والتي من أبرزها عدم إمكانية الحصول على المعلومات عن الشركات وأسهمها بسهولة، وامتلاك الكثير من المتعاملين في السوق القدرة على التأثير على

الخاتمة العامة

أسعار الأهم وارتفاع تكاليف التعامل وتحرك أسعار الاسهم في السوق في شكل مسارات عشوائية، بشكل لا يعبر عن أثر المعلومات الواردة إلى السوق على القيمة السوقية للأسهم.

التوصيات:

على ضوء ما تقدم من نتائج فإن ما يمكن اقتراحه من توصيات ما يلي:

- ضرورة القيام بإنشاء أسواق أوراق مالية أكثر تطوراً ومرونة تلي احتياجات المستثمرين ومختلف تعاملاته من خلال إصدار القوانين والتشريعات التي تعمل على تأسيسها وتسهيل من عملها وتخضع لمختلف المقاييس و المعايير العالمية.

- توفير المناخ القانوني المناسب لعمل مختلف الابتكارات المالية الجديدة لاسيما الإسلامية منها للتعامل بها بما يتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية إصداراً وتداولاً مما يزيد في تطورها ومساهمتها في الرفع من أداء أسواق الأوراق المالية وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

- تشجيع التعاون والتنسيق بين مختلف أسواق الأوراق المالية مما يسهم في التفتح على بعضها البعض لتبادل خبراتها والاستفادة من تجاربها.

- نشر ثقافة التعامل بصناديق الاستثمار الإسلامية بوصفها صناعات مالية جديدة تعمل على النهوض باقتصادياتها وتشجع على التوجه نحو الاستثمارات السليمة.

- التوجه نحو زيادة كفاءة أسواق الأوراق المالية بالتوجه للمورد البشري من خلال تنمية مؤهلاته وزيادة خبراته وكذا تقديم المشورة الفنية والشرعية، كل هذا يكون بالقيام بدورات تدريبية وندوات فكرية والاستعانة بمعاهد خاصة لتطوير هذه الكوادر لاسيما فيما يخص الضوابط الشرعية الإسلامية.

- العمل على استقطاب وجذب رؤوس الأموال المحلية منها والأجنبية وفق تقنيات حديثة مما يساهم في دعم نمو وتوسيع نشاط سوق الأوراق المالية وهذا ما توفره صناديق الاستثمار الإسلامية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

قائمة المراجع

1- الكتب:

1. أحمد سفر، المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية ، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2006.
2. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان، 2010.
3. إسماعيل احمد الشناوي وعبد النعيم مبارك، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
4. أشرف محمد دوابه، صناديق الاستثمار في البنوك الاسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام، مصر، 2006.
5. أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2007.
6. أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، مصر، 2007.
7. جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال (الهيكل، الأدوات والاستراتيجيات)، الجزء الثاني، طبعة أولى، دار الهدى للطباعة، الجزائر، 2011.
8. جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، طبعة أولى، دار هومة، الجزائر، 2002.
9. جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الجزء الثالث، طبعة أولى، دار هومة، الجزائر، 2002.
10. حسن حمدي، دليلك إلى البورصة، طبعة أولى، دار الكتاب العربي، دمشق، 2006.
11. حسين بن هاني، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، طبعة أولى، الأردن، 2002.
12. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، دار المعتر، 2004.
13. حيدر يونس الموسوي، المصارف الاسلامية آدائها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
14. خالد أحمد فرحان المشهداني و رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إلى الأسواق المالية، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
15. ديماء وليد حنا الرضي، الأسواق المالية (تركيبها، كفاءتها، سيولتها، والتجربة العربية)، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، الأردن، 2015.

قائمة المراجع

16. رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، طبعة أولى، المعترف للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
17. رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، طبعة أولى، دار المعترف، عمان، 2005.
18. زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، مصر، 2008.
19. سيد سالم عرفة، ادارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
20. السيد عبد القادر متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، طبعة أولى، دار الفكر، عمان ، 2010.
21. شمعون شمعون، البورصة- بورصة الجزائر، دار هومة، الجزائر، 2005.
22. صادق راشد الشمري، أساسيات الإستثمار في المصارف الاسلامية، الطبعة الأولى، داراليازوري، الأردن.
23. صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية، طبعة أولى، عالم الكتب، القاهرة، 2003.
24. صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، طبعة أولى، مكتبة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000.
25. ضياء محي، البورصات - أسواق رأس المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية، 2003.
26. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2006.
27. عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
28. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، أسهم-سندات - وثائق الاستثمار، الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
29. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، أسهم-سندات-وثائق استثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
30. عبد الغفار حنفي، البورصات، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1995.
31. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
32. عنايات النجار ووفاء شريف، دليل المتعاملين في البورصة الأوراق المالية المنظمة العربية للتنمية الادارية، مصر، 2006.

قائمة المراجع

33. عيسى ضيف الله منصور، نظرية الأرباح في المصارف الاسلامية، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الاردن، 2007.
34. قاسم نايف علوان، ادارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق، الطبعة الاولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
35. ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
36. محب خلة توفيق، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.
37. محفوظ جبار، أسواق رؤوس الأموال (الهيكل، الأدوات، الاستراتيجيات)، الجزء الأول، الجزائر، 2011،
38. محمد أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء للنشر، الإسكندرية، 2000،
39. محمد أيوب، النظام المالي في الاسلام، ترجمة عمر سعيد الأيوبي، أكاديميا أنترناشيونال ومؤسسة محمد بن راشد آل مكتوم، لبنان، 2009.
40. محمد صالح الحناوي وآخرون، " تقييم الأسهم والسندات "، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007،
41. محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات، دار وائل للنشر، عمان، 2002.
42. محمد صالح حناوي ولال ابراهيم العبد، بورصة الاوراق المالية بينالنظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
43. محمد صبري هارون، " أحكام الأدوات المالية - أسهم، سندات - "، طبعة أولى، دار النفائس، الأردن، 2009.
44. محمد محمود عبد ربه، طريقك إلى البورصة مخاطر الاعتماد على البيانات المحاسبية عنج تقييمك للاستثمارات في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر. 2000.
45. محمود حسين الوادي وآخرون، الاقتصاد الاسلامي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
46. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وسوق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997،
47. منير هندي ورسمية قرياص، " الأسواق والمنشآت المالية " مكتبة ومطبعة الإشعاع، الإسكندرية، 1997

قائمة المراجع

48. ميشال بيار الشرتوني، الوجيز في الدراسات المصرفية والتجارية، المؤسسة الحديثة للكتاب، 2010.
49. نزار كاظم الضكاهي وحيدر يونس الموسوي، السياسات الاقتصادية، الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، دار اليازوري ، 2015.
50. نزيه عبد المقصود محمد مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الاسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
51. نihal فريد مصطفى والسودة عبد الفتاح اسماعيل، الأسواق المالية والمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007.
52. هوشيار معروف، الاستثمار في الأسواق المالية، طبعة أولى، جامعة البلقاء التطبيقية، عمان، 2003.
53. وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، طبعة أولى، دار المنهل اللبناني، مكتبة رأس النبع، لبنان، 2003.
54. وليد الصافي وأنس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- ### 2- المذكرات
1. بن عزوز عبد الرحمان، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى حالة بورصة تونس، رسالة ماجستير، تخصص. إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر،
2. رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006.
3. رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات، رسالة ماجستير، تخصص اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة باتنة، 2007،
4. سرارمة مريم، دور المشتقات المالية وتقنية التوريق في أزمة 2008، -دراسة تحليلية- رسالة ماجستير، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم
5. شافية كناف، دور الأدوات المالية الاسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الاسلامية دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والاسلامية، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم إقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، الجزائر.
6. شرياق رفيق، دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال، رسالة ماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قلمة، 2005.

قائمة المراجع

7. صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - دراسة تجربة جمهورية مصر العربية - أطروحة دكتوراه، تخصص. نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر(3)، الجزائر، 2012
- 3- ملتقيات ومؤتمرات
1. صالح إبراهيم السحيباني، سوق الأسهم والنمو الاقتصادي - علاقات الارتباط والسببية، ورقة مقدمة للقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية، بعنوان " الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية "، بمركز الملك فهد الثقافي، الرياض، أيام 2، 3، 4 جويلية 2007.
2. ساعد مرابط وأسماء بلميهوب، العولمة المالية وتأثيرها على الأسواق المالية الناشئة، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 21، 22، نوفمبر 2006
3. عبد الله محمد المالكي، سوق الأوراق المالية والأداء الاقتصادي في المملكة العربية السعودية ، ورقة بحث مقدمة خلال اللقاء الخامس عشر لجمعية الاقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية، تحت عنوان، " السوق المالية السعودية الواقع المأمول " الرياض، 15 نوفمبر 2005، ص. 20.
4. محمد براق ومصطفى قمان، أهمية الاستثمار المسؤول إجتماعيا والصناديق الاسلامية في تفعيل وتنشيط الأسواق المالية للبلدان النامية، الملتقى الدولي الثاني حول الاداء المتميز للمنظمات والحكومات حول نمو المؤسسات والاقتصاديات بين تحقيق الاداء المالي وتحديات الاداء البيئي، جامعة ورقلة، الجزائر، يومي 22 و 23 نوفمبر. 2011.
5. محمد براق، مداخلة بعنوان أداء صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعيا وصناديق الاستثمار الاسلامية، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الاسلامي، "الواقع... ورهانات المستقبل"، جامعة الجزائر3، الجزائر.
6. هشام جبر، مداخلة بعنوان صناديق الاستثمار الاسلامية، المؤتمر العلمي الأول حول "الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة"، كلية التجارة بالجامعة الاسلامية، فلسطين، يومي 8 و9 ماي 2005.
- 4- مجلات وجرائد:
1. مفتاح صالح ومعارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، عدد 7، 2010.
2. بن أعمار بن حاسين وآخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة...، الجزائر، عدد 2، 2013.

قائمة المراجع

3. جماز عبد الله السميحي، سوق الأسهم السعودي - مسيرة حافلة بالتطوير والانجازات ، مجلة تداول سوق الأسهم السعودي، هيئة السوق المالية، العدد 2، 02.
4. مجلة تداول سوق الاسهم السعودي، سوق الأسهم السعودي 20 عاما ، العدد الثاني عشر، ربيع 2005.
5. حسان خبابة، دور أسواق الأوراق المالية بالدول العربية في التنمية الاقتصادية، مجلة العلوم الإنسانية، كلية الحقوق العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، الجزائر، 2004.

5- القوانين والتقارير والنشرات:

1. هيئة السوق المالية، لائحة أعمال الأوراق المالية، الصادرة بموجب القرار رقم: 2005/03/02.
2. هيئة السوق المالية، لائحة طرح الاوراق المالية، الصادرة بموجب القرار رقم: 2004/11/02، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق رقم: 2008/08/01، ص.26.
3. هيئة السوق المالية، لائحة قواعد التسجيل والإدراج، الصادرة بموجب القرار رقم: 2004/11/03، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم: 06/01/06.
4. هيئة السوق المالية، لائحة الأشخاص المرخص لهم- الوسطاء - الصادرة بموجب القرار رقم: 2005/03/01، المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم: 2013/01/01.
4. هيئة السوق المالية، لائحة سلوكيات السوق، الصادرة بموجب القرار رقم 2004/11/01.

6-مراجع بالفرنسية:

¹. Société de gestion de la bourse des valeur la négociation en bourse ouvrage collectifs la bourse algérienne publication N03 décembre 1998.

7- مواقع الأنترنت:

1. www.startimes.com/t=26819521
 2. <http://www.arabnak.com>
 3. www.Cma.Org.Sa
 4. http://www.bfasaudi.com/Year1999_Pvt_Sect_Role/Year1999_Pvt_Sect_Role.as
 5. <http://www.cma.org.sa/Ar/pages/Investment-funds-asp.x>.
 6. <http://www.tadawul.com.sa/,date 21/04/2015>
- https://www.zawya.com/arabic/funds/mutual_funds.cfm/mid133623061206-

7. publication N03 décembre 1998
8. Site : <http://www.kantakji.com/media/7932/kj5> .
9. Site : [http://www. Qleqtisadiyah.com/articl.php?do =showid-2316, date05/05/2015](http://www.Qleqtisadiyah.com/articl.php?do =showid-2316, date05/05/2015).
10. Site : <http://www.acc4rab.com.acc.showtheards>.
11. Site: <http://www.arabictrader.com/ar/news/detailes/39982>. Date 02/01/2016.
12. Site / <http://www.gulfbase.com/ar/mutualfund/funddetail/al-rajhi-local-shares-fund>. date 15/05/2016
13. Site : faculty.mu.edu.sa/dawnload..
14. Site : <http://conference.qfis.edu.qa/app/media/1061> .
15. Site : <http://www.djelfa.info.vb.showtheard>.
16. Site : <http://www.egx.com.eg/getdoc/ofbc.90b9/funds-ar.aspx>..
17. Site : <http://ar.wikipedia.org> .
18. site : <http://www.aleqt.com/2015/12/30/articles1017686> .
19. Site : <http://www.al-sharq.com/news/details/363386>.
20. Site : <http://www.kantakji.com/risk-management> .
21. Site : www.sama.gov.com/R_Annual_Ar_50_Apx.pdf,
[5600_R_Annual_Ar_50](http://www.sama.gov.com/5600_R_Annual_Ar_50)
22. Site/ <http://www.alrajhi-capital.com/ar/assetmanagement/Pages/LocalFund.aspx>. date.
23. Site/ <http://www.alrajhi-capital.com/ar/assetmanagement/Pages/LocalFund.aspx>
24. Site/ <http://www.gulfbase.com/ar/mutualfund/funddetail/alahli-saudi-trading-equity-fund>

قائمة المراجع

- 25.Sitte/ <http://www.gulfbase.com/ar/mutualfund/funddetail/al-raed-fund-/> سامبا- للأصول- وإدارة- الإستثمار
 - 26.Sitte/http: //www.sama.gov.sa -
 - 27.Sitte/http:// www.cma.org.sa/Ar/pages/Investment-funds-aspX.
 - 28.Sitte/http://www.cma.org.sa/Ar/pages/Investment-funds-aspX.
 - 29.Sitte/http://www.gulfbase.com/ar/mutualfund/funddetail/al-rajhi-local-shares
 - 30.sitte/https://www.zawya.com/arabic/funds/mutual_funds.cfm/mid091058092806
 - 31.Sitte:http: www.9alam.com/communitg/threads/alsuq-almali-almash-32737,
 - 32.Sitte:http: www.tadawul.net/forum/show thread .
 - 33.Société de gestion de la bourse des valeur la négociation en bourse ouvrage collectifs la bourse algérienne
1. faculty. Mu. Edu. محاضرة الأستاذ عبد الرزاق كبوط، مقياس النظرية المالية، 2010. عن الموقع: Sa/ download-.