

جامعة 08 ماي 1945 قالمة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



الموضوع:

صناديق الاستثمار ودورها في تنشيط سوق الأوراق
المالية

- دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية -

تخصص نقود ومؤسسات مالية

إشراف الأستاذ
فلقول عبد القادر

إعداد الطالبتين
- بن قيراط مريم
- جوادي كريمة

دفعه: 2012/2013

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

اقْرَأْ بِاسْمِ رَبِّكَ الَّذِي خَلَقَ (1) خَلَقَ الْإِنْسَانَ مِنْ
عَلَقٍ (2) اقْرَأْ وَرَبُّكَ الْأَكْرَمُ (3) الَّذِي عَلَّمَ بِالْقَلَمِ
(4)

عَلَّمَ الْإِنْسَانَ مَا لَمْ يَعْلَمْ (5)

صدق الله العظيم

شكر و عرفان

نحمد الله ونشكره تعالى الذي وفقنا لإتمام هذا العمل المتواضع ونثني عليه

سبحانه عز وجل

الذي بنعمته تتم الصالحات.

إن من واجبنا التقدم بالشكر الجزيل والاحترام الكبير إلى كل من ساهم في إنجاز

هذا العمل وإخراجه إلى أرض الواقع

و نخص بالذكر الأستاذ المشرف " فلفول عبد القادر "

و إلى جميع أساتذة قسم العلوم الاقتصادية.

نتمنى أن نوفق ولو بالقدر القليل لنكون عند حسن ظن الجميع

من الله نتمنى التوفيق

شكرا وألف شكر

إهداء

أهدي ثمرة جهدي المتواضع إلى أعز ما أملك في هذا الوجود
إلى الذين تعبوا من أجلنا وسهروا وصبروا حتى كبرنا وتعلمنا

والدي الكريمين

إلى من شاطروني وتقاسموا معي حلو الحياة ومرارتها

إلى أخواتي الكريمات "مروة، رميساء"

إلى رفيقة دربي "كريمة"

كما لا ننسى جميع الأهل والأصدقاء

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	رقم الصفحة
01	المتدخلون في سوق الكويت للأوراق المالية	25
02	تطور المؤشر السعري لسوق الكويت للأوراق المالية	178
03	أداء المؤشرات الرئيسية لسوق الكويت خلال الربع الأول لسنة 2013	179
04	عدد وحدات صناديق الاستثمار من 2010 الى 2012	189
05	أداء صناديق الاستثمار خلال الربع الأول لسنة 2013	190

تتمثل الوظيفة الأساسية لأسواق الأوراق المالية في نقل الأموال من الأطراف التي يتوفر لديها فائض من الأموال (المدخرات) إلى الأطراف التي تعاني من عجز في الأموال، و قد وجدت أسواق الأوراق المالية في الأساس لتتبع رغبات و حاجات المتعاملين.

ولقد تصاعد الاهتمام بأسواق الأوراق المالية في مختلف دول العالم و ذلك لأنها تلعب دورا هاما في تعبئة المدخرات وتمويل المشروعات و مساعدة النمو و التوسع بالنسبة للشركات القائمة، بالإضافة إلى كونها أحد متطلبات الإصلاح الاقتصادي و دفع عجلة التنمية الاقتصادية لذا فإن تعاضم الاهتمام بالإسراع بمعدلات النمو الاقتصادي من جانب وباستقرار و تائر هذا النمو من جانب آخر قد حفز على قيام الأسواق المالية ولقد شهدت فترة السبعينات والثمانينات تطورات متسارعة في آليات و أدوات التعامل في الأسواق المالية، كما كان للتغيرات الهيكلية و الإصلاحات الاقتصادية لبعض الدول الصناعية المتقدمة اثر كبير على تحسين كفاءة الأسواق المالية وبصفة خاصة ابتكار أوراق مالية جديدة ساهمت في اتساع عمليات الأسواق المالية بشكل كبير.

المبحث الأول: أساسيات حول أسواق الأوراق المالية.

تشكل أسواق الأوراق المالية بتنظيماتها المختلفة ركن أساسي من أركان الهيكل المالي لأي اقتصاد حر، حيث تستمد أهميتها من وجودها ومن الدور المتعدد الأوجه و الجوانب التي تقوم به، فتؤثر في مختلف جوانب النشاط الاقتصادي و مجالاته و في الوقت عينه تتأثر به، كما تلعب دورا بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد الوطني، و تحوله من مال عاطل و خامل إلى رأسمال موظف و فعال في الدورة الاقتصادية.

المطلب الأول: نشأة و تطور أسواق الأوراق المالية.

لابد في البداية من الرجوع إلى فكرة تعددية النقد التي أدت إلى ولادة مهنة جديدة هي الصرافة، أي بيع العملات ببعضها، فلقد كلف حكام اليونان القديمة الصرافين في عام 527 قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين للمدن التي يوجدون فيها، وانتشرت هذه المهنة و تطورت بشكل سريع طوال الفترة الهيلينية في اليونان، و بعد ذلك في الإمبراطورية الرومانية.

ولكن مع دخول أوروبا في مرحلة العصور المظلمة والنظام الإقطاعي اندثرت هذه المهنة، لكنها عادت مع عصر التنوير في الجمهوريات الايطالية كجنوه و فينيسيا و فلورنسا، بفضل تجارتها مع الشرق مركزا مرموقا على صعيد الاقتصاد الدولي، و بدأت رؤوس الأموال تصل إليها بكثافة بالغة، مما استدعى إعادة ظهور مهنة الصرافة، و لقب

العاملون بتلك المهنة(المصرفيون)، و بعد ذلك احتلت مدينة بروج البلجيكية في بداية القرن الرابع عشر المركز الأول فيما يتعلق بالسوق النقدية⁽¹⁾.

ومع نهاية القرن السابع عشر كثرت البنوك و ازداد عددها في ايطاليا أولا ثم في بريطانيا، و فعلى سبيل المثال ارتفع عدد البنوك من(12) بنكا في عام 1750م إلى (781) بنكا في عام 1821م و بذلك تبوأ لندن في القرن التاسع عشر مركزا ماليا دوليا بسبب التجارة الواسعة عبر البحار مع المستعمرات وتوابعها، و كانت قبل ذلك البندقية في القرن الثامن عشر و أمستردام في

(1) زكريا سلامة عيسى شطناوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية- من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط01، 2009، ص 33 .

القرن السابع عشر، بينما أصبحت الولايات المتحدة الأمريكية من أكبر الاقتصاديات في العالم في القرن العشرين.

أما الأسواق المالية فقد نشأت بحكم الضرورة التي تطلبها التوسع الكبير في إنشاء الشركات المساهمة والمشاريع التجارية والاستثمارية التي بدأت تبحث عن مدخرات الأفراد و تعبئتها.

وبهذا وجد المدخرون في الترتيبات الجديدة التي قامت بها الشركات المساهمة و ضعا مناسباً لتوظيف أموالهم و توفير للوقت و الجهد، و تحقيقاً للمكاسب، الأمر الذي دفع الحكومات إلى إصدار التشريعات والقوانين المنظمة لهذا النوع الجديد من الشركات لضمان حقوق المساهمين الذين لم يكونوا يعرفون في كثير من الأحيان شيئاً عن نشاط تلك الشركات(2).

وفي النصف الثاني من القرن التاسع عشر احتلت لندن الدور المالي الأول في العالم، ولكن بعد الحربين العالميتين تقلصت أهمية لندن ثم نمت وول ستريت و مع الكساد الكبير سنة 1929 تأثرت العديد من المصارف والشركات، إلا أن السوق الأمريكية في ذلك الوقت سرعان ما شعرت بالثقة والاطمئنان ، ثم التوسع نتيجة الدور المتعاظم للدولار الأمريكي(1).

ومع بداية القرن العشرين ازداد عدد الشركات الصناعية المسجلة في أسواق الأوراق المالية مقارنة مع الأنواع الأخرى من الشركات ليس فقط باريس و إنما أسواق الأوراق المالية الدولية أيضاً.

ولقد ساعدت وزارة الادخار المتحقق في القطاع العائلي في بريطانيا، فرنسا، الولايات المتحدة و اليابان إلى انطلاقة قوية في موضوع الإصدارات الأجنبية الجديدة وانخفضت في فترة ما بين الحربين العالميتين لتظهر بقوة فائقة منذ بداية عقد الثمانيات.

وأخيراً و مع نهاية عقد الثمانيات يمكننا أن نلاحظ بان ترتيب أسواق الأوراق المالية قد تغير لصالح الولايات المتحدة و اليابان من حيث حجم رؤوس الأموال المتداولة فيها و تعود المرتبة

(2) حسين بني هاني، "الأسواق المالية: طبيعتها-تنظيمها-أدواتها المشتقة"، دار الكندي للنشر والتوزيع ، عمان، الأردن، ط1، 2002، ص ص 4،5.

(1) محمد صبري هارون، " أحكام الاسواق المالية"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، ط02، 2009، ص19.

الأولى من فترة لأخرى بالتناوب لأسواق الأوراق المالية بنيويورك و طوكيو وورائها أسواق الأوراق المالية الأوروبية لندن، فرانكفورت، باريس(2).

وفي الأخير يمكننا القول بأن أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة تطورت تاريخياً بصورة متزامنة مع التغيرات التكنولوجية وتنامي حجم الإنتاج ووحدات الأعمال الكبيرة بصورة أسرع من الوسائل المتاحة للتمويل التي تحتاجه الاستثمارات من الثروات الخاصة، الأمر الذي يترتب عليه زيادة عدد أسواق الأوراق المالية في دول العالم زيادة كبيرة وزيادة نشاطها زيادة هائلة، حيث وصل عدد أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أربع عشر سوق، و أهمها و أكبرها سوق نيويورك، حيث ارتبط قيام سوق الأوراق المالية أولاً بوجود ملكية الأفراد و المؤسسات لصكوك تمثل إما نصيب في رأسمال شركات قائمة أو في قروض قدموها لشركات أو مؤسسات خاصة أو للحكومة و ثانياً في حرية التصرف في هذه الصكوك بالبيع و لذلك ثق المستثمرون في أداء تلك الشركات و من ثم يقبلون أوراقها المالية في أسواق الأوراق المالية(1).

المطلب الثاني: مفهوم و خصائص أسواق الأوراق المالية.

أولاً: مفهوم أسواق الأوراق المالية:

لقد وردت عدة تعاريف لأسواق الأوراق المالية نذكر منها ما يلي:

- سوق الأوراق المالية هي المجال الذي يتم من خلاله إصدار أدوات معينة للحصول على الأموال اللازمة للمشروعات الإنتاجية و غيرها، وتداول هذه الأدوات(2).
- كما تعرف على أنها: الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، و ذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها الجمع أو المكان الذي يتم فيه و لكن بشرط توفر قنوات

(2) عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 01، عمان، الأردن، 2008، صص 13، 14.

(1) حسين بني هاني، "الأسواق المالية"، مرجع سابق، ص 7.

(2) مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، كنوز اشبيليا للنشر و التوزيع، الرياض، السعودية، ط 01، 2005، ص 39.

اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه (3).

- وتعرف أسواق الأوراق المالية على أنها بمثابة الآلية التي يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية المدخرة و التي يتوفر فيها فوائض مالية، و تمثل عرض الأموال إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية، و تعكس الطلب على الموارد المالية (4).

- كما تعرف أسواق الأوراق المالية على أنها المكان أو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بأشكاله أو المشتقات المالية، تنظمه قوانين و أنظمة و لوائح تضمن إتمام المبادلات بيعا و شراء بسرعة و المختلفة كأسهم و السندات سهولة و أمان (1).

- و تعرف كذلك بأنها عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين و المشترين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين (2).

- كما تعرف كذلك بانها المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) و الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي (للمقترضين) و من ثم تنشأ و تتداول داخل إطاره التنظيمي الأصول المالية (3).

بناء على التعاريف السالفة الذكر نستخلص ما يلي:

(3) محمد مطر، "إدارة الاستثمارات"، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، ط 02، 1999، ص 140.

(4) عاطف وليم اندراوس، "أسواق الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ط 01، 2006، ص 15.

(1) رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية و النقدية"، دار المعزز للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، عمان، الأردن، ط 01، 2005، ص 11.

(2) د عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 37.

(3) محمود يونس، عبد المنعم مبارك، "مقدمة في النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص 127.

- سوق الأوراق المالية تشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب فيها المال بين الأفراد و المؤسسات و القطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد في تعبئة المدخرات و تنميتها و تهيئتها لمجالات الاستثمارية المختلفة التي يحتاجها الاقتصاد الوطني.

- هي السوق التي يتم التعامل فيها بالأدوات المالية بأشكالها المختلفة كالأسهم و السندات.

- سوق الأوراق المالية تؤدي إلى توسيع القاعدة الإنتاجية و من ثم زيادة العمالة و زيادة الدخل الوطني، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع مستويات الرفاهية الاقتصادية.

وبناء على ما سبق يمكن إعطاء تعريف شامل للسوق المالية:

السوق المالية هي ذلك المكان الذي يلتقي فيه كل من البائع والمشتري للأصول المالية من خلال قواعد و إجراءات قانونية و مالية تمثل النظام الذي يحمل من خلاله السوق من تحويل المدخرات النقدية لأصول استثماري ن أو تحويلها إلى أصول نقدية مرة أخرى والتي تكون تحت آلية العرض والطلب.

ثانياً: خصائص أسواق الأوراق المالية:

من بين الخصائص التي تمتاز بها أسواق الأوراق المالية ما يلي⁽¹⁾:

- سوق الأوراق المالية قد ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل و تكتسب أهميتها خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة على أجل طويل.
- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر عائداً، فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.
- تتسم هذه السوق بكونها أكثر تنظيماً من السوق النقدية لكون المتعامل به يكون من قبل الوكلاء و المتخصصين.

(1) جمال جويدان الحمل، "الأسواق المالية و النقدية"، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص ص 35،

- تتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق قانوني يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه وذلك حتى يتم تنشيط الاستثمار في سوق الأوراق المالية و حتى توفير السيولة النقدية الملائمة للأوراق المالية طويلة الأجل الأمر الذي يزيد من سرعة تداولها.

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يكون أكثر مخاطرة و أقل سيولة في الاستثمار في السوق النقدي.

المطلب الثالث: أقسام(أنواع) أسواق الأوراق المالية و شروط قيامها.

أولاً: أنواع أسواق الأوراق المالية:

توجد العديد من التقسيمات لأسواق الأوراق المالية وذلك حسب وجهة نظر كل مذكر اقتصادي و على العموم يمكن تقسيم الأسواق المالية كما يلي:

1-أسواق نظامية و أسواق غير نظامية.

2-أسواق أولية و أسواق ثانوية.

3-أسواق حالية و أسواق مستقبلية.

4- أسواق رأسمال و أسواق نقدية.

5- أسواق محلية و أسواق دولية.

1- أسواق نظامية و أسواق غير نظامية:

تجري النشاطات المالية والنقدية في نوعين رئيسيين من الأسواق، يعرف أحدهما بالأسواق النظامية والآخر بالأسواق غير النظامية.

أ- **الأسواق النظامية**(1): هي تلك السوق التي تعمل على تنظيم عملية تداول الأوراق المالية بيعا و شراء أو انتقال ملكيتها من مستثمر لآخر، بحيث أنها تخضع لرقابة مستمرة من قبل الحكومة حتى لا تسمح بحدوث أي خداع أو غش أو تدليس سواء من جانب العاملين بالبورصة أو من قبل الشركات المتداول أسهمها أو سندات في هذه البورصة، و من أهم شروط إنشاء سوق مالي منظم ما يلي:

- أن تمثل كافة القطاعات المختلفة للنشاط الاقتصادي في بورصة الأوراق المالية، حتى يزداد حجم و قيمة الأوراق المالية المتداولة فيها و قيمتها السوقية.

- وضع ضوابط قانونية و تنظيمية و إدارية تحد من عملية المضاربة على الأوراق المالية المتداولة في البورصة، التي تهدد الاستقرار الاقتصادي والمالي للدولة و الأفراد.

- نشر بيانات دورية عن الشركات المقيدة في البورصة توضح حقيقة مركزها المالي و ربحية عملياتها الجارية.

- توفر مناخ صالح و حيد للاستثمار يتميز بالمرونة و بساطة الإجراءات.

ب- **الأسواق غير النظامية**(1): هي أسواق مالية لا تخضع للمحددات و الأساليب و التنظيمات التي تتبناها عادة الأسواق النظامية وبالتالي فإن نشاطات هذه الأسواق لا تجري على وفق تشريعات البورصات الرسمية ولا تعتمد تنظيمات إدارية محددة لنشر و تبادل و توثيق الأدوات المالية، غير أنها لا تعد ضمن الأسواق غير المشروعة بسبب التزامها العام بالتشريعات السائدة في الدولة التي تدار فيها أعمالها إنها بعبارة أخرى تنقيد بإطار محدد من العمليات شبه المنظمة و تخضع في النهاية للرقابة الرسمية كأي سوق مالية نظامية.

وهكذا تظهر الأسواق غير النظامية على أطراف الأسواق النظامية المستقرة في مواقع محددة، وذلك حيث تتوفر الأدوات المالية لدى المتاجرين الراغبين في شراء أو بيع هذه الأدوات عند الأسعار المعلنة في ظل نظام تنافسي واضح و عليه تسمى هذه الأسواق بالأسواق التفاوضية

(1) محمد عثمان اسماعيل حميد، "أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال"، دار النهضة العربية، مصر، 1993، ص ص 53 ، 54.

(1) معروف هوشيار ، "الاستثمارات و الأسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط 01، 2009، ص

بسبب تركيزها على نشاطات التفاوض المباشر بين المستثمرين و المتاجرين و لكافة الأدوات الخاضعة للتداول و التي لم تسجل داخل البورصة.

2- أسواق أولية و أسواق ثانوية:

أ- السوق الأولية:

وهي السوق التي تتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة و تختص بتأسيس الشركات الجديدة و طرح رأس مال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق المالية (1)، و تتضمن السوق الأولية مجموعة المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية لحساب شركات الأعمال أو جهات حكومية، و عادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنكير أو بنك الاستثمار أو المتعهد الذي عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة مثل مؤسسة بوسطن الأولى، و مورجان ستانلي، و في الدول التي تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر قد تتولى بعض البنوك التجارية العامة فيها مهمة الإصدار (2).
إن يمكن القول أن السوق الأولية هي ذلك الجزء من سوق الأوراق المالية الذي يتم فيه بيع و شراء الأسهم والسندات و غيرها من الأوراق المالية التي تطرح لأول مرة للتداول و في غالب الأحيان لا تكون السوق الأولية معروفة لدى الجمهور لأن بيع الأوراق المالية يتم خلف أبواب مغلقة و السوق الأولي هي السوق التي تحصل منها الجهة المصدرة (شركات، حكومة) على الموارد المالية لتمويل الاستثمار أو لتمويل العجوزات عن طريق أصولها المالية، و لذلك فالسوق الأولية هي سوق الاستثمار الحقيقي للمصدر، و سوق الاستثمار المالي للمستثمر الذي اشترى الورقة المالية (3).

ب- السوق الثانوية (4):

تعرف هذه السوق أيضا بسوق الإصدارات القديمة أو سوق التداول و هي تعبر عن المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعا و شراء و التي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية

(1) ضياء مجيد، "البورصات- أسواق رأس المال و أدواتها الأسهم و السندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الجزائر، 2003، ص 5.

(2) منير ابراهيم هندي، "الأوراق المالية و أسواق رأس المال"، منشأة توزيع المعارف، مصر، 1995، ص 84.

(3) أحمد أبو الفتوح علي الناقية، "نظرية النقود و الأسواق المالية - مدخل حديث للنظرية النقدية و الأسواق المالية"، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، ط 01، 2001، ص ص 14، 15.

(4) رفيق شرياق، "دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال"، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود و مالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2005/2004، ص 25.

طويلة الأجل من أسهم و سندات-السابق إصدارها من بائع لمشتري طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء، سواء تمت هذه المعاملات المالية من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة، فالسوق الثانوية إذن هي مكان التقاء الباعة والمشترون للأوراق المالية التي سبق و أن بيعت في السوق الأولية، ويكون بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على سيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية بديلة، ويحصل المشترون على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية، فرغبة حامل الأوراق المالية في تحويل هذه الأوراق إلى سيولة أو تنويع توظيفاته، أو هما معا يؤديان إلى بيع و شراء الأوراق المالية و هي الوظيفة الديناميكية للسوق الثانوية، فلا يعقل أن يجمد شخص أو شركة أمواله في ما لانهاية من خلال الاكتتاب في الأوراق المالية، المصدره فقط، فهو يبحث عن عائد هذه الأصول(الأوراق المالية) سواء في شكل أرباح أو في شكل فوائد، كما يبحث عن تحقيق أرباح رأسمالية من خلال بيع هذه الأصول، بالإضافة إلى ذلك فهو يرغب في تنويع استثماراته أو العودة مرة أخرى إلى السيولة بأقل جهد و تكاليف ممكنة.

3-أسواق حالية و أسواق مستقبلية:

أ-الأسواق المالية الحالية(1):

وهي الأسواق التي يتم فيها عرض و تداول و تسجيل الأدوات المالية المختلفة وتعقد فيها الصفقات لتنفذ عادة بشكل فوري، و بالتالي هي تتسم بنوع من التأكد اليومي لظروف الأسواق المعنية و ذلك بغض النظر عن التقلبات التي تشهدها هذه الأسواق و التي تعكس دائما الظروف الحالية أو الظروف الممتدة لحالات سابقا مثل استمرار الركود لفترة قد تتجاوز موسمين أو حتى سنة واحدة، أو بعبارة أخرى تعتمد هذه الأسواق بشكل عام لأدوات معينة و بشكل خاص على توقعات مستقبلية و تأثيراتها السيكلوجية.

و على أية حال تسود الأسواق الحالية تبادلات متباينة و من حيث الأزمنة و الأصول فمنها تكون طويلة الأجل تتعلق بالأسهم والسندات أي بالأصول الرأسمالية، ومنها تعد قصيرة الأجل (لأقل من سنة و حتى ليوم أو لبضعة أيام) وهي تخص الأدوات المعروفة بالنقدية لسرعة

(1) معروف هوشيار ، "الاستثمارات و الأسواق المالية"، مرجع سابق، ص ص 64، 65.

سيولتها كأدونات الخزينة و القبولات المصرفية و شهادات الإبداع القابلة للتداول و الأوراق التجارية.

ب- الأسواق المستقبلية:

هي السوق التي يتم فيها عقد صفقات الشراء أو البيع للأوراق المالية يتم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل مقابل مبلغ محدد مسبقا و تضم هذه السوق ما يلي:

- **أسواق العقود المستقبلية:** هي عبارة عن أسواق تتعامل بالأوراق المالية و الأصول المالية الأخرى من خلال عقود و اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام العقد يحدد سعرها وقت إنشاء العقد في السوق، على أن يلتزم كل طرفي العقد بإيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه ما في صورة الأوراق المالية لحماية كل طرف من المشكلات التي قد تترتب على مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته تجاهه.

- **أسواق الاختيار⁽¹⁾:** يتم التعامل في هذه الأسواق بالأوراق المالية التي تتضمن حق الاختيار للمتعامل، وحتى الاختيار هذا قد يكون اختيار بيع أو اختيار شراء، والذي يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع الورقة المالية خلال فترة محددة أو في تاريخ محدد بسعر يتم الاتفاق عليه مسبقا، إذ في هذه الحالة يكون متاحا لصاحبه حق الاختيار تنفيذ العقد من عدمه، و مقابل حصوله على حق الاختيار فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق ثمن يتمثل بمكافأة غير قابلة للرد.

- **أسواق عقود المبادلات⁽²⁾:** يعتبر امتداد لسوق العقود الآجلة و سوق عقود الاختيار يتم فيه الاتفاق بين طرفين لتبادل تدفقات نقدية في المستقبل وفقا لنظام متفق عليه و هناك عدة أسباب أدت إلى تطور هذا السوق بسرعة أهمها:

- عقود المبادلات تعتبر وسيلة سريعة للمقترضين لتغيير طبيعة الأصول و الخصوم أو للمساواة بين نوعية و آجال الأصول و الخصوم.

- يمكن المقترضين من خلال الميزة النسبية لحصول على ما يحتاجون إليه من تمويل أقل أي يتمتع فيه المقترض بميزة نسبية في استبدال التزاماته بنوع التمويل الذي يرغب فيه.

(1) حسن فليح خلف ، "الأسواق المالية والنقدية"، جدار الكتاب العالمي، عمان، الأردن، 2006، ص ص 51، 52.

(2) محمد حناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 313.

- تعتبر عقود المبادلة وسيلة لتخفيض التكاليف وتعتبر أيضا وسيلة لزيادة المعرفة بالمستثمر الأجنبي.

4- أسواق رأسمال و أسواق نقدية:

أ- أسواق رأسمال: تعرف سوق رأس المال بأنها المكان أو الميكانيكية التي يتم عن طريقها خلق و تداول الأصول المالية طويلة الأجل أي أن التعامل في هذه السوق يجري على رؤوس أموال طويلة الأجل(1):

كما تعرف بأنها أسواق يتم التعامل بها بالأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية و الأسهم الممتازة والسندات وهي الأدوات التي تزيد مدة استحقاقها على سنة مثل السندات أو التي لا استحقاق لها مثل الأسهم(2).

و تمتاز أسواق رأسمال بما يلي(3):

- أسواق للأدوات المالية طويلة الأجل.

- أسواق جملة وتجزئة في نفس الوقت حيث تعقد فيها صفقات ضخمة وأخرى صغيرة حسب حاجة المتعاملين وطبيعتهم.

- المتعاملون في أسواق رأس المال هم الجمهور والشركات و البنوك و الحكومة.

ب- أسواق نقدية: السوق النقدية هي الميكانيكية التي يتم بموجبها إصدار الأموال قصيرة الأجل ففي هذه السوق يتركز عرض و طلب الأموال القابلة للإقراض لفترة تقل عن عام ويتولد عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته، عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة مقابل حصوله على عائدها، بينما يتشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما(4).

(1) إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، "اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، جامعة الإسكندرية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص 132.

(2) زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، ط 01، 2002، ص 124.

(3) نفس المرجع، ص ص 124، 125.

(4) محمود يونس، عبد المنعم مبارك، "مقدمة في النقود و أعمال البنوك و الأسواق المالية"، مرجع سابق، ص 133.

وتعرف كذلك بأنها تلك السوق التي يلتقي فيها العرض والطلب على القروض قصيرة الأجل و هي غير محددة بمكان معين كما هو الشأن بالنسبة لكثير من البورصات، بل تتم العمليات فيها باستعمال الهاتف التلكس وغيرها من وسائل الاتصال أي لا يشترط في قيام السوق النقدية توفر مبنى مثلا أو غيره من الهياكل⁽¹⁾.

وتتمثل أهمية السوق النقدية فيما يلي⁽²⁾:

- تأمين السيولة للجهاز المصرفي حيث تتمكن المصارف من توظيف ودائعها بطريقة مأمونة وذات سيولة مرتفعة.
- توفر السوق فرصة للمؤسسات ذات السيولة الفائضة المؤقتة من استثمارها بأدوات ذات عائد و مخاطرة منخفضة جدا، ذات قابلية تسويقية عالية.

5- أسواق محلية و أسواق دولية:

تتميز الأسواق المالية الدولية عن الأسواق المالية المحلية في أنها⁽³⁾:

- تدار المعاملات عبر الحدود الدولية لبلدان الأسواق المعنية و هذا ما يتطلب تحمل مخاطر التقلبات التي قد تحدث في أسعار صرف العملات التي تخضع للمعاملات.
 - تتحمل مخاطر السياسات المتعلقة بالمنازعات و الصراعات و الحروب.
 - تتحمل مخاطر تشريعية و تكاليف إضافية تتعلق باختلافات القوانين والأنظمة و التعليمات السارية في كل بلد بما في ذلك مشكلات الازدواج الضريبي.
- و على أية حال هناك اعتبارات عديدة يمكن أن تصنف في ضوءها الأسواق المالية إلى أسواق محلية وأخرى دولية، و من هذه الاعتبارات نذكر:

(1) محفوظ جبار، " البورصة و موقعها من أسواق العمليات المالية"، دار هومة، الجزائر، ط 01، 2002، ص 65.

(2) فؤاد أرشد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية- تحليل وإدارة"، دار المسيرة، عمان، الأردن، ط 01، 2004، ص 115.

(3) معروف هوشيار، " الاستثمارات و الأسواق المالية"، مرجع سابق، ص ص 70، 71.

- قيمة المعاملات التي تجري خلال فترة معينة وتقدير نسبة هذه القيمة إلى مجموع قيم المعاملات الخارجية للأسواق الرئيسية المعروفة في العالم.

دور السوق المعنية كمتغير مستقل فاعل في تحديد الاتجاهات التي تتخذها مؤشرات الأسواق الأخرى الإقليمية أو الدولية.

- معدل مساهمة السوق المالية في تعبئة المدخرات الأجنبية.

- نضوج واستقرار مؤشر قياسي يعكس بدقة حركة السوق المالية، على أن يستمر هذا المؤشر فترة طويلة من الزمن و يحظى بشمولية الأدوات الاستثمارية الأكثر فاعلية في السوق المعنية و على مستوى الاقتصاد الكلي.

ثانياً: شروط قيام أسواق الأوراق المالية:

لقيام سوق للأوراق المالية يجب توافر مجموعة من المقومات المختلفة و هناك مقومات أساسية و أخرى مساندة سنوضحها في الآتي⁽¹⁾:

1- المقومات الأساسية:

سميت بالأساسية لأنها تمثل بيئة أسواق الأوراق المالية و أعمدة إنشائها و هي تتضمن العناصر التالية:

أ- مناخ ملائم للاستثمار قائم على أساس الثقة بالنظم الاقتصادية والسياسية القائمة حيث أن الاستقرار السياسي يعتبر من أهم العوامل لجذب رؤوس الأموال و تحويلها من إدارات خاصة إلى استثمارات طويلة الأجل بالإضافة إلى ذلك وضوح السياسات المالية والنقدية و قوانين تنظيم و تشجيع الاستثمار والتشريعات الخاصة بالإصدار النقدي و التحويل الخارجي وقوانين الشركات.... إلخ

ب- زيادة عدد المؤسسات المالية في الدولة حيث تعتبر المؤسسات المالية بمثابة أوعية ادخارية لعامة الأفراد و تقوم هذه المؤسسات بعمليات الإقراض للمستثمرين من أجل تمويل مشاريعهم لذا

(1) فؤاد أرشد التميمي، " الأسواق المالية - إطار في التنظيم و تقييم الأدوات"، دار البيازوري العلمية، عمان، الأردن،

2010، ص ص 26، 27.

فتشجيع السوق المالي يقتضي تشجيع الادخار في القطاع الخاص والذي بدوره يتحول إلى عمليات استثمارية منتجة والتي لا يمكن أن تتم بدون توفر المؤسسات المالية.

ج- تحويل المدخرات إلى استثمارات حيث يجب توفر حجم مناسب من الادخارات التي تكون قابلة للتحويل إلى السوق عبر الأصول المالية المتنوعة و ذلك لكون هذه السوق يعتبر مجالاً لاستثمار أموال الأفراد في شراء الأوراق المالية التي تمثل حصصاً من رأس مال مؤسسات صناعية أو تجارية أو عقارية...إلخ.

د- فلسفة اقتصادية واضحة قادرة على جذب رأس المال الخاص نتيجة عدم وجود قيود و حواجز تمنع نقل رأس المال والمدخرات و الثروات.

هـ- توسيع قاعدة أدوات الاستثمار أمام المستثمرين ، وبذلك تزداد الخيارات أمامهم، وتفتح لهم وجهات متعددة و متنوعة توفر لهم درجة أكبر من الحرية الاقتصادية ما يساعد على رفع درجة عمق و اتساع الأسواق المالية، وهذا ما يساعدها على القيام بدورها.

2- المقومات المساندة:

سميت بالمقومات المساندة لأن توفرها يساعد على تطور و نضوج أسواق الأوراق المالية وزيادة فاعليتها وكفاءتها و من هذه المقومات نجد:

أ- هيكل مؤسسي منظم، تحكمه نظم إدارية و تشريعية متكاملة تشرف عليه هيئة أو لجنة تتكون من أعضاء السوق، يتصفون بالحياد والخبرة في شؤون المال والاستثمار.

ب- توفر جو المنافسة بين العرض والطلب لتكون أسواقاً متوازنة و ذلك من خلال وجود تشريعات واضحة لآلية التداول والمتاجرة في السوق.

ج- وجود تشريعات وأحكام تحمي حقوق المتعاملين في السوق من الغش و التلاعب و التأكد من أن التعامل يتم على أوراق سليمة و بشكل يضمن التصرفات ذات القبول العام و يعزز من ثقة المستثمرين بنظام السوق و هيئاته.

د- الإفصاح المالي و المعلوماتي من خلال أنظمة كفأة و تكنولوجيا عالية حتى تكون قادرة على معالجة المعلومات بسرعة و دقة و ذلك لضمان الشفافية عن واقع السوق و ظروف الشركات

المدرجة فيه من جانب و من جانب آخر يساعد على تدفق عدد كبير من أوامر البيع والشراء لضمان سمعة جيدة للسوق و اتساعه.

هـ- الاهتمام بوسائل الإعلام ومراقبتها حيث تكون ذات نظم اتصال فعالة ومتطورة، ذلك حتى يعلم كل مستثمر و مدخر الفرص الاستثمارية المتاحة أمامه لتوظيف أمواله و لابد من مراقبة هذه البيانات الواردة في الإعلانات حتى نحافظ على مصلحة صغار المدخرين.

و- إنشاء البورصات للأوراق المالية حيث تعتبر بورصة الأوراق المالية في الدول المتقدمة ذات الحرية الاقتصادية أو ذات الاقتصاد المختلط في أجهزة الادخار والاستثمار بحيث يكون للقطاع العام و الخاص دور كبير في هذا الشأن.

المطلب الرابع: وظائف و أهمية أسواق الأوراق المالية.

أولاً: وظائف أسواق الأوراق المالية:

تؤدي أسواق الأوراق المالية جملة من الوظائف نوجزها فيما يلي:

1- توفير السيولة وجذب المدخرات وتوجيهها: حيث تلعب دورا في خلق السيولة الكافية للمدخرين عند رغبتهم في تسيير استثماراتهم في الأوراق المالية، من خلال إمكانية تحويل الاستثمارات المالية الطويلة الأجل بصورة خاصة إلى أصول سائلة بسهولة و يسر و بسعر مناسب إذا ما رغبوا في استرداد مدخراتهم أو أرادوا تغيير محافظ أوراقهم المالية، بحيث أن السيولة التي توفرها هذه الأسواق يجعل الاستثمارات أقل مخاطرة و أكثر ربحية مما يؤدي بالتالي إلى زيادة الاستثمارات.

كذلك توفر فرصا سانحة لجلب رؤوس الأموال الخارجية المباشرة فضلا عن فوائدها المتعددة لاقتصاديات البلدان المنقولة إليها الاستثمارات و في مقدمتها اكتساب خبرة الإدارة و التسويق، واقتناء تكنولوجيا جديدة كما تلعب دورا هاما و فاعلا في توجيه مدخرات الأفراد و القطاع العائلي نحو الأنشطة الإنتاجية من خلال شراء الأوراق المالية للشركات و المؤسسات العاملة في السوق

بدلاً من أن يتم توجيهها نحو الأنشطة الغير منتجة كالمضاربة في العملة و العقارات و الأراضي أو اكتنازها أو تهريبها إلى الخارج(1).

2-تعتبر مؤشر جيداً للحالة(الوضعية) الاقتصادية.

3- تساعد عملية التنمية و تكون في نفس الوقت مؤشر للأحوال الاقتصادية و مرآة عاكسة لما يحدث في الاقتصاد الأمر الذي يعطي الإدارة الاقتصادية في البلد الذي تمارس فيه الأسواق المالية نشاطها فرصة اتخاذ الإجراءات الاقتصادية و المالية بهدف معالجة أي خلل اقتصادي فمن المعروف أن الأسواق المالية تتجاوب غالباً مع الدورات الاقتصادية بصورة مبكرة(2)، كما أنها من عوامل التنبؤ بالمشروعات المطلوبة و وقتها المناسب، كما أن البورصة من أبرز و أهم الجهات التي تتيح التعرف على مدى ملائمة التشريعات المالية و الاقتصادية و ردود الأفعال تجاه تلك التشريعات(3).

4- تحديد أسعار الأصول المالية: تساعد السوق المالية على إعادة تقييم أدوات السوق، حيث أن كل سهم أو سند له سعر يتحدد طبقاً لتوقعات المستثمرين بالنسبة للعوائد المستقبلية المتوقعة وإذا كانت السوق المالية تعمل بشكل سليم فإن سعر أي أصل مالي يعطي بكل لحظة صورة حقيقية عن قيمتها الفعلية وضمن هذه الشروط فإن السوق المالية تعطي صورة دقيقة جداً بالنسبة للمستثمرين و لأصحاب المؤسسات أما بالنسبة للمستثمر فأسعار القيم المتحركة في سوق متكامل تعني التوقعات عن المردودية و التي يجب أن تكون متوازنة مع الخطر، أما بالنسبة لصاحب المؤسسة فإنها تساعد على تحديد قيمة الأسهم الفعلية و توقعاته بالنسبة للإيرادات مما يساعد على تحديد العوائد على الأسهم(1).

(1) حمزة محمود الزبيدي، " الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، ط01، 2004، ص ص 137، 138.

(2) عبد النافع الزراري، غازي توفيق فرح، " الأسواق المالية"، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، ط 01، 2001، ص 23.

(3) مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، " بورصات الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 20.

(1) ناجي جمال، "إدارة محفظة الأوراق المالية"، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر، بيروت، لبنان، ط 01، 1998، ص 12.

5- إيجاد سوق دائمة و مستمرة و حرة: تعتبر سوق الأوراق المالية سوقا مستمرة، يتم العمل من خلالها على الأوراق المالية في أوقات العمل الرسمية. بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء وبيع الأوراق المالية طالبا للربح أو تغييرا للاستثمار حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسيير أصوله المادية و من جهة المستثمر وجود سوق لطلب الأموال، وتحقق في هذه السوق المنافسة الحرة حيث تتحدد فيها الأسعار وفقا لقانون العرض والطلب و تكون الأسواق حرة ومفتوحة لجميع المستثمرين دون النظر إلى مراكزهم المالية (2).

ثانيا: أهمية أسواق الأوراق المالية:

تزداد أهمية الأسواق المالية في العصر الحديث من خلال زيادة الطلب على الأموال للقيام بإنشاء المشاريع الاستثمارية في المجتمع، و يمكن تلخيص أهمية الأسواق المالية في العناصر التالية (3):

- تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الاستثمار العام و الخاص و تنشيط الاقتصاد القومي ككل.

- ايجاد منافذ شرعية للمدخرات لنقل ممتلكاتهم لغيرهم.

- تكوين تراكم رأسمالي لأجل قصيرة أو طويلة.

- تحقيق مصالح البائع والمشتري للحصول على الكمية الحقيقية للأوراق المالية.

- تعتبر سوق الأوراق المالية أحد القطاعات المهمة في رأس المال الذي يعمل على تحقيق

السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم و سندات بمعنى أنها الجهاز الذي يتم عن طريقه تمويل

رأس المال الممثل في تحويل الأوراق المالية إلى نقود جاهزة و العكس بسهولة و يسر

- الاحتفاظ بالمدخرات القائمة بتوفير منافذ الاستثمار القانونية.

بالإضافة إلى ذلك فإن (1):

(2) حسين شحاتة، عطية فياض، "الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية"، البورصة دار الطباعة الإسلامية للنشر، مصر، ط01، 2001، ص 8.

(3) أمين عبد العزيز، "الأسواق المالية"، دار قباء الحديثة، القاهرة، مصر، 2007، ص 15.

(4) محمد الصيرفي، "البورصات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ط01، 2008، ص 87.

- سوق الأوراق المالية بارومتر الحالة الاقتصادية حيث توضح أو تحدد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة و العدالة، و هي بهذا تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات، فانخفاض أسعار أسهم شركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي، وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها

- تساهم في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد المالية إلى المجالات الأكثر ربحية من خلال إعطاء فرصة متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات وكذا الأمان و الحماية للمستثمر.

المبحث الثاني: نظم التعامل في أسواق الأوراق المالية.

تمثل ذوي الفائض المالي الذين يرغبون في التخلي عنه لفترة من الوقت إلى مجموعة ثانية تمثل من هم في حاجة إلى تلك الأموال، ويتم هذا التدفق للأموال عبر قنوات قد تكون بنكا أو شركات تأمين أو استثمار أو غيرها من المؤسسات المالية التي تقوم بدور الوساطة وفقا لآليات معينة و باستخدام أدوات مالية تختلف باختلاف المعايير المعتمدة في تصنيفها .

المطلب الأول: الأطراف المتدخلة في أسواق الأوراق المالية.

تضم أسواق الأوراق المالية مجموعة من الأطراف أو العناصر المهمة التي تسهل و تسرع التعامل فيها و كذلك توفر المعلومات اللازمة و يمكن تقسيم هذه الأطراف المتدخلة في أسواق الأوراق المالية إلى ثلاث مجموعات رئيسية هي(1):

- العارضون لرؤوس الأموال.

- الطالبون لرؤوس الأموال.

- الوسطاء الماليون.

أولاً: العارضون لرؤوس الأموال:

(1) رفيق شرياق ، "دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال"، مرجع سابق، ص44.

تتمثل هذه المجموعة في البنوك، شركات التأمين، صناديق الإيداع، صناديق الادخار و النقابات والجمعيات، شركات التوظيف والاستثمار وصناديق الاستثمار و من أهم وظائف هذه الشركات هو توظيف أموالها و أموال عملائها في أسواق الأوراق المالية الأمر الذي يساهم في تمويل الاقتصاد و تقديم أرباح معتبرة للأفراد.

ثانيا: الطالبون لرؤوس الأموال:

أما هذه المجموعة فتكون من الشركات الصناعية، التجارية والقابضة حيث تعتبر هذه الشركات من بين الأطراف المتدخلين في أسواق الأوراق المالية. حيث تلجأ هذه الأخيرة إلى السوق لتمويل احتياجاتها و ذلك من خلال إصدار الأسهم و السندات

بالإضافة إلى ذلك نجد الحكومات التي تصدر السندات لتغطية العجز في الميزانية أو لمواجهة النفقات الإنتاجية والاستثمارية للبنية الأساسية، كما هو معروف فإن الإصدارات الحكومية هي أفضل الإصدارات من حيث المخاطر إن لم نقل المخاطر هي مقدمة كما نجد الهيئات العامة و المحلية والشركات العامة تصدر السندات لمواجهة العجز أو تمويل الاستثمارات الجديدة، وكذلك تعتمد برامج الخصخصة على مشاركة القطاع الخاص في شراء الأسهم والسندات، كما تقوم المؤسسات الأجنبية المسجلة في البورصات المحلية باللجوء إلى أسواق الأوراق المالية في غير بلدها للحصول على رؤوس أموال إضافية وبالتالي زيادة العارضين بعني تفضيل الادخار عن السيولة وزيادة الاستقرار و تخفيض سعر الفائدة و زيادة النشاط الاقتصادي.

ثالثا: الوسطاء الماليون:

نقص الخبرة لدى المتعاملين في سوق الأوراق المالية يقف عائقا أمام تبادل الأوراق المالية سواء في سوق الإصدار أو سوق التداول، كما يقف عائقا أمام التوظيف الأمثل من حيث العائد و المخاطر المالية، هذا ما يحتم ضرورة وجود مجموعة من الوسطاء الماليين لهم خبرة كبيرة بحيث يعتبرون العمود الفقري لأي سوق مالية على اعتبارهم طرفا مساعدا و منشطا لها و ذلك بتنفيذ أوامر المستثمرين بائعين و مشتريين.

أما من حيث المهام التي يقوم بها الوسطاء في أسواق الأوراق المالية نجد أن هذه الفئة من المتدخلين قد وسمت نشاطها ليشمل مجالات البحوث والتحليل و تقديم النصائح و الإرشادات لمختلف المتعاملين في السوق.

و يتمثل أهم الوسطاء الماليون فيما يلي:

1- السماسرة أو وكلاء التبادل:

السمسار هو الذي يقوم بعمليات الوساطة في بيع و شراء الأوراق المالية و ينفذ الأوامر و يضمن سلامة العمليات، و لإتمام أي عملية لابد أن تكون عن طريق السمسار، بحيث تتم أغلبية التعاملات في الأوراق المالية، بواسطة شركات تكون إما شركات مساهمة أو شركات توصية بالأسهم، وهو يعمل باسمه و لحساب الغير و لهذا يعتبر وكيلا بالعمولة و يجب على شركة السمسرة تسجيل الأوامر فور ورودها إليها و يتضمن التسجيل مضمون الأمر، اسم مصدره و صفته، ساعة وروده إلى الشركة و الثمن الذي يرغب العميل التعامل به، كما يجب أن يكون تنفيذ أوامر بيع و شراء الأوراق المالية في المكان و الأجل التي تحددها إدارة السوق و يجب عرض هذه الأوامر بعلانية و البيانات اللازمة للتعريف بالعملية ووفقا لما تقرره هيئة السوق، و يجب أيضا أن تكون العمولات التي يتقاضاها السمسار عن العمليات التي يقوم بها نحدده بصفة قانونية من قبل سلطات السوق.

2- صناديق الاستثمار:

وهي شركات تتلقى الأموال من المستثمرين من مختلف الفئات، لتقوم باستثمارها في تشكيلات من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة، حيث تعتبر صناديق الاستثمار فرصة لصغار المدخرين الذين لا يستطيعون تشكيل محفظة مالية فتقوم الصناديق بتجميع الادخارات الفردية و تصدر في مقابلها وثائق استثمارية، ثم تعيد توظيف هذه المدخرات في الأوراق المالية بما لديها من خبرة و معرفة، و بذلك تستفيد من الأرباح المحققة مشاركة مع المدخرين.

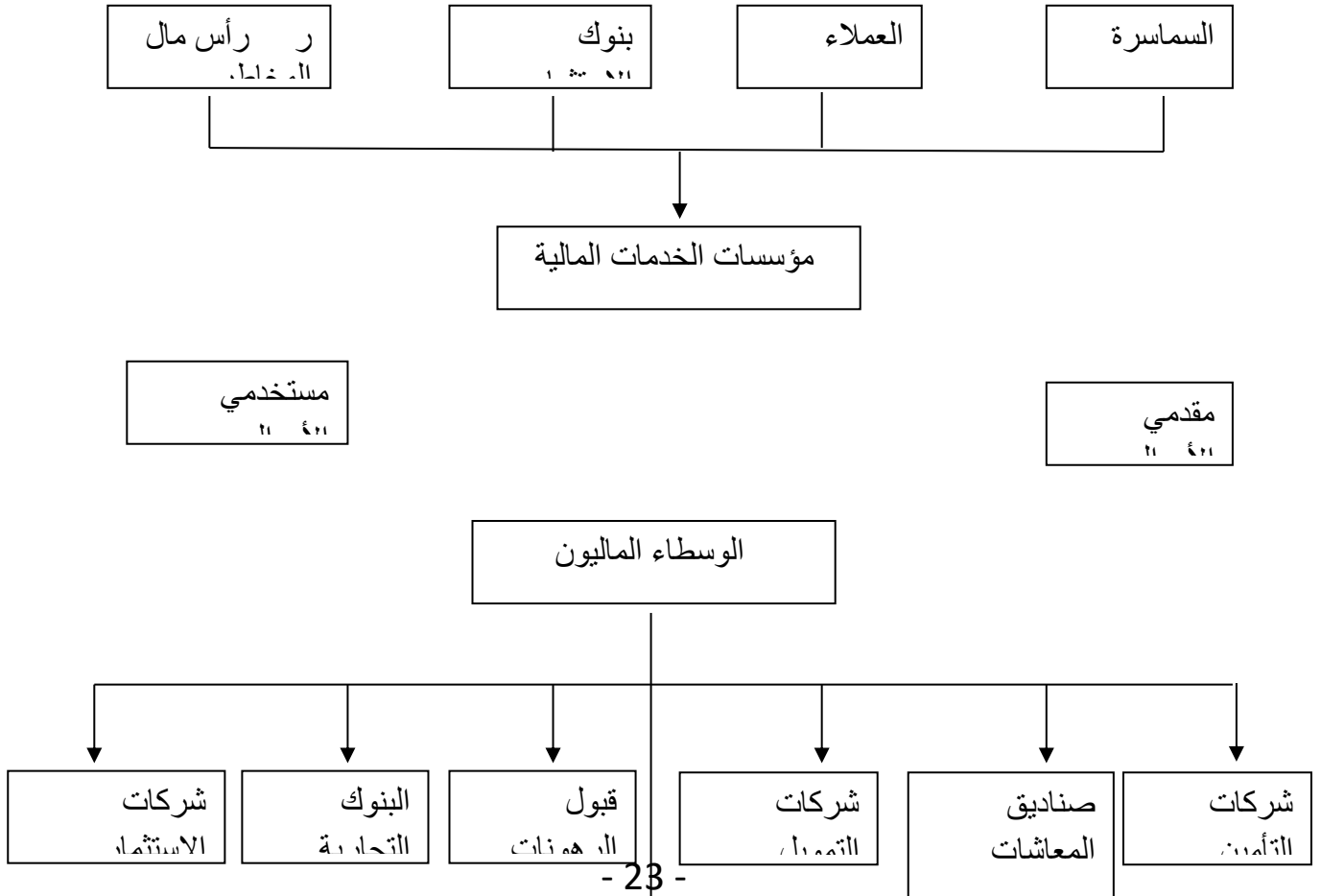
3- المحكمون والمراقبون:

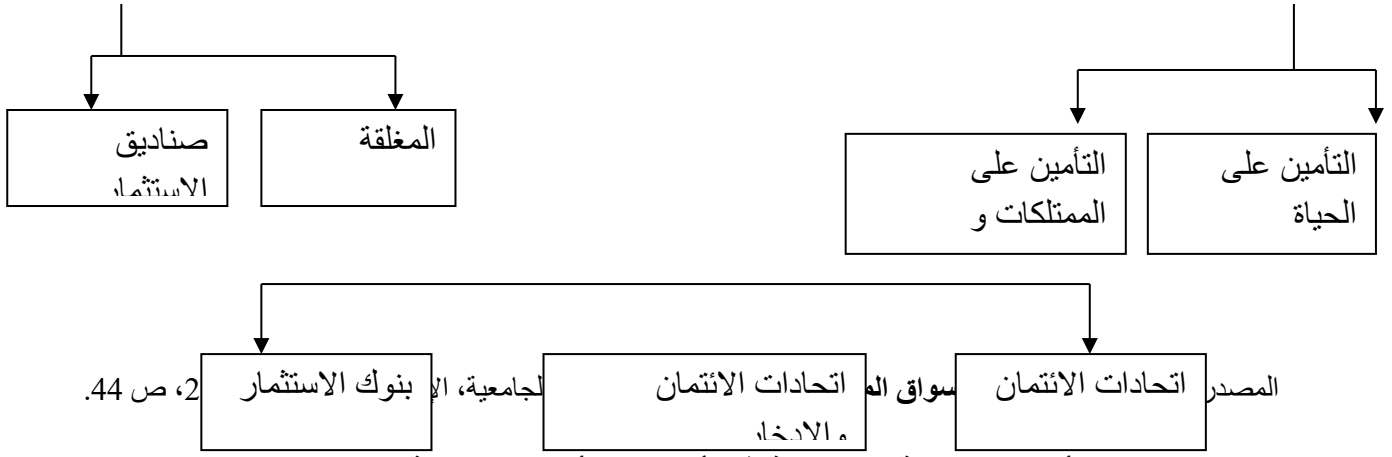
لا تتمثل وظيفة أسواق الأوراق المالية في إتمام العمليات فقط بل تعمل أيضا على نظامية العمليات و شرعيتها والرقابة على السوق لمنع الانحرافات و الاطمئنان على سلامة العمليات والتأكد من أن السعر المتفق عليه يمثل السعر العادل، ولأجل ذلك يكون لكل سوق مجلس إدارة و محكمين توكل إليهم وظيفة التنظيم و التثمين والمعلومات والرقابة

أما تسوية المنازعات فيتم من خلال لجنة يشكلها الوزير و يتم الفصل في المنازعات الناشئة عن طريق التحكيم لا غير.

وفي الأخير نشير إلى أن المشاركين أو المتدخلين في أسواق الأوراق المالية تختلف تسمياتهم و تقسيماتهم من سوق لآخر و من بلد لآخر، لذلك سوف نحاول تبيان مختلف المشاركين في الأسواق المالية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (1) : المتدخلون في أسواق الأوراق المالية





المطلب الثاني: الأدوات المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية.

تعتبر الأوراق المالية السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق الأوراق المالية و هي مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل بالنسبة للمؤسسات التي تبحث عن الأموال لتمويل استثماراتها.

وتعرف الأوراق المالية بأنها قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين عموميين كانوا [الدولة، السلطات الولائية أو المحلية] أو مؤسسات خاصة، و ينتج عنه دين على عاتق الجهة المصدرة أو مشاركة في الملكية من قبل المشتريين لهذه الأوراق⁽¹⁾.

و يمكن تصنيف هذه الأدوات أو الأوراق كالآتي:

أولاً: أدوات الملكية:

تتمثل هذه الأدوات أساساً في الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

1- الأسهم العادية:

السهم العادي عبارة عن صك ملكية في جزء من رأس مال الشركة المساهمة و شركة التوصية، و تعد الأسهم بصفة عامة من الأصول المالية طويلة الأجل حيث أنه ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما أن الشركة مستمرة و قائمة⁽²⁾.

(1) رفيق شرياق ، "دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال"، مرجع سابق، ص 28.

(2) ضياء مجيد، "البورصات أسواق المال و أدواتها"، مرجع سابق، ص 38.

و للسهم العادي ثلاثة قيم تتمثل في (3):

- القيمة الاسمية: تتمثل في القيمة المدونة أو المثبتة على قسيمة السهم و عادة ما يكون منصوص عليها في العقد التأسيسي للشركة.

- القيمة الدفترية: تتمثل في حقوق الملكية المتمثلة في مجموع كل من رأس المال والاحتياطات والأرباح المحتجزة علاوة الإصدار ومقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.

- القيمة السوقية: تعكس القيمة السوقية القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية و تتوقف القيمة السوقية للسهم على عوامل عدة أهمها: معدلات الأرباح، و ظروف العرض والطلب، و نمط التداول الأوراق المالية في السوق وغيرها.

أ- أنواع الأسهم العادية:

يمكن تصنيف الأسهم العادية من خلال مجموعة من المعايير إلى عدة أنواع أهمها (1):

- الأسهم الاسمية: هي الأسهم التي يسجل اسم حاملها على وجه الصك و يمكن لمالك السهم أن يبيعه لمستثمر آخر و في هذه الحالة يسجل اسم المالك الجديد في جدول يسمى جدول التنازلات، على أن يسجل اسم المشتري في دفاتر الشركة، و لا يمكن تداولها إلا بعد موافقة الشركة نفسها.

- الأسهم لحاملها: يتم تداول الأسهم المصدرة لحاملها بين المستثمرين بدون كتابة اسم المالك على وجه الصك، وتنتقل ملكية السهم في تلك الحالة بمجرد الحيازة الفعلية للسهم، ويتم تداول هذه الأسهم بحرية دون الرجوع إلى الشركة التي أصدرتها و يمكن للشركة تحويل أسهمها من أسهم لحاملها إلى أسهم اسمية والعكس.

- الأسهم النقدية: السهم النقدي هو الذي يمثل حصة نقدية من رأسمال الشركة تدفع قيمته نقداً.

(3) منير إبراهيم هندي، " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 17.
(1 1) شرياق رفيق، " دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال"، مرجع سابق، ص ص 29، 30.

- الأسهم العينية: السهم العيني يمثل حصة عينية في رأسمال الشركة و تصدر هذه الأسهم مقابل أصول عينية يقدمها المكتب.

ب- خصائص الأسهم العادية:

تتميز الأسهم العادية بمجموعة من الخصائص نذكر منها ما يلي⁽¹⁾:

- الأسهم العادية أسهل من السندات من حيث الوصف و لكن أصعب من حيث التحليل فالسندات لديها مدة صلاحية محدودة، تاريخ استحقاق، و حد أعلى لسعر الفائدة الممنوح في أغلب الأحيان، على عكس الأسهم التي تعتبر الأرباح غير محدودة العمر .

- عادة ما يحدد القانون الأساسي لشركة المساهمة عدد الأسهم العادية التي يمكن إصدارها.

- يتحصل أصحاب الأسهم العادية على أرباح أو توزيعات تتوقف على مقدار الأرباح المحققة من قبل المؤسسة و قرار الجمعية العامة للمساهمين وعليه فأرباح الأسهم العادية متغيرة من سنة إلى أخرى، و تأتي بعد السندات والأسهم الممتازة في الترتيب من حيث الأولوية في توزيع الأرباح.

- يمكن لشركات المساهمة إعادة شراء بعض أسهمها و ذلك عن طريق عقود السيولة التي تبرمها مع الوسطاء و لمدة سنة على الأكثر، و عقود السيولة هي نوع من العقود التي تبرمها الشركة مع وسيطها من أجل امتصاص الفائض من أسهمها في السوق.

ج- حقوق المساهمين العاديين:

يتمتع حامل السهم العادي بمجموعة من الحقوق ضمنها له قانون الشركات، و تتمثل هذه الحقوق في⁽¹⁾:

(1) عديلة مريميت ، "محاولة قياس أثر البورصة على التنمية الاقتصادية- دراسة حالة الجمهورية التونسية (1991 - 2002)" ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و مالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، دفعة 2004، ص 15.

(1) السيد عبد القادر متولي ، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط01، 2010.ص 147.

حق الحصول على نصيبه من الأرباح عند توزيعها والشركة ليست ملزمة بتوزيع الأرباح سنويا بل بإمكانها الاحتفاظ بجزء أو كل الأرباح المحققة والقانون يجبر الشركات على الاحتفاظ بنسبة محددة من أرباحها كاحتياطي قانوني

- الحق في الحضور في اجتماعات الهيئة العامة للمساهمين وفي التصويت في القضايا المطروحة على هذه (لا) الهيئة كاختيار مجلس الإدارة من خلال التصويت

- الحق في الحصول على نصيبه من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها حيث تقوم الشركة بعد تسديد ديونها بدفع نصيب المساهمين الممتازين، و ما تبقى يوزع على المساهمين العاديين أما إذا تجاوزت الديون قيمة الأصول المباعة فإن المساهمين لا يحصلون على أي نصيب.

- حق نقل الملكية عن طريق البيع و إهدائها أو توريثها.

- حق الأولوية في الاكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة.

- حق الاطلاع على دفاتر و سجلات الشركة.

- حق الترشيح لعضوية مجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب في الأسهم و حتى انتخاب مجلس الغدارة ومساءلتهم.

1- الأسهم الممتازة:

هي أسهم تصدرها الشركات إلى جانب الأسهم العادية، وقد سميت أسهما ممتازة لأنها تختلف عن الأسهم العادية في أن لها حق الأولوية على الأسهم العادية في الحصول على حقوقها، كما أن للسهم الممتاز قيمة اسمية، قيمة دفترية، قيمة سوقية و ليس له تاريخ استحقاق ويحرم أصحاب الأسهم الممتازة من حق التصويت ما عدا في الحالات الخاصة أو الظروف الطارئة⁽¹⁾.

(1) عاطف وليم اندراوس، "أسواق الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 68.

أ- خصائص الأسهم الممتازة: تقدم الأسهم الممتازة لحاملها مجموعة من الخصائص هي (2):

-خاصية تجميع الأرباح: تعطي لهم الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم وفي حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم و يتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية.

-لحملة الأسهم الممتازة الحق في الحصول على أموالهم قبل حملة الأسهم العادية و بعد السندات عند التصفية الشركة أو عند الإعلان عن إفلاسها.

- لا يوجد التزام قانوني بدفع هذه التوزيعات، و تدفع فقط في حالة إقرار مجلس الإدارة لها.

-لهم الحق في الاستحقاق عن طريق الاستدعاء لحصولهم على مبلغ أكبر من القيم الاسمية.

-تعتبر الأسهم الممتازة و سيلة لتمويل الشركة دون تدخل المساهمين في إدارتها، لأنه غالبا ما لا يكون لهم حق التصويت.

ب-أنواع الأسهم الممتازة: للأسهم الممتازة أنواع و ذلك حسب الميزة المقدمة لها(3):

- الأسهم الممتازة المشاركة:

هذا يعني أن هذه الأسهم يأخذ نصيبها من الأرباح أولا ثم يأخذ نصيبا ثانيا بعد توزيع الأرباح على الأسهم العادية، أما إذا لم تكن مشاركة فهي تأخذ نصيبا أولا فقط

- الأسهم الممتازة المجمععة للأرباح:

الأسهم الممتازة لا تحصل على أرباح إلا في حالة ما إذا حققت الشركة أرباحا و أعلنت الشركة عن توزيع الأرباح بعد تحقيقها لها.

(2) منير إبراهيم هندي، "سلسلة الأوراق المالية -الأسواق الحاضرة والمستقبلية -أسواق الأوراق المالية وأسواق الاختيار و أسواق العقود المستقبلية"، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن، 1994، ص 27.

(3) زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي"، مرجع سابق، ص 60.

فإذا ما حققت الشركة أرباحاً و لم تعلن عن توزيعها في السنة، و في حالة ما إذا هذه الأسهم الممتازة مجمعة للأرباح و في السنة الموالية أعلنت الشركة توزيع الأرباح فحملة هذه الأسهم لا تفقد الحق في المشاركة في الأرباح المتعلقة بالسنة السابقة، أما في حالة ما إذا كانت هذه الأسهم غير مجمعة للأرباح، فهي تفقد الحق في المشاركة في أرباح السنوات الماضية، بل تأخذ إلا في السنة التي قرر فيها توزيع الأرباح.

- الأسهم الممتازة المضمونة الأرباح: في هذه الحالة الأسهم الممتازة تأخذ حصتها من الأرباح أو العائد، بحيث يكون محدد مسبقاً و حتى في حالة ما إذا كانت الشركة لم تحقق أرباحاً، فيتم التوزيع عليها أرباحاً تحدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية.

- أسهم ممتازة ذات الصوت المتعدد: و هي التي تعطي لحاملها أكثر من صوت واحد في الجمعية العامة.

3- الفرق بين الأسهم العادية و الأسهم الممتازة:

- حملة الأسهم الممتازة لهم الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة و الأموال الناتجة عن تصفية أعمال الشركة في حالة التصفية.

- هناك حد أقصى لمقدار العائد الذي يمكن لحامل السهم الممتاز أن يحصل عليهن و يحدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية.

- غالباً لا يكون حق التصويت الدائم لحملة الأسهم الممتازة على عكس العادية.

- لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحجوزة للشركة.

ثانياً: أدوات الدين:

1- السندات:

السندات تمثل ديناً لمالكيها، وهي أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز ووحدات الفائض لذلك هي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة منها تدعى السند (1).

كذلك "السند وثيقة تتضمن وعداً من الشركة أو هيئة رسمية بتسديد مبلغ القرض عند حلول أجل استحقاقه، بالإضافة إلى دفع مبالغ محددة على فترات متتالية تمثل الفائدة" (2).

وتشمل السندات ما يلي (3):

- الكوبون: وهو عبارة عن الدخل الذي يحصل عليه حامل السند و يتحدد معدله بأسعار الفائدة السائدة في السوق لسندات والتي لها درجة المخاطرة نفسها.

- تاريخ الاستحقاق: يشير إلى الفترة التي يحصل فيها حامل السند على القيمة الاسمية للسند، وهناك نوعان من تاريخ الاستحقاق فعلي وأصلي.

- القيمة الاسمية: وهي القيمة المدونة على السند والتي يتعهد مصدر السند بردها إلى حامل السند في تاريخ الاستحقاق.

- شروط نقل الملكية: لا يتم نقل الملكية السند القابل للتداول إلا من خلال إجراءات معينة لنقل القيد من سجلات الشركة.

2- خصائص السند:

للسند مجموعة من الخصائص التي يتمتع بها تتمثل أساساً في (1):

- يحمل لسند اسم المقرض، قيمة القرض عدد السندات المصدرة، القيمة الاسمية للسند، سعر الإصدار والسعر الواجب دفعه للحصول على السند، إذا كان السعر يساوي سعر الإصدار يقال

(1) محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات"، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005. ص 103.

(2) حسين بني هاني، "الأسواق المالية: طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة"، مرجع سابق، ص 152.

(3) السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، مرجع سابق، ص 140.

(1) ضياء مجيد، "البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مرجع سابق، ص 103.

إن السند أصدر متكافئاً، وإذا كان سعر الإصدار أقل من القيمة الاسمية يقال أصدر "بعلاوة إصدار" ويكون السند "بعلاوة تسديد" إذا كان مبلغ التسديد أكبر من القيمة الاسمية.

- يحصل حملة السند على دخل ثابت سنوياً يتمثل في الفائدة سواء حققت الشركة أرباحاً أم لم تحقق.

- للسند تاريخ استحقاق، حيث تلتزم الجهة المصدرة بإرجاع القيمة الاسمية للسند لصاحب السند في تاريخ الاستحقاق.

- قابلية السند للتداول حيث يحقق لحامله نقل الملكية للغير.

- لا يشارك حامل السند في الجمعية العامة للمساهمين.

- يمكن لحامل السند الاطلاع على الوثائق التي تنشر لجمعيات حملة السندات.

- عند تصفية الشركة يكون لحامل السند الحق في الحصول على مستحقاته تجاه الشركة المصدرة قبل حملة الأسهم العادية لكن ليس لصاحب السند الحق في الحصول على الأرباح التي تقرر توزيعها على حملة الأسهم.

- لحملة السندات الحق في حضور الجمعيات الخاصة بحملة السندات.

- تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز تنزيلها من إجمالي الأرباح أي أنها لا تخضع لضريبة.

3- أنواع السندات:

توجد أنواع كثيرة من السندات نذكر أهمها فيما يلي⁽¹⁾:

أ- السندات التقليدية: تمثل هذه السندات الشكل البسيط للمنتجات المالية التي تمثل ديناً على الجهة التي أصدرتها، وكل ما قيل عن السندات فيما سبق ينطبق على هذا النوع من السندات.

(1) رفيق شرياق، "دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال"، مرجع سابق، ص 35.

ب-السندات بمعدل فائدة متغير: تتميز أسعار الفائدة في السوق الموازية بالتغير ارتفاعا وانخفاضا وعليه ففي حالة انخفاض أسعار الفائدة يتضرر مصدرها السندات بمعدلات ثابتة و ذلك بمقدار الفرق بين ما يدفع لحملة السندات و سعر الفائدة في السوق ،و العكس في حالة ارتفاع أسعار الفائدة في السوق، ولهذا تم استحداث هذا النوع من السندات لحماية كل المقرض والمقترض من مخاطر تغير أسعار الفائدة و بهدف تغيير سعر الفائدة ليصبح قريبا أو مساويا لسعر الفائدة السائد في السوق.

ج-السندات المضمونة: هي السندات التي يتقرر لصاحبها حق أو امتياز محدد كأن تكون هذه السندات مضمونة ببعض الأموال الثابتة للشركة أو الأوراق المالية، أو تكون مضمونة من طرف الحكومة أو مؤسسة مالية لضمان الوفاء بقيمة السند والفوائد المستحقة له.

د-السندات غير المضمونة: على عكس السندات المضمونة ،فإن السندات غير المضمونة لا تكون مرتبطة بأي أصل من أصول الشركة، ولذلك يتضمن عقد الإصدار عدم قيام الشركة بأي عمل قد يضر أصحاب هذه السندات، كإصدار مثل هذه مرة أخرى أو زيادة الاستدانة.

هـ-السندات التي لا تحمل معدلا للكوبون: تباع هذه السندات بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد صاحب السند القيمة الاسمية للسند عند تاريخ الاستحقاق.

و-السندات القابلة للتحويل الأسهم: يمكن لحامل هذه السندات تحويلها إلى أوراق مالية أخرى لنفس الشركة خاصة إلى أسهم عادية بشروط محددة و خلال فترة زمنية معينة مسبقا في عقد الإصدار و بذلك يصبح مثله مثل المساهمين العاديين.

ن-السندات الحكومية: تعرف بالريوع حيث تصدر هذه السندات من طرف الحكومات لتمويل مشاريع ذات منفعة اجتماعية و لتغطية العجز في الميزانية أو لتخفيض معدل التضخم.

س-السندات المرتبطة بمؤشر(السندات المستقرة):هي السندات يرتبط سعر الفائدة الخاص بها، أو المبلغ الأصلي أو الاثنين معا بتغيرات مؤشر معين(مستوى المعيشة، مستوى أسعار التجزئة، معدل التضخم...إلخ) وذلك للمحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند.

ع-السندات ذات الدخل: يحق لحامل هذه السندات الحصول على فوائد بنسبة محددة من الدخل الذي يحققه المشروع لكن في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة، أرباحا فلا يجوز لحاملها المطالبة بالفوائد⁽¹⁾.

وفي الأخير نجد الإشارة إلى أنه بالإضافة إلى الأنواع السابقة للسندات هناك أنواع أخرى مثل سندات الاحتكار التي تصدرها الشركات القابضة لتمويل الشركات التابعة لها، السندات القابلة للاستدعاء، غير القابلة للاستدعاء، السندات التي لها حق في الأرباح بالإضافة إلى الفائدة المحددة... إلخ.

ثالثا: الأوراق المالية الهجينة:

تجمع هذه الأوراق بين خصائص الأسهم و خصائص السندات و من بين هذه الأوراق ما يلي⁽¹⁾:

- 1- أوراق المساهمة: هي شهادات قابلة للتداول تصدر من طرف شركات المساهمة، و باعتبار هذه الاوراق هجينة فإن دخلها يتكون من جزأين، جزء ثابت و جزء آخر متغير.
- 2- شهادات الاستثمار: يتمتع أصحاب هذه الأوراق المالية بنفس الحقوق التي يتمتع بها حملة الأسهم العادية ما عدا حق التصويت الذي يحرم منه أصحاب هذه الشهادات.
- 3- السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم: ويمكن لصاحب هذه السندات الاكتتاب في أسهم الشركة، حيث أن تسليم أو دفع إحدى القسيمات المرفقة بالسند يمكنه من الاكتتاب في سهم أو في عدد من الأسهم بسعر محدد وفي فترة معينة مسبقا، فحامل هذه السندات بالإضافة إلى احتفاظه بصفته كدائن بإمكانه أن يصبح مساهما في فترة قادم.

رابعا: عقود المشتقات:

(1) عاطف وليم اندراوس، " أسواق الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص من 75 الى 77.
(2) جبار محفوظ، "البورصة، موقعها من أسواق العمليات المالية"، دار هومة، الجزائر، ط01، 2002، ص ص 81، 82.

تمثل المشتقات أدوات ترتب لحاملها التزامها أو اختياراً لشراء أو بيع أصل مالي، وتشتق تلك الأدوات قيمها من أسعار الأوراق المالية الأصلية قد تكون أسهم أو سندات أو مجموعة من الأسهم والسندات، وتعد المشتقات أحد أهم ملامح التطور في أسواق المال.

وثمة أنواع من المشتقات لعل أهمها: الخيارات و المستقبلات والعقود الآجلة، وعقود المبادلات.

1- الخيارات:

تعرف الخيارات بأنها عقود يمنح بموجبها مصدر الاختيار حامل العقد الحق دون الالتزام بشراء أو بيع أصل مالي بسعر متفق عليه وقت تحرير العقد خلال مدة زمنية أو في تاريخ محدد، و يمنح المشتري هذا الحق في مقابل مبلغ من المال تمثل علاوة الاختيار تدفع لمصدر الاختيار، ويطلق على السعر الذي يتم به التنفيذ أو البيع أو شراء الأصل محل الاختيار بسعر التنفيذ]و بصفة عامة فإن الخيارات هي أدوات للتأمين].

ويسمى الخيار الذي يعطي لمالكه الحق في الشراء بخيار الشراء، في حين يطلق على الخيار الذي يعطي لمالكه الحق في البيع الأصل محل الخيار بخيار البيع، إضافة إلى ذلك يمكن التفريق بين الخيار الأمريكي والأوروبي فالأول يعطي لحامله الحق في تنفيذه خلال فترة معينة، بينما الثاني لا ينفذ إلا في تاريخ محدد⁽¹⁾.

وبصفة عامة فإن الخيارات هي أدوات للتأمين منذ المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، خصوصا مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو يعتزم شرائها أو بيعها في المستقبل.

2- المستقبلات:

هي عقود آجلة لكنها قابلة للتداول في البورصة تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق، و تهدف العقود المستقبلية للحوط ضد مخاطر التغير في معدلات العائد و ثم أسعار الأصول المالية، وتتم

(1) منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 324.

عملية تغطية المخاطر من خلال اتخاذ مركز معاكس في السوق الآجل للمركز الفوري، فإذا توقع أحد المدخرين انخفاض معدل العائد على أحد أصوله المالية فقد يقوم بشراء عقود مستقبلية تعطي له الحق الحصول ي تاريخ لاحق على معدل عائد يعادل المعدل السائد حالياً و ذلك على مبلغ متفق عليه بنفس العملة، فإذا انخفض معدل العائد في سوق العقود المستقبلية فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للعقود المشتراة، والتي تمثل مقدار الانخفاض في قيمة العوائد المستحقة في العقد على المبلغ الوارد⁽²⁾، ومن ثم يمكن للمدخر أن يبيع تلك العقود و تحقيق أرباح تسهم في تعويضه عن الانخفاض الذي قد يطرأ على معدل العائد على الأصل المالي.

وتختلف عقود المستقبلية عن الخيارات في (كون) وجوب التزام طرفي العقد بتنفيذ الاتفاق في النهاية، بينما عقود الاختيار تعطي الحق و ليس الإلزام لأحد الطرفين هو مشتري الخيار. وتتعدد أنواع المستقبلية حسب نوع وموضوع العقد فنجد مثلا عقود المستقبلية المالية، عقود مستقبلية المحاصيل الزراعية، عقود مستقبلية العملات الأجنبية...إلخ.

3- العقود الآجلة:

يعطي هذا النوع من العقود لمشتريه الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقا و بحيث يتم التسليم في تاريخ لاحق، وهي لك لا تختلف عن المستقبلية باستثناء معيار التداول حيث يتم تداول المستقبلية في الأسواق المالية، بينما لا يتم تداول العقود الآجلة في هذه الأسواق، و معنى ذلك فإن العقود الآجلة لا توفر الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، حيث لا يمكن التخلص منها بيعا في الأسواق المالية كما هو الحال بالنسبة للمستقبلية⁽²⁾.

4- عقود المبادلات:

تعرف بأنها اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية تتحدد وفقا لقيمة الصفقة، على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد، في تاريخ لاحق وعقود المبادلات

(1) زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، مرجع سابق، ص 97.

(2) منير إبراهيم، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 686.

باعتبارها سلسلة من عقود لاحقة التنفيذ يتم تسوية العقد على فترات دورية (شهرية، أو ربع سنوية، أو نصف سنوية... إلخ) تكون ملزمة لطرفي العقد على العكس من عقود الاختيار كما أن المدفوعات لا يتم تسويتها يوميا كما هو بالنسبة للعقود المستقبلية و تتعدد عمليات المبادلات و منها: عمليات مقايضة معدلات العائد، عمليات مقايضة عقود حق الاختيار، عمليات مقايضة العملات... إلخ(1).

المطلب الثالث: آليات التعامل في أسواق الأوراق المالية:

من أجل أن يكون الاستثمار في الأوراق المالية استثمارا ناجحا لا بد من أن تكون هناك قواعد وآليات تضبط هذه العملية، و يتم التعامل في سوق الأوراق المالية من خلال الأطراف المتدخلين في السوق عن طريق إصدار أوامر من المستثمرين لهم و يجب أن يحدد الأمر نوع الورقة المالية المطلوب التعامل فيها و كميتها و الأسعار الخاصة بالتداول.

أولا: أوامر أسواق الأوراق المالية:

1-تعريف أوامر السوق:

يقصد بها التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء كي يبيع أو يشتري له أوراقا مالية معينة، ولا يجوز لأحد غير السماسرة المسجلين أن يجري صفقات داخل البورصة، كما أنه يجب على شركات السمسرة أن تقوم بتسجيل أوامر العملاء فور ورودها إليها. و يتضمن هذا التسجيل: اسم مصدره و صفته و ساعة و كيفية وروده إلى الشركة والتمن الذي يرغب العميل بالبيع أو الشراء به و يصدر هذا الأمر عن العميل إما خطاب، مكالمة هاتفية، أو عن طريق أحد البنوك التي يتعامل معها العميل(1). و يجب أن يتوفر في أمر السوق الشروط التالية:

- نوع الأوراق المالية موضوع الصفقة سهم أو سند، و إذا كانت سندات يجب ذكر الفائدة و سنة الإصدار.

(1) وليم اندراوس، "أسواق الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 83.

(2) زياد رمضان، مروان شموط، "الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات"، القاهرة، مصر،

2008، ص 35.

- عدد الأوراق المراد التعامل بها.

- نوع الصفقة هل هي بيع أم شراء.

- نوع السوق فوري أم آجل.

- مدة صلاحية الأمر: يوم، شهر، مفتوح.

- السعر: محدد أو غير محدد⁽¹⁾.

2-أنواع أوامر أسواق الأوراق المالية:

تختلف أوامر البيع و الشراء للأوراق المالية، باختلاف سعر ووقت التنفيذ أو كليهما، و تأخذ الأوامر أحد الصورتين من حيث حجم الأوامر⁽²⁾:

الأولى: أوامر بكميات غير كسرية(زوجية) ويتم التنفيذ طبقا لها على أساس وحدة التعامل 100 سهم غالبا و مضاعفاتها.

الثانية: أوامر بكميات كسرية(فردية)أي بأقل من وحدة التداول المحددة في البورصة معناه أقل من 100 سهم أي من 1 إلى 99 سهما.

وبعد تعاقد المستثمر مع شركة السمسرة يقوم العميل بإصدار أوامر البيع أو الشراء إلى شركة السمسرة.

وتشمل الأوامر الأنواع التالية:

أ-الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

وهي تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، و في هذا الصدد يوجد نوعان من الأوامر:

(1) محمد صبري هارون، "أحكام الأسواق المالية، الأسهم والسندات"، مرجع سابق، ص 59.

(2) السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، مرجع سابق، ص 169.

ويعتبر من أكثر الأوامر شيوعاً، و بمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر، و نظراً لأن الأمر لا يتضمن سعراً معيناً فإن الصفقة عادة ما تنفذ في وقت قصير جداً، و ذلك يعني أن في أمر السوق يترك العميل لسمساره حرية اختيار التنفيذ بأفضل سعر من وجهة نظره و يكون غالباً أقرب سعر إلى سعر إقفال الورقة المالية. و من مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة و ضمان التنفيذ ولكن من عيوبه هو عدم معرفة العميل بالسعر، إلا عند إخباره به⁽¹⁾.

- الأوامر المحددة السعر:

-يحدد فيها العميل سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة

-يقوم السمسار باعتبار الفرصة، و ذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه و في حالة الشراء أو أعلى منه في حالة البيع.

-عادة ما يضع المستثمر حداً أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر.

و من مزايا الأوامر المحددة السعر أن المستثمر يعرف مقدماً السعر الذي سيحصل عليه في البيع أو الشراء.

و لكن من مخاطر الأوامر المحددة:

-ضياع فرصة شراء أو بيع أسهم، حيث أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد و بالتالي لا تنفذ الصفقة

-عدم القدرة على التنفيذ حتى و إن كان سعر السوق مساوياً للسعر المحدد في حالة الوارد أولاً ينفذ أولاً و هذا يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن إذا كان ترتيبه متأخراً⁽¹⁾.

(1) السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، مرجع سابق، ص 170.

(1) محمد محمود الداغر، "الأسواق المالية مؤسسات، أوراق، بورصات"، مرجع سابق، ص 249.

يقصد بها تلك الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو إلغائها، و تتراوح مدة الأمر بين يوم، أو أسبوع أو شهر أو يكون الأمر مفتوحا معناه لا يوجد تاريخ محدد للتنفيذ. و تنقسم الأوامر المحددة بالوقت إلى⁽²⁾:

-أوامر ذات زمن محدد:

وهي طلبات مشروطة بزمن تنفيذ محددة و بالتالي فالسمسار مجبرا بالتنفيذ خلال الفترة الزمنية المحددة و إلا عدا الأمر لاغيا بعد ذلك.

- أوامر ذات ومن مفتوح:

الأمر لا يحدد بفترة معينة للتنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة عندما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

ج-أشكال أخرى من الأوامر:

-أوامر الإيقاف:

لا تنفذ هذه الأوامر إلا إذا بلغ السهم مستوى معين أو تعدها، و إذا كانت أوامر تتعلق بالبيع يصبح لزاما على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى مستوى المحدد أو انخفض عنه، أما إذا كانت أوامر تتعلق بشراء فإن السمسار يقوم بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها.

-أوامر محددة للمبلغ الكلي للصفقة:

يحدد فيها المستثمر الأموال المستثمرة في منتج مالي معين، وهذه الأوامر لا تحدد عدد الأوراق المراد شراءها و إنما تحدد المبلغ المتاح الذي لا يجب تجاوزه.

(2) نفس المرجع ، ص 250.

-أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:

أن يترك للسمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه، وعادة ما يقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوافر لديهم ثقة كاملة في كفاءة و أمانة السمسار و قدرته على الحكم، و هذا الأمر يعطي قدر كبير من المرونة للسمسار بما يمكنه من التصرف و اغتنام الفرص، و في المقابل هذا الأمر يشكل عبئا كبيرا على السماسرة⁽¹⁾:

3-خطوات تنفيذ الأوامر: يتم تنفيذ أوامر العملاء طبقا للخطوات التالية(2):

أ- إذا ما أراد مستثمر معين شراء أوراق مالية فإنه يتصل المستثمر بالسمسار أو المدير التنفيذي بين السمسرة الذي يرغب بالتعامل معه و يسأله عن أسعار تلك الأوراق.

ب- يقوم السمسار بالحصول على المعلومات المطلوبة من خلال الحاسوب و عادة ما تتمثل تلك المعلومات في السعر الحالي، وأعلى و أدنى سعر خلال اليوم، و سعر آخر صفقة أبرمت، و كل من سعر البيع و سعر الشراء، ويتم إبلاغ المستثمر بتلك المعلومات لكي يتمكن من اتخاذ القرار.

ت- إذا كانت الأسعار مشجعة، يقوم المستثمر بإصدار الأمر للسمسار الذي يقوم بتسجيل المعلومات عن الأمر على مطبوعات خاصة.

ث- بمجرد الانتهاء من تسجيل الأمر يتم إبلاغه للإدارة التجارية بين السمسرة والتي يطلق عليها إدارة الأوامر.

ج- تقوم إدارة الأوامر بإبلاغ الأمر إلى مقر سوق الأوراق المالية إذا كان السهم يتم التداول به في السوق، و بمجرد وصول الأمر إلى مقر السوق يقوم الكاتب المختص بالاتصال بالسمسار الوكيل بين السمسرة المختص و إبلاغه بوصول الأمر، و ذلك بإشارة معينة أمام الرقم المخصص للسمسار على لوحة معدة لذلك في صالة السوق.

ح- في هذه الحالة يقوم السمسار الوكيل نفسه أو يكلف أحد العاملين بالسوق بالذهاب إلى كاتب السوق المختص لاستلام الأمر، ثم يقوم بنفسه أو بالاستعانة بسمسار الصالة بتنفيذ الأمر يرسل

(1) عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 48.

(2) السيد عبد القادر متولي، "الأسواق المالية و التنفيذية في عالم متغير"، مرجع سابق، ص 173.

السمسار الوكيل تقريراً عنه إلى الإدارة التجارية التي ترسل نتيجة التقرير إلى المدير التنفيذي الذي يبلغه للعميل.

خ- ترسل الغدارة التجارية بالبريد خطاباً إلى العميل للتأكيد على تنفيذ الأمر .

ثانياً: طرق تسعير الأوراق المالية في البورصة:

يقصد بتسعير الورقة المالية في البورصة تحديد السعر الذي تلتقي عنده عروض البيع و طلبات الشراء على الورقة، بحيث يتم عنده تداول أكبر عدد ممكن من الورقة المالية عند بدأ التعامل على سهم معين، و يتم تدوين هذا السعر في لوحة الأسعار بالبورصة ليمثل السعر الرسمي.

ويتم التوصل لسعر بيع أي سهم من الأسهم المتداولة في البورصة، و ذلك عند بدأ التعامل اليومي بطرق عدة تتفق في جوهرها ومضمونها و لكنها تختلف من حيث الأسلوب والإجراءات⁽¹⁾، ومنها:

1- التسعير بطريقة المناذاة:

ويتم ذلك بأن يجتمع مندوبو الوسطاء أو الوسطاء أنفسهم مع عروض البيع و طلبات الشراء، و ذلك في كل صباح داخل منطقة محددة يقف في وسطها سمسار أو دلال مختص و معه مكبر صوت يسهل له الاتصال بالشخص المكلف بكتابة الأسعار في اللوحة المعدة لكل سهم.

وعند افتتاح التعامل يكون كل سمسار قد اخذ مقعده في مكان مخصص له و عندها يفتح المسعر باب المبادلة بالمناذاة على سهم معين مقترحا سعرا معيناً غالباً ما يكون هو سعر الإقفال نفسه لذلك السهم في اليوم السابق، حيث سبق و اتم تدوينه على لوحة الأسعار بمعرفة الشخص المختص.

ويرفقون بمناذاتهم الشفهية هذه إشارة من اليد و ذلك بوضع المساعد أفقياً باتجاه الجسم في حالة الشراء و عمودياً في حالة البيع، و ذلك على أن يتقدم أحد السماسرة بالمقصورة بالاتفاق

(1) السيد عبد القادر متولي ، "الأسواق المالية و التنفيذية في عالم متغير"، مرجع سابق، ص 173.

على سعر الورقة و تتم الصفقة إذا كان أحدهما بائع والآخر مشتري، ولا تتم إذا كان الاثنان بائعين أو مشتريين⁽¹⁾.

2-التسعير بطريقة المعارضة:

يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع و طلبات الشراء، و تؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة.

وهذه الطريقة تسمى بالمعارضة لأن كل واحد من الوسطاء الذين سجلوا طلباتهم في حدود سعر معين- يعارض التسعيرة التي لا تلبي حاجة على الوجه المطلوب، و تتم التسعيرة بعد أن يهبط المسعر سجلا بناء على البطاقات التي يتلقاها من الوسطاء كل صباح، ثم يقوم "الخبير" بدراسة العروض و بناء على ذلك يحدد سعر السوق بحيث يؤدي السعر المختار إلى تلبية أكبر عدد ممكن للعروض و الطلبات.

3-التسعير بطريقة الصندوق:

يلجا المتعاملون إلى هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع و طلبات الشراء كثيرة و متعددة، حيث يقوم الوسطاء بوضع عروضهم و طلباتهم في صندوق خاص ثم تقوم لجنة السوق بفرز العروض و الطلبات و تحديد السعر المناسب للأوراق المالية.

4-التسعير بطريقة المطابقة:

عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين، بأن يأمر أحدهما ببيع كمية من الأوراق المالية، و يأمر الآخر بشراء الكمية نفسها من ذات الأوراق، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني هذه

(1) محمد صبري هارون، "أحكام الأسواق المالية"، مرجع سابق، ص 68.

الأوراق و يجب عليه أن يتأكد و بواسطة أحد أعضاء "نقابة السماسرة" من أنه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملائمة(1).

المطلب الرابع: العمليات على الأوراق في أسواق الأوراق المالية.

يتم التعامل على الأوراق المالية في الأسواق بطريقتين(2):

أولاً: العقود العاجلة:

إن العقود العاجلة هي عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، والتي بعد تمامها يسلم البائع الأوراق المالية للمشتري ويسلم المشتري بدوره الثمن للبائع حلاً أو خلال مدة وجيزة لا تتجاوز 48 ساعة في أغلب الأسواق المالية، حيث يحتفظ المشتري بالأوراق المالية ويستفيد من أرباحها و يتحمل خسارتها أيضاً.

وبما أن هذه العمليات تتم في قاعة التداول ببورصة الأوراق المالية و لا يسمح للمتعاملين بدخولها ما عدا السماسرة و موظفي السوق، فإن البورصة تقوم بإتمام الصفقة المتعلقة بالبيع والشراء بصفة الوكيل عن العقادين(البائع والمشتري) وترسل الأوراق التي تم التعامل عليها للطرفين للتوقيع عليها.

ويلجأ المتعاملون إلى العمليات(لا) العاجلة لأحد الأسباب الآتية:

- الاستثمار: و ذلك من خلال الاحتفاظ بالأوراق المالية للاستفادة من أرباحها عند التوزيع.
- المضاربة على ارتفاع أسعار الأوراق المالية ببيعها عند تحقق ذلك الارتفاع.
- التحوط: أي حماية المستثمر نفسه من مخاطر انخفاض الأوراق المالية من خلال اللجوء إلى البيع على المكشوف.

وتتمثل العقود العاجلة في:

(1) محمد صبري هارون، "أحكام الأسواق المالية"، مرجع سابق، ص 69.
(2) السيد عبد القادر متولي، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، مرجع سابق، ص من 177 الى 184.

1- العقود العاجلة العادية:

هي العقود التي يلتزم فيها كل من البائع والمشتري بإتمام الصفقة نقداً، و ذلك بأن يتسلم المشتري الأوراق المالية، و يسلم ثمنها حالا أو خلال مدة وجيزة جداً، وتقدر في بعض الأسواق الفردية بيومين و في بورصة نيويورك مثلاً، يلزم أن تصفى العملية التالية في موعد أقصاه ساعة قبل افتتاح الجلسة ولا تمثل هذه العمليات نسبة كبيرة (خاصة) في الأسواق الأوراق المالية خاصة في الدول التي يسمح فيها بالاقتراض من البنوك والسماسة للمضاربة في أسواق المال.

2- عمليات الشراء بالهامش:

يقصد بالشراء بالهامش شراء الورقة المالية بسداد جزء من قيمتها نقداً بينما يسدد الباقي بقرض، بضمان الأوراق نقداً بينما يسدد الباقي بقرض، بضمان الأوراق محل الصفقة، لذا يسمى الشراء بالهامش إذ تمثل قيمة المدفوعات النقدية هامشاً مبدئياً لصفقة الشراء وفي العادة لا تزيد نسبة الهامش عن 60% من قيمة الصفقة.

وتقوم هذه الفكرة الاستثمارية على افتراض أن أسعار الأوراق المالية المكونة للمحفظة الاستثمارية سوف ترتفع في المستقبل وبالتالي سيتمكن المستثمر من الحصول على عائد إيجابي على استثماراته.

وفي هذا النوع من العقود، يفتح العميل حساباً بالهامش لدى السمسار الذي يقوم بدوره بالاقتراض من البنوك التجارية لتغطية الفرق بين قيمة الصفقة و بين القيمة المدفوعة كهامش على أن توضع الأوراق محل الصفقة كرهن لسداد قيمة القرض.

3- البيع على المكشوف:

في هذا النوع يقوم المستثمر ببيع الورقة المالية أولاً قبل أن يمتلكها، ثم يشتريها فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق أن بيعت بها.

4- نظام شراء و بيع الأوراق المالية في الجلسة ذاتها:

هو نظام يسمح للمستثمر بأن يقوم بشراء الورقة المالية وبيعها في الجلسة ذاتها أي في نفس اليوم، و هو ما يمكن المستثمرين من الاستفادة من الفروق السعرية خلال اليوم.

و يقصد بالتداول في اليوم نفسه أن عملي شراء الأوراق المالية و بيعها تتم في اليوم نفسه أي خلال التداول نفسها، وهو أحد التسهيلات التي تقدمها البورصات في الدول المتقدمة بهدف زيادة سيولة السوق و كفاءته، و يكون الهدف منها تحقيق أرباح سريعة خلال وقت قصير و هو ما يساهم في زيادة كميات التداول و سيولة السوق و تفادي مخاطر التقلب الحاد في أسعار الأوراق المالية الذي قد يحدث في الأجل الطويل.

5-التداول عبر الانترنت:

هو عبارة عن إمكانية بيع و شراء الأوراق المالية أو مشتقاتها إلكترونياً عبر شبكة المعلومات أو الإنترنت، حيث يتم تسجيل الأوامر عبر شبكة الإنترنت مباشرة على نظام التداول بالبورصة دون اللجوء للسمسار الحاصل على الترخيص والذي قام العميل باختياره ليتعامل من خلاله ومن مزايا التداول عبر الانترنت:

-إمداد العميل ببيانات السوق لحظياً.

-إتاحة الفرصة للمستثمر لمتابعة استثماراته في أي وقت.

-تسهيل عملية التداول بين الأسواق المختلفة.

*و لكن يجب على المستثمر مراعاة الآتي:

-التأني في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

-التركيز في إدخال الأوامر.

-التأكد من دقة و توقيت البيانات المرسله من السمسار.

-إدراك مشاكل التكنولوجيا الحديثة.

-توخي الحذر عند اختيار السمسار.

6-التسوية و المقاصة و تسجيل ملكية العميل للأوراق المالية:

المقصود بها هو إعطاء كل من طرفي التداول حقه، فيقصد بالتسوية اتخاذ الإجراءات المتعلقة بتسليم الأوراق المالية من قبل وسيط البائع ، وتسليم ثمنها من قبل وسيط المشتري، بما في ذلك التأكد من سلامة هذه الأوراق من الغش و عدم وجود قيود تمنع تداولها من رهن وغيره.

أما المقاصة: فتعني إسقاط كل واحد من الوطاء ماله من دين على الوسيط الآخر في مقابل ما للوسيط الآخر عليه من دين.

ثانيا: العقود الآجلة:

العقود أو المعاملات الآجلة هي تلك العمليات التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل التسليم و دفع الثمن إلى يوم محدد مستقبلا يسمى يوم التصفية.

وفي هذه الحالة يجب التأكد مما يلي:

-أن الغرض الأساسي للمتعاملين بالعقود الآجلة هو تحقيق الأرباح الرأسمالية و هي الأرباح التي تتمثل في الفرق بين سعر الورقة التي عقدت عليها الصفقة و بين سعرها الذي يحدد يوم الصفقة.

-أن اغلب المعاملات الآجلة تجري على المكشوف أي إن البائع لا يمتلك الأوراق المالية، محل الصفقة وقت إبرام العقد، ولكن البائع يأن أن تنخفض الأسعار وقت التصفية ليقوم بشرائها و تسليمها للمشتري.

1-صور تصفية العقود الآجلة:

تأخذ تصفية العقد الآجل في يوم التصفية إحدى الصور الثلاث التالية:

أ-الصورة الأولى: تصفية العقد بتسليم و تسلم الأوراق المالية أي بتسليم الأوراق من قبل البائع إلى المشتري، وتسليم المشتري ثمنها للبائع، لكن هذه الصورة نادرة الاستخدام.

ب- الصورة الثانية: تصفية العقد بإبرام عقد آخر على عكس الأول، وفي هذه الصورة تكون هناك حالتين:

-بالنسبة للبائع: أن يبيع مستثمر أوراقا مالية لأجل ثم عند حلول يوم التصفية يقوم هذا المستثمر بشراء أوراق مالية من جنس الأوراق المالية التي باعها بالأجل، شراء حالا بسعر يوم الصفقة و في هذه الحالة لا يبقى المستثمر ملتزما بتسليم الأوراق المالي التي باعها أولا وذلك لأنه بمجرد أن يشتري الأوراق يخرج من السوق و يقال عنه: "إنه قد صفى مركزه نهائيا"، كأن البائع الجديد حل محل المستثمر أمام المشتري الأول.

-بالنسبة للمشتري:

أن يشتري مستثمر أوراق مالية لأجل، ثم عند حلول الأجل يقوم هذا المستثمر ببيع الأوراق المالية من جنس الأوراق المالية التي اشتراها بالأجل بيعا حالا بسعر يوم التصفية في هذه الحالة لا يبقى المستثمر ملتزما بتسلم الأوراق المالية التي اشتراها أولا، و ذلك لأنه و بمجرد أن يبيع الأوراق يخرج من السوق ويقال عنه "صفى مركزه نهائيا" كأنه من خلال هذه العملية المشتري الجديد حل محل المستثمر أمام البائع الأول.

ج-الصورة الثالثة: تصفية العقد بإبرام عقد آخر على عكس الأول، مقرون بعقد آخر على مثال العقد الأول.

و الفرق بين الصورة الثالثة والثانية هو أن المستثمر في الصورة الثالثة لا يصفى مركزه المالي تصفية نهائية ولكنه يؤجل التصفية إلى موعد التصفية التالية أملا في تغيير الأسعار لصالحه.

2-التغطي في العقود الآجلة:

في حالة ما إذا ارتفعت أسعار الأوراق المالية محل التعاقد ارتفاعا كبيرا لدرجة أن البائع لن يكون قادرا على شراء هذه الأوراق و تسليمها للمشتري أو انخفضت أسعار الأوراق المالية انخفاضاً شديدا لدرجة أن المشتري قد يكون غير قادر على دفع الثمن المتفق عليه.

في هاتين الحالتين قد يتعرض السمسار البائع أو المشتري للخسارة لكونه ضامنا و مسؤولا أمام الطرف الآخر أو قد يعجز السمسار عن تحمل هذه المسؤولية فيتضرر بذلك الطرف الآخر، و لذلك فرضت قوانين سوق المال على كل من البائع والمشتري أن يدفع تأمينات من النقود أو الأوراق المالية لدى السمسار الذي يتعامل معه، ويتحدد هذا التأمين بنسبة معينة.

و في الغالب يقوم الطرفان عند إبرام العقود بتقديم هامش مبدئي يسلم إلى سلطة السوق و لا يتجاوز في العادة 15% من قيمة الصفقة و الهدف منه التزام كل منهما بالعقد.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية.

تعد المعلومات ودرجة الإفصاح المالي أحد أهم المقومات الرئيسية المساندة لتطوير ونضوج سوق الأوراق المالية. حيث إن كفاءة الأسواق تعتمد بشكل أساسي على قدر ما توفره هذه الأخيرة من معلومات للمتعاملين، وعلى مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون في تلك المعلومات المتاحة.

المطلب الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية.

إن مفهوم الكفاءة مفهوم واسع ولكنه لا يخرج عن كونه تحقيق النتائج أو إنجاز العمل أقل ما يمكن من الوقت والجهد والتكاليف أما فيما يخص كفاءة سوق الأوراق المالية شأن آخر مع أنه لا يخرج عن نطاق تحقيق النتائج بأقل من الجهد والتكاليف⁽¹⁾.

حيث تعرف بأنها ذلك السوق الذي يعكس فيه سعر الأوراق المالية التي تصدرها إحدى المنشآت كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية لحركة الأسهم من خلال وسائل أجهزة الإعلام المختلفة، حيث يظهر في السوق ما يسمى السعر العادل للورقة المالية، حيث تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية تماما للقيمة الحالية للمكاسب المتوقعة. هذه الأخيرة التي تكون كافية لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه المستثمر في الورقة المالية من مخاطر⁽²⁾.

و تعرف كذلك على أنها السوق الذي يحقق تخصيصا كفئا للموارد المتاحة، أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا، ويعتبر السوق كفئا عندما تكون القيمة السوقية للسهم مساوية إلى قيمته الحقيقية، وبعبارة أخرى تتحقق كفاءة السوق عندما تكون القيمة الحالية للكاسب

(1) زياد رمضان، مروان شموط، "الأسواق المالية"، مرجع سابق، مرجع سابق، ص 197.

(2) صلاح الدين حسن السيبي، "بورصات الأوراق المالية: أهمية - الأهداف - السبل - مقترحات النجاح"، عالم الكتب، ط1،

2003، ص 24.

المستقبلية الناجمة عن امتلاكه والمخضومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر تساوي تماما القيمة السوقية للسهم يوم شراؤه (1).

كما تعرف على أنها ذلك السوق الذي يتساوى فيه سعر كل ورقة مالية مع قيمة الاستثمار في كل الأوقات أو السوق الذي تعكس فيه الأوراق المالية (خصوصا الأسهم) جميع المعلومات المتاحة وبالتالي فإن أي الأسعار تعبر عن القيمة الحقيقية للورقة المالية، وبالتالي لا يستطيع أي مستثمر أن يقوم باستغلال معلومات معينة لتحقيق عائد غير عادي (2).

وبالتالي يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة، تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات المتدفقة للسوق، مما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية للورقة والقيمة الحقيقية للورقة المالية (3).

المطلب الثاني: خصائص ومتطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.

أولا: خصائص كفاءة سوق الأوراق المالية:

هناك مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفاء نذكر منها(4):

- يتصف المتعاملون من تلك السوق بالرشاد في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة. مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم .
- المعلومات المتاحة للجميع مقرضين مستثمرين، الإدارة الجهات الحكومية ومراقبي الحسابات. دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة .
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود. كما لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.

(1) ضياء مجيد، "البورصات أسواق رأس المال و أدواتها"، مرجع سابق، ص 8.

(2) بن علي بلعزوز، محمد الطيب محمد، " دليلك في الاقتصاد: النقدي- البنكي -الدولي، الأوراق المالية"، المالية العامة، دار الخلدونية، الجزائر. 2008، ص 153.

(3) صلاح الدين حسن السبسي، "بورصات الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 26.

(4) مفتاح صالح، معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية"، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009- 2010. ص 182.

- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني قدرة أي مستثمر على التأثير على الأسعار في تلك السوق.

- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائد مرتفع يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون، لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

و تقوم سوق الأوراق المالية الكفاءة على ثلاث كفاءات(1):

1- كفاءة التخصيص:

وتعتمد على توجيه الأموال المتاحة نحو الأصول المتسمة بأعلى قيمة صافية مقارنة (بعد طرح هامش المخاطرة) وذلك توافقاً مع هدف المستثمر في توفير أدوات ذات أسعار أعلى وبيعها عند هبوط الأسعار، أو شراء أدوات ذات أسعار منخفضة قبل تبدأ هذه الأسعار بالارتفاع، والاهم من كل ذلك هو الحصول على أدوات تضمن عائد مستقرة أو متنامية.

2- كفاءة المعلومات:

وتتحقق هذه الكفاءة من خلال إعداد وتحليل وتطوير المعلومات المتسمة بالدقة والشمولية، فيجب وصول المعلومات لكلفة المحللين سواء الأساسيين أو الفنيين.

3- كفاءة العمليات:

وتتركز على تخصيص الأموال ومتابعة المعلومات وإعداد وتنفيذ الصفقات، وهو ما يؤدي لتعظيم كفاءة الأوراق المالية، وهنا يفترض تحقيق التكاليف وتوافر المتاجرين والسماسة الأكفاء الذين يجمعون المستثمرين والبائعين مقابل مكافآت عادلة ويلتزمون بالاحتفاظ بجزء من الأدوات غير المطلوبة فيكونون مستعدين لشراء هذه الأدوات أو بيعها عند الأسعار المعلنة، مما يؤدي إلى حالات الركود وتحقيق أرباح معينة، فزيادة كفاءة العمليات تخفض تكاليف المبادلات وهو ما

(1) معروف هوشيار، "الاستثمارات والأسواق المالية"، مرجع سابق، ص ص 75، 76.

يؤدي إلى اتساع حجم سوق الأوراق المالية لتكون أكثر قدرة على استيعاب كافة المشروعات الاستثمارية.

ثانياً: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:

إن السوق هو السوق الذي يحقق تخصيصاً كفئاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وتتمثل متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية فيما يلي:

1- كفاءة التسعير:

ويقصد بها الكفاءة الخارجية وهي المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية الجديدة محل التعامل في السوق بحيث تكون متاحة لجميع المستثمرين وأطراف السوق، وكذلك تنتشر بسرعة وتكون تكلفة الحصول على المعلومات منخفضة⁽¹⁾، كما يقصد بها إن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة وبدون فاصل زمني كبير، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة بالإضافة إلى عدم تكبد المتعاملين تكاليف باهظة للحصول على المعلومات وهو ما يتيح الفرصة للجميع للحصول على تلك المعلومات ما يجعل التعامل داخل السوق بمثابة مباراة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلى أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين⁽¹⁾.

2- كفاءة التشغيل:

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد فيه المتعاملين تكلفة عالية للسمسرة ودون أن تتاح للتجار والمتخصصين أي صناعات السوق، فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه (أي السعر الذي يدفعه صانع السوق لشراء الورقة والسعر الذي يطلبه عند بيعها). وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن

(1) قاسم نايف علوان، "إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق"، دار الثقافة، عمان، الأردن، ط1، 2006، ص 163.
(2) عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في الأوراق المالية، أسهم، سندات، وثائق الاستثمار"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006. ص 188.

تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدّها الأدنى بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كلف حجم التأثير الذي تحده تلك المعلومات على السعر تباع به الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف⁽²⁾.

3-3- عدالة السوق والأمان:

فالمقصود بعدالة السوق هو إتاحة السوق لجميع فرصة متساوية للتعامل سواء من ناحية الوقت أو توافر المعلومات أما الأمان فيقصد به ضرورة توافر الحماية ضد المخاطر التي تنجم عن الأطراف المتعاملة في السوق مثل مخاطر الغش والتدليس⁽¹⁾.

المطلب الثالث: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق.

تبنى الصيغ المختلفة لكفاءة السوق على ثلاث فرضيات هي:

- فرضية السوق الكفاء في شكله الضعيف.

- فرضية السوق الكفاء في شكله شبه القوي أو المتوسط.

- فرضية السوق الكفاء شكله القوي.

أولاً: فرضية السوق الكفاء في شكله الضعيف:

تقتضي هذه الفرضية باستحالة التنبؤ بسعر الورقة المالية اعتماداً على المتاحة في الماضي، تنادي بان أسعار السوق تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بالأسهم وحجم التعاملات السابقة، ويرتبط ذلك بقواعد التحليل الفني كوسيلة للحكم على كفاءة وتطور السوق.

و في ظل هذه الفرضية فإن أي محاولة للتنبؤ بأسعار أي سهم من واقع سلسلة زمنية(في ظل)للأسعار الماضية لن تنجح, ذلك لان التغيرات في الأسعار تأخذ شكلا عشوائيا يرتبط بوجود

(2) منير إبراهيم هندي، "مستقبل أسواق رأس المال العربية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1995، ص 24.
(1) إحسان بوبريمة، "دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية"، مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2006-2007، ص 56.

معلومات جديدة وليس بوجود معلومات تاريخية. و لأن الأسعار في المستقبل تكون مستقلة عن الأسعار التاريخية فإنه لا يمكن للمستثمرين أن يحققوا أرباح غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار, وبذلك تكون الوسيلة الوحيدة لتحقيق مثل هذه الأرباح هي الوصول إلى معلومات خاصة من داخل الشركة(1).

ثانيا: فرضية السوق الكفاء في شكله المتوسط:

وفقا لهذه الفرضية فإن أسعار الأسهم في السوق تعكس بالإضافة إلى المعلومات العامة المتاحة للجمهور والتي تتمثل في الآتي(2):

-الأحداث الاقتصادية والسياسية على المستوى العالمي.

-الظروف الاقتصادية والسياسات الاقتصادية على الصعيد الوطني.

-الظروف الخاصة بالصناعة التي تنتمي إليها الشركة.

-التقارير والقوائم المالية الخاصة بالشركة، والتحليلات والتفسيرات الخاصة بهذه القائم.

وفي ظل هذا الشكل من أشكال السوق الكفاء يتوقع أن تستجيب أسعار السهم لما يتاح من هذه المعلومات، غير أن الاستجابة قد لا تكون صحيحة في بداية الأمر لأنها قد تكون مبنية على رؤية أولية لهذه المعلومات غير انه يمضي وقت قصير سوف يتوافر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس إثره على أسعار الأسهم, وفي حدود ذلك المستوى من المعلومات لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية كون الوقت المتاح للمستثمر لتحليل المعلومات بهدف الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم قد لا يكون كافيا، إذ تندفق معلومات جديدة تحدث تغيرا على سعر السهم قبل يصل المستثمر إلى نتيجة تحليلية للمعلومات التي وصلت له من قبل.

وبناء على ذلك لا ينبغي على المستثمر أن ينفق المال أو يبذل الجهد لإجراء المزيد من التحليل للمعلومات المتاحة، غير انه يمكن أن يحقق أرباح غير عادية إذا أمكن الحصول على معلومات

(1) محمد مطر، "إدارة الاستثمارات"، مرجع سابق، ص ص 145،146.

(2) محمد مطر، "إدارة الاستثمارات"، مرجع سابق، ص ص 159،158.

خاصة من داخل الشركة كما هو الحال بالنسبة لكبار مساهمي وأعضاء مجلس إدارتها الذين يستخدمون ما لديهم من معلومات داخل الشركة للحصول على أرباح غير عادية .

وفي ظل هذه الفرضية للسوق الكفاء نجد أن الاختلافات بين السعر السوقي للسهم وقيمتة الحقيقية صغيرة، وتتفق هذه الفرضية مع فكر مدرسة التحليل الأساسي التي تهتم بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية على المستوى العلمي والاقتصاد الوطني ومستوى الصناعة .

وأخيرا على مستوى الوحدة الاقتصادية بهدف تحديد القائد المخاطر المصاحبة للاستثمار في سهم معين.

ثالثا: فرضية السوق الكفاء القوي(1):

تشير هذه الفرضية إلى أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات التاريخية والعمامة كذلك المعلومات الخاصة المتاحة لمساهمي الشركة وأعضاء مجلس إدارتها، وفي ظل هذا الفرض يستحيل على أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين.

لكن الواقع العلمي تتوافر الظروف اللازمة لتحقيق هذه الفرضية، وذلك يعود لكون كبار الموظفين والمساهمين بالشركة يتصفون بإمكانية الوصول للمعلومات الخاصة بالشركة وذلك قبل إعلانها بشكل رسمي، الأمر الذي يمنحهم الأفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية.

ويمكن اختبار فرضية السوق الكفاء من خلال وسيلتين أساسيتين تعتمد كل منهما على تحليل المعلومات الخاصة وهما:

1-العاملين بالشركة:

يتمكن كبار العاملون بالشركات من معرفة المعلومات بسرعة بالمقارنة بباقي المستثمرين،

(1) عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص ص 34،35.

من التعامل في الأوراق المالية للتأكد من مدى قدرتهم على تحقيق أرباح عادية ومن ثم مدى صحة الفرضية الخاصة بالسوق الكفاء من عدمه. وقد أيدت العديد من الدراسات قدرة كبار العاملين بالشركات على تحقيق أرباح غير عادية من وراء الاتجار في الأوراق المالية.

2- المؤسسات المالية والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية:

تتميز المؤسسات المالية المتخصصة في صناديق الاستثمار ومؤسسات التحليل المالي بارتفاع مستوى قدرتها على الوصول إلى المعلومات بسرعة كما تتصف أيضا بارتفاع المقدرة على استخدام أدوات التحليل المالي ومن ثم التوقع باتجاهات السوق ويمكن اختبار هذه الفرضية من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار ومقارنة مستوى مخاطر المحققين من قبل هذه المؤسسات بالمقارنة بما يحققه المستثمر العادي وقد أسفرت الدراسات التي أجريت في هذا المجال عن عدم وجود دليل يثبت أو يؤكد قدرة هذه المؤسسات على تحقيق عائد متميز يفوق العائد الذي يحققه المستثمر العادي.

إضافة إلى ذلك نظرا لكون الدراسات التجريبية بشأن قدرة كبار العاملين في الشركات على تحقيق أرباح غير عادية بما يعني عدم وجود السوق الكفاء في شكلها القوي بشكل عملي، فإن هذا قد يعني قدرة المؤسسات المتخصصة على تبني استراتيجيات استثمار تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية طالما أن السوق ليست بالدرجة المرتفعة من الكفاءة التي تحول دون تحقيق ذلك.

المطلب الرابع: مؤشرات سوق الأوراق المالية.

تحتل مؤشرات سوق الأوراق المالية أهمية كبيرة في الحياة المالية، فهي تمثل أحد مصادر المعلومات التي يحتاجها المستثمرون والمضاربون في الأوراق المالية، إذ توضح اتجاه الأسعار في السوق المالية، أو تعطي على الأقل فكرة عن سلوك السوق بصفة عامة.

أولاً: مفهوم مؤشر السوق:

ويمثل مؤشر السوق "قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في السوق المالية، ويتم بناء المؤشر وتحديد قيمته في البداية، ثم يتم مقارنة تلك القيمة بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن

التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو لأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها⁽¹⁾، ويقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في السوق، وتستخدم مؤشرات السوق كمعيار لأداء السوق سواء في الدول النامية أو المتقدمة و لكل سوق مؤشر أو عدد من المؤشرات لتقييمه.

ثانياً: أنواع المؤشرات:

يمكن تصنيف مؤشرات البورصة وفقاً لمعيارين أساسيين هما: حجم العينة المكونة للمؤشر ومنهجية أو كيفية بنائه و نميز بين⁽²⁾:

1- حسب حجم العينة:

* المؤشر العام: وهو مؤشر يمثل السوق كله بمختلف أنشطته خلال فترة معينة، وبالتالي ينبغي أن يشمل هذا المؤشر معظم إن لم نقل كل القيم المتداولة في هذه السوق كي يتسنى له عكس حالتها بكل وفاء مثل مؤشر داو جونز

الصناعة ومؤشر ستاندر أندبور.

* المؤشر الخاص: يشمل هذا النوع من المؤشرات عدد محدوداً من القيم و يركز غالباً على قياس حالة صناعة معينة دون سواها أو حالة قطاع معين مثل مؤشر داوجونز لصناعة النقل، و مؤشر ستاندر أندبور لصناعة الخدمات العامة.

2- حسب إجراءات الحساب:

أ- المؤشر الخاص بعنصر واحد: يقيس هذا المؤشر كما تشير تسمية الحالة التي عليها متغير واحد كالسعر مثلاً أو الكمية، و يحسب هذا المؤشر عموماً كمتوسط حسابي حيث يساوي مجموع $\frac{pi}{n}$

حيث: pi : سعر السهم، n : مجموع أعداد الأسهم.

(1) عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية - البورصة"، مرجع سابق، ص 35.
(2) عمر عبدة سامية، "ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة القصيرة"، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود و مالية، جامعة 08 ماي 1945، 2003-2004، ص ص 34، 35.

و إذا لوحظ وجود مدى كبير بين أصغر قيمة و أكبر قيمة للسعر يفضل استعمال المتوسط الهندسي بدل المتوسط الحسابي، و يمثل المتوسط الهندسي الجذر النوني لنتائج ضرب الأسعار .

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

ب-المؤشر المركب: يتضمن هذا المؤشر توفيقاً من المتغيرات عادة ما يكون السعر و عدد الأسهم المتداولة ، و تمثل القيمة السوقية ناتج سعر السهم(في عدد) المتداول في عدد الإصدارات المتداولة

$$LT = \left(\frac{\sum p_i q_i}{\sum p_i} \right) \times I_0$$

حيث:

LT:قيمة المؤشر حالياً

Pit:سعر الإصدار السهم في الفترة الحالية.

qi :عدد إصدارات الأسهم المتداولة.

pi0 :سعر الإصدار للأسهم في فترة الأساس.

I0:قيمة المؤشر في فترة الأساس.

ثالثاً: أوجه استخدام المؤشرات:

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تهتم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في السوق، و في طليعة تلك الاستخدامات(1):

(1) منير إبراهيم هندي، "مستقبل أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص من 246 إلى 248.

- طالما أن نشاط المنشآت التي تتداول أوراقها المالية في السوق المالية يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، فإنه إذا ما اتسمت سوق الأوراق المالية بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق يمكن أن يكون مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية العامة للدولة.
- التعرف على مستوى أسعار الأوراق المالية في السوق بصفة عامة أو بالنسبة لقطاع ما كالصناعة، التأمين، الخدمات...إلخ.
- القاعدة العامة أن حركة أسعار مختلف الأسهم المتداولة في السوق تسير في نفس الاتجاه، وهذا يعني بالتبعية وجود علاقة طردية بين التغير في سعر سهم ما و التغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار الذي هو انعكاس لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة، وعليه فإنه يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد أوراقه المالية إيجاباً أو سلباً.
- مساعدة المستثمرين والفئات المتعاملة في السوق من سماسرة و تجار مختصين من اتخاذ القرار المناسب نحو تكوين محفظة متوازنة من الأوراق المالية، تحتوي على أقل درجة من المخاطر و تحقق أكبر عائد ممكن.
- قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية و من ثم قياس كفاءة و استقرار الحالة الاقتصادية والنشاط الاقتصادي للدولة.

رابعاً: مراحل بناء المؤشرات:

يمر بناء مؤشر الأوراق المالية بالخطوات التالية:

1- مدى ملائمة العينة:

يقصد بالعينة مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر وينبغي أن يكون العينة المختارة ملائمة من ثلاثة جوانب و هي: الحجم، الاتساع والمصدر.

-الحجم: يعني عدد الأوراق المالية التي يتكون منها المؤشر، وكلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً و صدقا لواقع السوق.

-الاتساع: يقصد به أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق، و على ذلك فإن المؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد، ولو كان المؤشر خاص بصناعة معينة حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة (1).

-المصدر: أي مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم أو يبني عليها المؤشر حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

2-تحديد الأوزان النسبية:

تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، و هنالك أربعة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهذه المداخل هي(1):

- مدخل الوزن على أساس السعر: أي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، ولكن يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشرا على أهمية المنشأة أو حجمها مثل مؤشر داوجونز.

- مدخل الأسعار النسبي: تقوم فكرة هذا المدخل على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر، و يمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم اليوم على سعره أمس ثم يحسب الوسط الهندسي للأسعار وبعد ذلك تحديد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر الذي يمثل قيمة المؤشر عند تكوينه.

- مدخل الأوزان المتساوية:[أي إعطاء وزن للسهم] وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر مثل مؤشر 30-FT بورصة لندن.

(1) السيد عبد القادر متولي ، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، مرجع سابق، ص 195.

(1) عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 42.

- مدخل الأوزان حسب القيمة: أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني نجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد لسعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن السبي فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، وهذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر، ومن أهم المؤشرات التي تتبع مدخل الأوزان حسب القيمة نجد مؤشر ستاندر أندبور 500.

خامسا: أهم المؤشرات المشهورة في الأسواق العالمية:

1- مؤشر داو جونز المتوسط للصناعة (DJIA):

هو من أقدم و من أهم المؤشرات على المستوى العالمي، حجم العينة المكونة للمؤشر هي 30 شركة و يتم حسابه على أساس السعر و ليست له قيمة في سنة الأساس و بالموازاة مع هذا المؤشر تم بناء مؤشرات أخرى لدا و جونز و هي مؤشر داو جونز للنقل (DJIA) وهو مؤشر يشمل شركات النقل و نجد أيضا مؤشر داو جونز للخدمات (OJUA) وهو يمثل قطاع الخدمات.

2- مؤشر ستاندر أندبور 500 (S&P500):

يحتوي على 500 ورقة مالية تمثل 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك (400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال والبنوك و التأمين).

3- مؤشر FT30:

يجمع هذا المؤشر 30 من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.

4- مؤشر FTSE100:

يشتمل المؤشر 100 ورقة مالية تمثل 70% من إجمالي رسملة البورصة و يعتبر من المؤشرات الأكثر شهرة في بورصة لندن و يحسب على أساس القيمة السوقية.

5- مؤشر داكس (DAX):

يحتوي على 30 ورقة مالية تتداول في بورصة فرانكفورت، تم اختيار الأسهم على أساس القيمة السوقية و على أساس ما تحفقه الشركات من أرباح في البورصة، ومن بين كل المؤشرات

المعروفة يعتبر هذا المؤشر الوحيد الذي يأخذ بعين الاعتبار الأرباح الموزعة من طرف الشركات.

6- مؤشر نيكاي NIKKEI:

يحتوي على 225 شركة يتم تداول أسهمها في بورصة طوكيو، و يحسب على أساس السعر يمثل 70% من رسملة طوكي

الخلاصة:

من خلال ما سبق نلاحظ أن أسواق الأوراق المالية تحتل مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية، و توجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني و تزيد من معدلات النمو.

كما تمثل أسواق الأوراق المالية حافز للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها و دفعها إلى تحسين أدائها و زيادة ربحيتها مما يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات، وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق رسالتها الحيوية في دعم و توطيد الاستقرار الاقتصادي للدولة و ذلك من خلال:

- توفير الحافز والدافع الحيوي لدى جماهير المستثمرين من خلال تحقيق السعر العادل للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

- القدرة على توفير وإعادة تدويركم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، و دعم الاستثمارات ذات الأجل المختلفة.

- تمويل عملية التنمية الاقتصادية و ذلك بمساعدة حكومات الدول على الاقتراض من الجمهور.

تمهيد:

تلعب صناديق الاستثمار في الوقت الراهن دورا هاما في تعبئة المدخرات و لعل انتقال رؤوس الأموال الضخمة لغرض الاستثمار في أسواق العالم شاهد على أهمية هذه الصناديق، حيث تقوم بتوجيهها نحو أفضل الفرص الاستثمارية المتاحة معتمدة على خبرة المختصين القائمين على إدارة الصناديق، هذا وقد تزايدت أعدادها و تنوعت وظائفها لأنها توفر للمستثمر الصغير نفس الفرصة المتاحة للمستثمر الكبير، كما أنها تعتبر أدوات مالية و أوعية استثمارية لها تأثير في تشجيع الاستثمار و بالتالي تحفيز و تنشيط أسواق الأوراق المالية.

المبحث الأول: ماهية صناديق الاستثمار.

تشكل صناديق الاستثمار أداة مهمة لذب المدخرين الصغار الذين لا يملكون فرصة المشاركة في السوق المالية فضلا عن دورها في دعم برنامج الخصخصة و توسيع قاعدة الملكية من خلال التقييم السليم للأوراق المالية و تحسين شروط بيعها.

المطلب الأول:نشأة و تطور صناديق الاستثمار.

تعود فكرة إنشاء صناديق الاستثمار إلى سنوات قديمة ، و مرت بالعديد من التطورات والتغييرات التي طرأت على الاقتصاد والمال في العالم حتى وصلت إلى ما هي عليه الآن، وقد بدأ تنفيذ فكرة صناديق الاستثمار على مستوى العالم في أوروبا وتحديدا في هولندا التي ظهر بها أول صندوق استثماري في العام 1822، تلتها إنجلترا في عام 1870 غير أن البداية الحقيقية للصناديق الاستثمارية بالمفاهيم القائمة الآن تحققت في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924. وذلك حينما تم إنشاء أول صندوق في بوسطن على يد أساتذة جامعة هارفرد الأمريكية واستمرت بعدها في التوسع و التنوع داخل الولايات المتحدة الأمريكية و خارجها⁽¹⁾.

وفي أزمة الكساد العالمي عام 1929 بلغ عدد صناديق الاستثمار الأمريكية المفتوحة 19 صندوق بإجمالي أصول أقل من 200 مليون دولار.

وقد تمكنت الصناديق المفتوحة من النجاة من انهيار الأسواق المالية عام 1929 بينما لم تصمد الصناديق المعلقة بسبب اتجاهها إلى عمليات المضاربة رغم ضعف خبرتها وسوء إدارتها و في نفس الوقت الذي كانت الأسواق الأمريكية تعاني فيه من مشاكل متعددة، وقد شهدت الولايات المتحدة الأمريكية عام 1940 ميلاد قانون شركات الاستثمار مما فتح المجال أمام صناديق الاستثمار المفتوحة لتأخذ مكانتها في الوم أ تحت اسم صناديق الاستثمار المشتركة أو صناديق الاستثمار.

ويعتبر عام 1989 هو بداية المنافسة الخارجية لصناديق الاستثمار الفرنسية التي عملت على الانتشار في أوروبا و في تدويل أسواقها حتى وقتنا هذا مما دفع بها إلى ظهور جيل جديد من صناديق الاستثمار يتمثل في الصناديق المتداولة في الأسواق الكمية التي تستخدم نماذج رياضية أكثر من استخدامها للتحليل و تعتمد على النظرية الحديثة في التمويل.

أما بالنسبة للعالم العربي فقد خاض التجربة نفسها بنسب متفاوتة من النجاح و الإقبال، و اتسمت أغلب تلك التجارب بأسبقية صدور الصناديق الاستثمارية على صدور الأنظمة و التشريعات

⁽¹⁾www.sahny.com/t/167093.html.

اللازمة، حيث كانت بداية ممارسة نشاط الصناديق الاستثمارية في البلاد العربية في عام 1979 في السعودية بإنشاء صندوق البنك الأهلي التجاري السعودي و تتابع إنشاء الصناديق الاستثمارية السعودية ليبلغ 24 صندوق استثماري عام 1990 و لتصل إلى 52 صندوق استثماري في العام 1992. و جميع هذه الصناديق سبق إنشاؤها صدور التشريعات الخاصة بتنظيمها و بعد ذلك أخذ يتزايد عدد الصناديق التي يتم إنشاؤها في السعودية و بمعدل 9 صناديق سنويا و ليبلغ عددها في نهاية 1999 بـ 117 صندوق استثماريا و بذلك تسجل السعودية السبق من بين الدول العربية الأخرى في أقدميه إنشاء صناديق الاستثمار و عدد الصناديق العاملة فيها.

وفي عام 1985 تم إنشاء أول صندوقين استثماريين في الكويت و سبق إنشاؤهما صدور التشريعات الخاصة بصناديق الاستثمار والتي تنظم عملها و تلا صدور هذه التشريعات في عام 1990 إنشاء مزيد من صناديق الاستثمار ليصل إلى 6 صناديق عام 1999 توجه استثماراتها إلى الأوراق المالية والاستثمار العقاري و لتحقيق بذلك الكويت السبق في إصدار التشريعات الخاصة بإنشاء و تنظيم عمل صناديق الاستثمار من بين الدول العربية الأخرى. ويلي الكويت في إصدار التشريعات الخاصة بإنشاء و تنظيم صناديق الاستثمار في البلاد العربية جمهورية مصر العربية، و التي صدرت التشريعات الخاصة بصناديق الاستثمار في عام 1992 و ليتبع هذه التشريعات البدء بمزاولة نشاط صناديق الاستثمار و أول صندوق أنشأ في عام 1994 و تتابع إنشاء هذه الصناديق ليصل في عام 1999 (22) صندوق استثمار. و يلي السعودية من حيث عدد الصناديق المملكة المغربية والتي بلغ حجم الصناديق فيها 85 صندوق استثماري علما بأن التشريعات الخاصة بهذه الصناديق صدرت بتاريخ 1993/09/21 و أول صندوق أنشأ فيها كان في عام 1995.

وفي البحرين كان بداية نشاط صناديق الاستثمار في عام 1994 و تطور إنشاء صناديق الاستثمار فيها حتى بلغ 28 صندوق استثماري أما في سلطنة عمان فقد سبق إنشاء صناديق الاستثمار فيها صدور التشريعات الخاصة بهذه الصناديق حيث صدرت التشريعات في عام

1998 بينما كانت بداية نشاط صناديق الاستثمار و مزاوله أعمالها في سلطنة عمان في عام 1994 و بلغ عددها 07 صناديق استثمار⁽¹⁾.

المطلب الثاني: مفهوم و أهمية صناديق الاستثمار.

أولاً: مفهوم صناديق الاستثمار:

لقد وردت عدة تعاريف لصناديق الاستثمار نذكر من بينها ما يلي:

- يمكن تعريف صندوق الاستثمار بأنه سلة تحتوي على مجموعة مختلفة من الأسهم و السندات ثم شراءها من قبل مجموعة من المستثمرين ويتم إدارتها من قبل أشخاص متخصصين في مجال إدارة و تنظيم محافظ الاستثمارات و قد يقوم بتكوينها شركات متخصصة أو بنوك تجارية أيضا و تتولى إدارتها بنفسها⁽²⁾.

- وتعرف على أنها بنیان قانوني ثلاثي الأطراف ينشأ بين المؤسس وأمين (أو مدير) الاستثمار و المدخرين بغرض تكوين و إدارة حافظة الأوراق المالية يشترك المدخرون في أرباحها و خسائرها دون أن يكون لهم الحق في الاشتراك في إدارة الصندوق ، و تمثل حقوقهم في الصكوك التي يصدرها و يعتمد الصندوق في إدارته على مبدأ توزيع المخاطر لتحقيق عائد آمن و متزن ز مستقر⁽¹⁾.

- كما تعرف صناديق الاستثمار بأنها وسيلة لتجميع الاستثمارات الصغيرة بغرض توظيفها في أدوات استثمارية مختلفة لتعظيم العائد و توزيع المخاطر مع تحقيق سيولة لحاملي الوثائق وفق الطلب، وهي بذلك يفترض فيها تحقيق عناصر مثلث الاستثمار من درجة و أمان و سيولة⁽²⁾.

وتعرف كذلك بأنها وعاء استثماري يجمع المال من عدة مستثمرين بغية شراء عدد كبير من الاستثمارات، و يجمع مبالغ بسيطة من المال الذي يستثمر فيه آلاف الأفراد بحيث يستطيع أي

(1) أحمد بن حسن، "صناديق الاستثمار دراسة و تحليل من منظور اقتصاد إسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة مصر، ط3، صص46،47.

(2) د. عبد الرحمن توفيق، "البورصات المالية و تكوين محافظ الاستثمار"، مركز الخبرات المهنية لإدارة، ط3، 2004، ص23.

(1) حسني المصري، "صناديق الاستثمار المشترك"، جامعة الكويت، الكويت، 1995، ص28.

(2) محمد ماهر محمد علي، "تقييم تجزئة صناديق الاستثمار في مصر"، جامعة الأزهر، مصر، 1998، ص ص 123، 124.

صندوق استثماري أن يستثمر في العديد منمختلف الأسهم و السندات و الأوراق المالية الأخرى(3).

- كما تعرف على أنها مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة أو وحدة تنظيمية مستقلة تنظيما و محاسبيا عن المؤسسة التي تنشئها، تتولى جميع المدخرات من الجماهير بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة، ثم تعهد بها إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار لاستثمار هذه المدخرات مع رأس مال الصندوق في الأوراق المالية أساسا و مجالات الاستثمار الأخرى تبعا لصالح المدخرين والمستثمرين معا(4).

- و عرفها آخر على أنها كيانات مالية تعمل على تجميع المدخرات للراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية في وعاء واحد واستثماراتها في شراء و بيع الأوراق المالية المختلفة حيث تقوم خبرات متخصصة في مجال إدارة وتنظيم محافظ الاستثمارات بشراء وبيع الأوراق المالية لتحقيق أهداف الصندوق(1).

- و تعرف صناديق الاستثمار كذلك على أنها محافظ تجتمع فيها المدخرات الصغيرة لتكون حجما من الأموال يمكن أن يستفيد من مميزات التوزيع الذي يؤدي إلى تقليل مخاطر الاستثمار و تؤسس هذه الصناديق على صفة شركة استثمار تشرف عليها جهات حكومية متخصصة بغرض الرقابة و التوجيه، و تقوم هذه الصناديق بجميع الاشتراكات عن طريق إصدار وحدات استثمارية متساوية القيمة عند الإصدار شبيهة بالأسهم(2). وتعرف أيضا بأنها أحد أشكال شركات المساهمة ذات الطابع الخاص التي تهدف إلى تجميع المدخرات و استثمارها بصفة رئيسية في الأوراق المالية نيابة عن أصحابها لتحقيق أفضل عائد ممكن مع تخفيض عنصر المخاطر(3). من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص التعريف التالي:

(3) خالد ألغامري، "استثمار أموالك في صناديق الاستثمار"، دار الفاروق، ط1، 01، 2001، ص21.

(4) محمد عبد الحليم عمر، "المعالجة المحاسبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي"، جامعة الأزهر، مصر، 1998، ص30.

(1) صفوت عبد السلام عوض الله، "صناديق الاستثمار دراسة و تحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2005، ص ص 17، 18.

(2) محمد علي الفري، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، الدار البيضاء، 1998، ص ص 403، 404.

(3) عبد الحليم عطية صقر، "الإطار القانوني لصناديق الاستثمار"، جامعة الأزهر، مصر، 1998، ص186.

تعتبر صناديق الاستثمار أحد أهم المؤسسات العاملة في مجال سوق الأوراق المالية فهي أحد أشكال الاستثمار الجماعي في الأوراق المالية من أسهم و سندات و أدون خزانة و غيرها و تتيح هذه الصناديق لجمهور المستثمرين التعامل في الأوراق المالية المختلفة مهما كانت إمكانياتهم المالية كما توفر للمستثمر الصغير نفس الفرص المتاحة للمستثمر الكبير.

-و الهيكل التنظيمي لصندوق الاستثمار يختلف حسب نوع وأهداف الصندوق وحجم استثماراته ولكن تشترك كافة صناديق الاستثمار بالنقاط التالية(1):

1-مدير الصندوق: يتولى إدارة الصندوق وفي العادة هو شركة استثمارية متخصصة، ويمكن للمدير أن تستند إدارته إلى شركة استثمارية أخرى متخصصة في إدارة صناديق الاستثمار، ويتقاضى مدير الصندوق مقابل إدارته عمولة أو إتعاب يحددها عادة النظام الداخلي للصندوق في صورة نسبة مئوية من القيمة العادلة لصافي أصول الصندوق.

علما أن القيمة العادلة لصافي أصول الصندوق (القيمة البيعية): هي القيمة الصافية للأصل وتساوي (القيمة السوقية لتشكيلة الأوراق المالية- القيمة الدفترية للالتزامات) على عدد وثائق أو وحدات الاستثمار المصدرة.

2-أمين الاستثمار: هو أيضا مؤسسة مالية يتم اختيارها من بين المؤسسات ذات السمعة الجيدة والمركز المالي المتين، ويتولى أمين الاستثمار مهام الإشراف على الصندوق ومراقبة أعمال المدير لذا يعتبر بمثابة الوكيل على وثائق الاستثمار، ويتقاضى أمين الصندوق كذلك عمولة تحدد في صورة نسبة معينة من القيمة العادلة لصافي أصول الصندوق.

3-وكيل البيع: هو وسيط أو مجموعة من الوسطاء يتولون توزيع وثائق الاستثمار التي خاضعة لرقابة البنك المركزي.

(1)خالد محمد نصار، "آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية- دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة"، بحث مقدم ضمن متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2006، ص152.

4- الهيئة الاستثمارية: وتضم مجموعة من الخبراء المتخصصين في الاستثمار والتحليل المالي، يعينهم مدير الصندوق بقصد تقديم النصح والمشورة في إدارة الصندوق أو توجيه استثماراته للمجالات المناسبة.

-وثائق الاستثمار في الصناديق الاستثمارية: تتكون صناديق الاستثمار من مجموعة من الأوراق المالية مثل: الأسهم السندات و أذون الخزانة و ليس من حق المستثمر أن يدعي ملكية أوراق معينة داخل الصندوق، فحقه يتمثل في حصته في الصندوق ككل يحصل في مقابلها على شهادة دالة على ذلك و هي ما تسمى بوثيقة الاستثمار.

1-الشكل القانوني لوثائق الاستثمار:

حدد قانون سوق المال الشكل القانوني لوثائق الاستثمار على النحو:

- هي ورقة مالي اسمها القانوني وثيقة الاستثمار.
- تصدر هذه الورقة اسمية أو قد تكون لحاملها وفقا لشروط و أوصى مجلس إدارة هيئة سوق المال ، و يشترط أن يوقع عليها عضوان من: مجلس الإدارة الصندوق يعينهما المجلس و المدير المسؤول.
- يكون للوثيقة كوبونات ذات أرقام متسلسلة تشمل رقم الوثيقة، تصدر بقيمة اسمية واحدة.
- تصدر الوثائق من الصناديق ذات النهاية المغلقة دفعة واحدة ولا يجوز إصدار الوثائق إلا بعد الوفاء بقيمتها نقدا وفقا لسعر الإصدار، كما لا يجوز أيضا إصدار الوثائق مقابل حصص عينية أيا كان نوعها.

2-حقوق حامل أو صاحب الوثيقة:

تحول وثيقة الاستثمار في الصناديق لحاملها أو صاحبها جملة من الحقوق أهمها:

- حق المشاركة في نتائج استثمارات الصندوق.
- حق المشاركة في اختيار أغلبية أعضاء مجلس إدارة الصندوق من غير المساهمين أو المتعاملين معه.

- حق استرداد قيمة الوثيقة قبل انقضاء مدتها إذا نصت نشرة إلا على هذا الحق على أن يكون ذلك إما بسعر الإصدار أو قيمة آخر سعر إقبال لها⁽¹⁾.

- حق الاقتراض بضمانها من جهات الإقراض بوصفها ورقة مالية.

- حق التعامل بها في البورصة إذا كانت مقيدة بها.

3-الاكتتاب في وثائق صناديق الاستثمار:

إنشرة الاكتتاب في الصندوق تقدم معظم المعلومات التي نحتاجها لاتخاذ القرار ومن خلالها يمكن التعرف على⁽²⁾:

-الرسوم والتكاليف في جدول الرسوم.

-الأهداف والسياسات التي توضح كيف يخطط الصندوق للاستثمار أموال الكوالصول التي ينوي شراؤها.

-المؤشر الذي يوضح لك المقياس التي ينوي مدير الصندوق أن يقيس به أداء الصندوق حيث أن قياس أداء الصندوق يكون بالنسبة لسوق أو مؤشر معين وليس بصفة مطلقة.

-شروط الاسترداد التي تشمل الفترات التي يسمح بها الاسترداد وأي مبلغ أدنى لطلبات الاسترداد وأي رسوم قد تفرض على هذا الأخير والمخاطر تحدد كل جوانب المخاطرة المحتملة في امتلاك حصة في الصندوق.

أما عندما تطرح صناديق الاستثمار وثائقها للاكتتاب العام فإن سوق المال قد وضعاً لذلك الضوابط الآتية:

-أن يتم الاكتتاب في هذه الوثائق عن طريق أحد البنوك تام رخص لها بذلك.

-أن تعتمد هيئة سوق المال الاكتتاب في الوثيقة.

-يتم الاكتتاب من المكتب أو وكيله في الوثائق الاسمية التي تتضمن اسم الصندوق و رقم و تاريخ الترخيص له، اسم البنك و بيانات عن المكتب...إخ.

4-الحد الأقصى لوثائق الاستثمار:

(1)د. محمد صلاح الحناوي، د.محمد جلال إبراهيم العبد،"بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2005، ص ص 225، 226.

(2)<https://www.derayah.com>

يتفاوت الحد الأقصى للوثائق التي يصدرها كل صندوق ويطرحها للاكتتاب العام أو المغلق، بحسب ما إذا كان هذا الصندوق من صناديق استثمار البنوك و شركات التأمين أو من الصناديق المنشأة في شكل شركة مساهمة

وعلى اعتبار أن هذه الوثائق هي أوراق مالية تصدر مقابل أموال المستثمرين لدى الصندوق فإن حداها الأقصى يتحدد من خلال أموال المستثمرين الموجودة في الصندوق(1).

ثانيا: أهمية صناديق الاستثمار:

تتمثل أهمية صناديق الاستثمار فيما يلي(2):

1- تسهم في ترشيد توظيف الأموال من خلال المزايا التي تقدمها لأصحاب المدخرات الصغيرة و أهمها:

أ-توفر الخبرة الفنية في اتخاذ القرار الاستثماري ومراقبة حركة الأسعار و اختيار توقيت الاستثمار.

ب-تخفض مخاطر الاستثمار عبر تنويع المحفظة الاستثمارية والتدقيق في تقارير العمليات التي ستمول من قبل الصندوق و الاحتفاظ بمخصص لمخاطر الاستثمار الطارئة التي تؤثر في الأرباح.

ج-يحصل المساهم في صناديق الاستثمار على ميزتي المرونة و الملائمة من خلال ضمان حقه في التحول من صندوق لآخر مقابل رسوم ضئيلة و حقه في استرداد قيمة أسهمه إذا ما أراد التخلص منها كلياً أو جزئياً كما يمكنه إبقاء رأس ماله و سحب العائد فقط أو إعادة استثمار ذلك العائد و بحسب رغبته.

د-إن قيام غدارة صناديق الاستثمار بدراسة الفرص الاستثمارية المرعبة في الأسواق قبل الاكتتاب يؤدي إلى رفع الكفاءة التشغيلية لمشروعاتها و عدم حاجتها إلى انتظار الفرص الاستثمارية المناسبة و في هذا علاج لمشكلة تأخر الاستثمار و مشكلة فائض السيولة التي تسهم في انخفاض مستويات الأرباح.

(1)د.محمد صلاح الحناوي، د. محمد جلال إبراهيم العبد،"بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق"، مرجع سابق، ص 227، 228.

(2)فلاح خلف الربيعي،"دور صناديق الاستثمار في الاقتصاد العراقي"، مقال منشور العدد 2252، 2008/04/15.

- 2- استفادة المستثمرين من الصناديق إذ أن لصناديق الاستثمار فوائد جوهرية لمختلف المستثمرين خاصة صغارهم ويمكن القول أن من أهم العوامل وراء تأسيس هذه الصناديق هو الرغبة في تحقيق متطلبات المستثمرين وطموحاتهم وتلبية احتياجاتهم وتوفير الفرص الاستثمارية المناسبة لهم مع توفير حد أدنى من الحماية لهم من الخاطرة الاستثمارية.
- 3- تعد الصناديق من أنسب الأدوات التي تفسح المجال لتوظيف مدخرات العرب والأجانب.
- 4- تسهم في تعزيز الدور الاستثماري للمصارف التجارية من خلال قيام المصارف باستخدام صناديق الاستثمار كأوعية استثمارية توظف من خلالها فائض السيولة المتاح لديها وبهذا يمكن أن توجه أصولها النقدية للاستثمار المباشر في المشروعات الإنتاجية مع تحقيق أقصى عائد ممكن بأقل درجة من درجات المخاطرة، كما يمكن للمصارف التجارية أن تبادر إلى تأسيس أو المساهمة في تأسيس صناديق الاستثمار المشترك.
- 5- يمكن أن تسهم في تنشيط حركة سوق الأوراق المالية من خلال جذب المدخرين الصغار، وتقديم أدوات استثمارية تتناسب و ظروف المستثمرين المحتملين، كما تقوم بشراء تشكيلة من الأوراق المالية المتداولة في السوق ما يسهم في تنشيط حركة السوق.
- 6- يمكن أن تسهم الصناديق الاستثمارية في عملية تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و هذا الأمر يحتاج إلى تضافر الجهود بين مجموعات الحرفيين و صغار المنتجين من جهة والبنوك و المؤسسات التمويلية من جهة أخرى.
- 7- استفادة البنوك من صناديق الاستثمار المختلفة يوفر لها عدة فوائد من بينها جذب وتجميع مدخرات الأفراد لديها وتمكين البنوك من الدخول في عمليات استثمارية جديدة وكذلك توفير مجموعة من عمولات الاستثمار لأن البنوك تقوم بإدارة تلك الصناديق مقابل عمولات معينة، كما توفر الإعلان والترويج للبنك ونشاطه.
- 8- تسهم في تشجيع الاستثمار المتوسط والطويل الأجل والمبني على دراسات علمية.
- 9- الصناديق الاستثمارية تعمل على حماية صغار المستثمرين من عوامل المضاربة التي تنجم عن تدني أسعار الأسهم لمستويات غير متوقعة.
- 10- تساهم في تنشيط وتطوير الأسواق النقدية والمالية.

11-صناديق الاستثمار تعمل على إحداث توازن بين قوى العرض الطلب خاصة عند هبوط أسعار الأوراق المالية، حيث تقوم صناديق الاستثمار على تصحيح القيم السوقية لأسعار الأسهم باتجاه يحقق العدالة السعرية لهذه الأسهم ويضمن توازن لقيمتها السوقية.

المطلب الثالث: خصائص (مزايا) وأهداف صناديق الاستثمار.

أولاً: خصائص(مزايا)صناديق الاستثمار:

تحقق صناديق الاستثمار مزايا عديدة على المستوى القومي و بالنسبة للمستثمر أيضا والتي نوجزها فيما يلي(1):فمن منظور الاقتصاد القومي نلاحظ أن صناديق الاستثمار تتعامل في السوق الثانوية لرأس المال وليس في السوق الأولية(سوق الإصدار) بمعنى أن صناديق الاستثمار لا تشتري الأوراق المالية التي تطرح للاكتتاب لأول مرة، وإنما تتعامل في الأوراق المالية المتداولة بالفعل. و بالتالي فإن وجود صناديق الاستثمار ينشط سوق الأوراق المالية حيث يوفر بديلا آخر للمدخرين بدلا من الالتجاء إلى سوق الأوراق المالية مباشرة، وبالإضافة إلى ذلك فإن صناديق الاستثمار تزيد من كفاءة السوق الثانوية لرأس المال و أي تحرك في هذا الاتجاه يؤدي أيضا إلى تحسين كفاءة السوق الأولية لرأس المال.

وبالنسبة للمستثمر فإن صناديق الاستثمار تحقق له مزايا عديدة فمن خلالها يمكنه تحقيق أهدافه عن طريق الاستثمار المباشر في الأوراق المالية بدلا من الاستثمار غير المباشر في الأوراق المالية من خلال صناديق الاستثمار ولكن المستثمر الصغير لا يمكنه بطبيعة الحال تنويع استثماراته في الأوراق المالية بقدر كاف وبالإضافة إلى ذلك فإن تكوين محفظة أوراق مالية يحتاج إلى خبرة مهني لا تتوفر في الشخص العادي وعندما يلجأ المدخر إلى الصناديق لاستثمار أمواله كما أن أحد الأسباب التي تدعو المدخرين لشراء وثائق الاستثمار التي تصدرها الصناديق هو الملائمة بمعنى اتفاق أهداف صندوق الاستثمار وسياساته المعلنة مع أهداف و ظروف و متطلبات المدخر بالإضافة إلى ما سبق هناك مزايا أخرى للاستثمار في أسهم شركات الاستثمار و تتمثل في:

(1) د.عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، " أسواق المال، بورصات، مصارف - شركات تأمين شركات استثمار"، دار الجامعة الجديدة للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2003، ص ص 164، 165.

-الاستفادة بخبرات الإدارة المحترفة لأنها من شأنها أن تسفر عن تحقيق معدل عائد مرتفع عما كان يمكن أن يحققه المستثمر العادي الذي يستثمر أمواله بنفسه، فشركة الاستثمار عادة ما تستخدم مستشارين استثماريين محترفين و باحثين متميزين مما يمكن من إدارة استثماراتها بمستوى عالي من الكفاءة.

-التنوع الكفاء حيث أن في مقدمة مزايا الاستثمار هي قدرتها على تنوع التشكيلة التي يتكون منها صندوق الاستثمار، بطريقة تسهم في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها حملة أسهمها، فصندوق الاستثمار بما يتضمن أوراقا مالية لعشرات بل ربما لمئات من المنشآت.

-المرونة والملائمة حيث في شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة يحث للمستثمر أن يحول استثماراته من صندوق إلى آخر و ذلك مقابل رسوم ضئيلة، هذه المرونة من شأنها أن تقدم خدمة متميزة لأولئك المستثمرين الذين قد تتغير أهدافهم الاستثمارية عبر الزمن، بل و تضيف أن تلك الشركات تقف مستعدة على الدوام لاسترداد أسهمها إذا ما رغب المستثمر في التخلص منها كلياً أو جزئياً و يتم ذلك بسعر عادل يتمثل في قيمة الأصل الصافية للسهم، بل و يمكن للمستثمر أن يتفق على تصفية استثماراته دفعة واحدة، أو على دفعات شهرية أو ربع سنوية أو سنوية كما يمكنه أن يبقى رأس المال المستثمر و بسحب فقط الدخل المتولد عنه، كما أن له أن يعيد استثمار ذلك الدخل إذا أراد.

ثانياً: أهداف صناديق الاستثمار:

تكمّن أهداف صناديق الاستثمار فيما يلي(1):

1- تدوير محافظ الأوراق المالي للبنوك بهدف تحقيق ربحية عالية للبنك الذي يؤسسها و كذلك زيادة فعالية محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها البنك، حيث أن تحريك المحفظة سيؤدي إلى بيع أسهم و شراء غيرها.

2- تجميع أموال المدخرين و توجيهها لمجال استثمار(غير بنكي) يؤدي إلى زيادة نشاط و فعالية سوق الأوراق المالية وكذلك حماية المدخرات الوطنية سواء للمقيمين أو العاملين بالخارج و ذلك بإتاحة و سائل استثمار مرتفعة، العائد وهذا في مجمله يؤدي إلى الحفاظ على

(1)بن قاسم، "صناديق الاستثمار للبنوك و المستثمرين"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة مصر، ط1، 01، 1995، ص من 47 إلى 49.

المدخرات الوطنية و بالتالي فوجود صناديق الاستثمار سيؤدي إلى تعدد الخيارات الادخارية أمام المدخرين.

3- زيادة الربحية والعائد لجميع الأطراف المتعاملين مع صناديق الاستثمار بالنسبة للأفراد فإن العائد الذي سيحصلون عليه يتشكل من قيمة (الكوبون) أو العائد على الأسهم المقدره قيمته في وثيقة استثمار بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي تتمثل في الفرق بين القيمة الاسمية للأسهم والقيمة السوقية لها وهذا يختلف عما يحصل عليه المدخر من الفوائد البنكية تتمثل في العائد عن قيمة الوديعة فقط ولا يحصل على أية أرباح رأسمالية بل أن قيمة الوديعة تتآكل بفعل التضخم بما يؤدي على المدى الطويل إلى رفع المستوى المعيشي لطبقة صغار المدخرين والوصول بالمجتمع إلى حالة من الرفاهية أما البنك الذي ينشئ صندوق الاستثمار فإنه سيحصل على عوائد متمثلة في قيمة الفروق الرأسمالية التي سيحصل عليها من بيع جزء من محفظة الأوراق المالية لصندوق الاستثمار و من العمولات والأتعاب التي سيجنيها من خلا دوره في كل المراحل المختلفة لأداء الصندوق.

4- يؤدي إنشاء صناديق الاستثمار إلى وجود منفذ لصغار المدخرين للتعامل مع أسواق المال وهؤلاء حرموا لسنوات طويلة من التعامل مع سوق الأوراق المالية، الذي كان حكرا على كبار المدخرين و يحدد حد أدنى و أعلى للوثيقة و بالطبع فإن تحديد قيمة الحد الأدنى و الأعلى لوثيقة الاستثمار من خلال السياسة الاستثمارية التي يضعها مدير الاستثمار مع مراعاة أن تكون قيمة الوثيقة وفقا لما فننه المشرع لصالح صغار المدخرين.

5- مراعاة اعتبارات الأمان حيث أن منهج و أسلوب عمل صندوق الاستثمار بهدف تماما إلى تقليل و توزيع مخاطر الاستثمار من خلال تعدد منافذ الاستثمار و قيام المستثمر باختيار المدى الزمني المناسب له إذا كان طويل الأجل أو قصير الأجل وفقا لاحتياجاته، فرغبات المستثمر تحدد الأوراق المالية التي سيتعامل معها من خلال صندوق الاستثمار و كلما زادت رغبته في تحقيق ربح مرتفع زادت درجة تقبله للمخاطر و كلما توزعت أوراقه وتنوعت بين أسهم شركات و سندات و أدون الخزنة أمكن تقليل المخاطر، فالصناديق تتناول محفظتها أوراقا مالية للعديد من الشركات مما يحقق تشكيلة متوازنة قد لا تتوفر لكثير من المستثمرين و عادة فإن الاستثمار في الأسهم مرتفع المخاطر أما الصناديق التي تتعامل في تشكيلة منوعة الأوراق و

الآجال من سندات وأسهم وأدوات مالية أخرى كأذون الخزانة وشهادات الإيداع وغيرها و هي قليلة المخاطر بوجه عام.

6- تنشيط بورصة الأوراق المالية و هذا في حد ذاته هدف رئيسي ووسيلة في ذات الوقت فمن خلال سوق المالي قوي و نشيط يمكن تحقيق أهداف الإصلاح الاقتصادي و خاصة فيما يتعلق بعملية الخصخصة التي لن يتحقق لها النجاح إذا لم يكن هناك سوق مالي مؤهل إما بقوة و نشاط يسهل عملية توسيع قاعدة الملكية و مشاركة المواطنين في الممارسات الاقتصادية للدولة.

7- التحول نحو العالمية من خلال تدويل البورصة مستقبلا، فتنشيط البورصة و تقويتها ما هو إلا خطوة مبدئية نحو هدف أكبر و هو تدويل البورصة بعد اتفاق التجزئة و نجاحها.

8- تحقيق مرونة الانتقال بين الأدوات الاستثمارية المختلفة من صندوق لآخر وفقا لما يتوافق و أوضاع المستثمر.

المطلب الرابع: أنواع وأشكال صناديق الاستثمار.

نظرا لاختلاف أهداف و متطلبات المستثمرين المتعاملين مع صناديق الاستثمار فإن صناديق الاستثمار أيضا تختلف فيما بينها وفقا للأهداف و السياسات و الأنشطة استجابة لأهداف و متطلبات المستثمرين لذلك توجد عدة تصنيفات لصناديق الاستثمار(1):

أولا: تقسيم صناديق الاستثمار حسب رؤوس الأموال:

1- الصناديق المغلقة أو المقفولة:

يكتسب هذا النوع من الصناديق تسمية من خاصية ثبات رأسماله، وذلك بمجرد انتهاء فترة الاكتتاب فيه بمعنى أنه و بمجرد انتهاء فترة الاكتتاب الأولى في الصندوق لا يجوز لإدارة الصندوق أن تطرح حصصا أو أسهما إضافية بقصد زيادة رأس المال، كما لا يجوز لها بالمقابل تخفيض رأس المال عن طريق استهلاك بعض الأسهم أو الحصص و ذلك بعدم السماح للمساهمين بالانسحاب منه إلا عند تصفية الصندوق لكن خاصية ثبات رأس المال الصندوق لا تمنح تداول أسهم أو حصص الصندوق في السوق المالي.

(1) السيد عبد القادر متولي، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، مرجع سابق، ص88.

2-الصناديق المفتوحة:

نشأ هذا النوع من الصناديق بعد النوع الأول ولقد اكتسبت تسميته من كونه مفتوحا في اتجاهين أي في اتجاه زيادة رأسماله من جهة، و اتجاه تخفيض رأسماله من جهة أخرى لذا يكون رأس مال هذا النوع من الصناديق متغيرا وليس ثابتا.

وبناء عليه يكون لمدير الصندوق الحق في أن يطرح أسهما أو حصصا جديدة في أي وقت يراه بعد تاريخ انتهاء فترة الاكتتاب الأولى كما يمكن بالمقابل لأي مساهم فيه وفي أي وقت يراه مناسبا أن يسحب من الصندوق حيث يتم إطفاء مالمديه من أسهم حينئذ عن طريق الاسترشاد بمؤشر القيمة السوقية لصادفي الأصول و المحدد في تاريخ الإطفاء.

ثانيا:تقسيم صناديق الاستثمار وفقا لأهداف المقررة:**1-صناديق النمو:**

يهدف القائمون على إدارة صناديق النمو على تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق لذا عادة ما تستعمل تلك الصناديق على أسهم عادية للمنشآت التابعة لصناعات تتسم بدرجة عالية من النمو⁽¹⁾، بل و ربما لمنشآت معينة في داخل تلك الصناعات تظهر سجلاتها نموا مضطربا في المبيعات و في الأرباح المحتجزة.التي تعكس آثارها على القيمة السوقية للسهم أي على نمو الأموال المستثمرة و بإعادة استثمار الأرباح المحتجزة يتولد المزيد من الأرباح التي يعاد استثمارها مرة أخرى لتنعكس على القيمة السوقية للسهم و هكذا، وعادة ما تناسب تلك الصناديق المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع في الوقت الذي يخضعون فيه لشريعة ضريبية عالية خاصة في ظل نظام يكون معدل الضريبة فيه على التوزيعات و الفوائد (الربحالإرادي)مرتفعا عن معدل الضريبة على الربح الرأسمالي أي الربح الناجم عن بيع الاستثمار بقيمة أكبر من القيمة الذي سبق أن أشتري بها كما قد تناسب تلك الصناديق كذلك المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد استثماراتهم فيها لتغطية نفقات معيشتهم.

2-صناديق الدخل:

(1) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص218.

تناسب صناديق الدخل أولئك المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم لذا عادة ما تشتمل التشكيلة على السندات و أسهم منشآت كبيرة و مستقرة يوزع الجانب الأكبر من الأرباحالمتوالدة مثل هؤلاء المستثمرين عادة ما يخضعون لشريحة ضريبية صغيرة أو ربما لا يخضعون للضريبة على الإطلاق وهو ما يعني عدم اهتمامهم بالفرق بين معدل الضريبة على التوزيعات والفوائد و معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية.

3-صناديق الدخل والنمو(1):

تستهدف صناديق الدخل والنمو أولئك المستثمرون الذين يعتمدون جزئيا على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء المعيشة ويرغبون في الوقت نفسه تحقيق قدر من النمو المضطرد والأوراق المالية ذات الدخل الثابت(الصناديق المتوازنة) و عادة ما تمثل الأسهم العادية بتشكيلة واسعة قد تتضمن أسهم منشآت الخدمة العامة(مياه، كهرباء، هاتف...) في مناطق تتسم بمعدل مرتفع للنمو السكاني ويمكن التمييز في هذا الصدد بين صناديق الدخل والنمو التي تعطي فيها الأولوية لهدف الدخل و صناديق النمو والدخل التي تعطي فيها الأولوية لهدف النمو.

4-صناديق إدارة الضريبة:

يقصد بصناديق إدارة الضريبة تلك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين بل تقوم بإعادة استثمار ما تولد من أرباح في مقابل حصول المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها و بالطبع ليس هناك محل لدفع الضريبة طالما لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقداً، فالضريبة تستحق فقط عند بيع الأسهم أما وعاؤها فهو الفرق بين حصيلة البيع والمبلغ الأصلي للمستثمر و هذا النوع من الصناديق ربما يلائم المستثمر الذي يخضع لشريحة ضريبية عالية في ظل نظام ضريبي يكون فيه المعدل للضريبة على الربح الإرادي أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي.

5-الصناديق ذات الأهداف المزدوجة:

هي نوع خاص من الصناديق ذات النهاية المغلقة التي يمكنها تلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين الذين يهدفون إلى الحصول على دخل من استثماراتهم ربما لاعتمادهم على ذلك

(1) منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، المكتب العربي، الحديث، الإسكندرية، 1999، ص من 124 إلى 126.

الدخل في تغطية أعباء معيشتهم و المستثمرون الذين يهدفون إلى تحقيق نمو مضطرد لاستثماراتهم خاصة إذا ما كان معدل الضريبة على التوزيعات يقل عن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية و لتلبية تلك الأهداف يصدر لصندوق عند إنشائه نوعين من الأسهم أسهم دخل وأسهم نمو أي أسهم يتوقع أن يتولد عنها أرباح رأسمالية و عادة ما تكون القيمة الكلية للأسهم.

ثالثاً: تقسيم صناديق الاستثمار حسب عنصر الأمان (1):

1- صناديق الاستثمار ذات رأس المال المضمون:

يطرح هذا النوع من الصناديق لنمط معين من المستثمرين و هو عادة المحافظون اتجاه عنصر المخاطرة إذ يوفر للمساهم فيه ميزة لا توفر لها الأنواع الأخرى من صناديق الاستثمار وهي ميزة المحافظة على رأس المال أي أن مدير الصندوق يضمن للمساهم عدم المساس برأس ماله المدفوع في الصندوق متحملاً بذلك وحده مخاطر الخسائر التي قد تصيب مال الصندوق، وذلك مقابل حصوله على عمولة نسبة معينة إذا ما تجاوزت نسبة العائد من الصندوق رقماً معيناً يطلق عليه عادة مصطلح نقطة القطع.

2- صناديق الاستثمار غير المضمونة:

يقصد بها ذلك النوع من الصناديق الذي يكون مستوى المخاطرة كبيراً و يكون الاحتمال قائماً لأن يفقد كل رأسماله أوجز عامته و يساهم هذا النوع من الصناديق المستثمرين المضاربين الذين يحسبون للمخاطرة حساباً سعياً وراء تحقيق عوائد غير عادية من استثماراتهم.

رابعاً: تقسيم صناديق الاستثمار حسب مكونات المحفظة الاستثمارية:

1- صناديق استثمار الأسهم العادية (1):

هي صناديق تتكون محافظ استثماراتها المالية من تشكيلة متنوعة من الأسهم، وهي بذلك تعد من الصناديق متوسطة و طويلة الأجل التي تلي احتياجات المستثمرين الذين يضعون هدف الربحية في مقدمة أهدافهم الاستثمارية.

(1) السيد عبد القادر متولي ، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، مرجع سابق، ص ص88، 89.
(1) صلاح عطية ، "مشاكل المحاسبة و الإفصاح في صناديق الاستثمار"، دار النهضة العربية، 2002، ص 26.

2- صناديق استثمار السندات:

تحقق محفظة السندات أعلى درجة من العائد للمستثمر، كما أنها ثابتة الدخل، كما تختلف صناديق استثمار السندات فيما بينها حسب أنواع السندات (سندات شركات- سندات حكومية- أدون خزانة- سندات قابلة للتحويل)⁽²⁾.

3- صناديق استثمار متوازنة:

وهي صناديق تتكون محافظها الاستثمارية من مزيج متوازن من الأسهم و السندات والأوراق المالية الأخرى لتحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة كما أن النسبة بين أنواع الأوراق المالية المكونة لتلك الصناديق عادة ما تكون

مرنة و قابلة للتميز تبعاً للتميز في الظروف الاقتصادية والسياسية المحيطة⁽¹⁾.

4- صناديق استثمار سوق النقد:

تتكون محفظة تلك الصناديق من الأوراق المالية قصيرة الأجل التي عادة ما يتم تداولها في سوق النقد مثل أذن الخزانة و شهادات الإيداع المصرفية والقبولات المصرفية، ويتميز هذا النوع من الاستثمارات بارتفاع درجة الأمان، وبالتالي فهي مرتفعة الجودة فضلاً عن إمكانية قيام حملة الوثائق بتحرير شيكات في مقابلها⁽²⁾.

5- صناديق الاستثمار المتخصصة:

وتضم الصناديق التي تتاجر بالعملات والسلع والمواد الخام والنفط والطاقة و الاستثمارات العقارية و أسهم قطاعات أو شركات معينة و تهدف تلك الصناديق إلى تحقيق ربح رأسمالي على المدى القصير، لذا فإن أسعار وثائقها متقلبة أكثر من غيرها مما يجعلها ذات مخاطر أعلى⁽³⁾.

6- صناديق الخيارات:

(2) غنيم حسين عطا، "دراسات في التمويل"، بدون ناشر، 1999، ص26.

(1) أحمد صلاح عطية، "مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار"، مرجع سابق، ص26.

(2) حسين غنيم عطا، "دراسات في التمويل"، مرجع سابق، ص26.

(3) "تجربة صناديق الاستثمار في النصف الثاني من التسعينات نظرة تقييمية"، بنك مصر – مركز البحوث، أوراق بنك البحثية، العدد8، 2000، ص15.

و تتكون محافظها من عقود الخيارات التي يتم تنفيذها في تاريخ قادم، وتهدف تلك الصناديق إلى تحقيق أقصى عائد جاري عن طريق الاستثمار في خيارات قائمة على أسهم عادية تتميز بتوزيعاتها العالية(4).

7- صناديق الأوراق المالية القابلة للتحويل:

تستثمر تلك الصناديق في الأسهم الممتازة و السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، و توفر تلك الاستثمارات

الأمان مثل الاستثمارات ذات العائد الثابت، والقابلية للنمو في الأسهم(1).

8- صناديق الصناديق:

وتحتوي محافظ تلك الصناديق على وثائق صناديق الاستثمار الأخرى بهدف تحقيق درجات عالية من التنوع، ويتمثل دور مدير الاستثمار في اختيار الصناديق التي تحقق أعلى عائد و تواجه أقل مخاطرة(2).

9- صناديق المنفعة العامة:

حيث تتكون محافظ استثمار تلك الصناديق من أسهم المشروعات العامة في مجال البنية الأساسية مثال، شركات الكهرباء والطاقة و الغاز الطبيعي والاتصالات و غيرها من القطاعات، وتتميز هذه الصناديق بانخفاض درجة المخاطر و بالتالي تناسب المستثمرين الذين يدخلون السوق لأول مرة(3).

10- صناديق المؤشر:

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق عائد مماثل لعائد محفظة سوق الأوراق المالية، و بالتالي تتكون محافظ الاستثمارات من مجموعة الأسهم التي تتكون منها احد المؤشرات والجدير بالذكر أن

(4) نفس المرجع، ص 15.

(1) اسماعيل حسن، "صناديق الاستثمار كأحد الآليات المستحدثة في سوق المال المصري"، مؤتمر دور المحاسبة والمراجعة في مرحلة الخصخصة، القاهرة-14-15 سبتمبر 1996، ص 20.

(2) عبد العزيز معوض نشأت، "بورصات الأوراق المالية و صناديق الاستثمار"، كتاب الأهرام الاقتصادي، 1994، ص 8.

(3) عبد الرحيم هشام محمد، "استخدام أدوات الهندسة المالية في تطوير أداء صناديق الاستثمار المصرية"، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، فرع بنها، 2000، ص 81.

هذا النوع من الصناديق قد يواجه صعوبات في الحفاظ على مكونات محفظة الاستثمار بنفس النسب التي تتكون منها محفظة السوق أو المؤشرات لعدم توافر السيولة الكافية(4).

11- صناديق التحوط:

تعتمد هذه الصناديق على المشتقات المالية و أهمها البيع على المكشوف والشراء بالهامش والخيارات بأنواعها و في فترات صعود السوق عادة ما يكون أداء صناديق الاستثمار التقليدية أفضل من صناديق التحوط أما في فترات هبوط السوق فيكون أداء صناديق التحوط أفضل من التقليدية نظرا للسياسة الاستثمارية للصندوق(1).

12- صناديق رأس المال المخاطر:

تقدم هذه الصناديق تمويلا في شكل ملكية للشركات الصغيرة في مرحلة بداية النشاط وفي مقابل هذا التمويل تتمتع الصناديق ببعض من درجات الرقابة على إدارة الشركات التي تقوم بتمويلها و يمكن لهذه الصناديق المساهمة في إقالة المشروعات المتعثرة من خلال تزويدها بتمويل جديد في شكل ملكية، و تقديم النصائح الفنية و المالية لها وتتميز استثمارات الصناديق بعدم السيولة نظرا لربط أموالها في الشركات المتعثرة لسنوات عديدة تتراوح بين ثلاث سنوات إلى عشر سنوات، كما تتصف بالمخاطرة الشديدة(2).

13- صناديق شهادات الإبداع الدولية:

تمكن الصناديق من هذا النوع المستثمر من إيداع أمواله بعائد محدد و لأجل محدد م ضمان سيولة هذه الوديعة و قابليتها للتداول في نفس الوقت فشهادات الإبداع هي شهادات لحاملها قابلة للتحويل و التبادل، تثبت إيداع مبلغ

(4) نفس المرجع، ص82.

(1) فرحات نبيل، "صناديق التحوط قادمة"، مجلة البورصة المصرية، ملحق مجلة الأهرام الاقتصادي، العدد398، الاثنين

20ديسمبر، ص32.

(2) صبح محمود، "الابتكارات المالية للمؤسسات والأوراق المالية الغائبة عن السوق المالي المصري"، بدون ناشر، مصر،

1998، ص ص66. 67.

معين من المال لدى مصرف معين لأجل معين و بسعر فائدة سنوي معين⁽³⁾.

خامسا: تقسيم صناديق الاستثمار حسب الأهداف:

1-صناديق الاستثمار ذات الدخل الثابت:

يستهدف هذا النوع من صناديق الاستثمار تحقيق عائد للوثيقة أعلى من العائد المحقق من ودیعة بنكية بنفس الأجل

و بالتالي لا يهتم بالنمو الرأسمالي و إنما يتم التركيز على تحقيق دخل ثابت أو محدد وتقتصر استثمارات تلك الصناديق

على السندات و أدوات المديونية الأخرى⁽¹⁾.

2-صناديق الاستثمار ذات الدخل المتغير:

تتميز هذه الصناديق بتحقيق عائد مرتفع عن العائد الممكن الحصول عليه من الاستثمار في السندات و أدوات المديونية أو الودائع البنكية و عادة ما يتم تكوين المحافظ الاستثمارية من أسهم فقط والتي تحمل في طياتها مخاطر مرتفعة ويستهدف صندوق الاستثمار تحقيق التوازن بين العوائد والمخاطر⁽²⁾.

3-صناديق استثمار النمو الرأسمالي:

يستهدف هذا النوع من الصناديق تحقيق نمو مستقبلي في رأس المال على حساب العائد في الأجل القصير و ذلك بتدوير الأرباح للحصول على مزيد من المكاسب الرأسمالية مما يجعل هذا النوع من الاستثمار عالي المخاطر⁽³⁾.

4-صناديق الاستثمار النقدية:

⁽³⁾حسين مصطفى هلالی، "الشركات المساهمة و البورصات مدخل متكامل"، دار النهضة العربية بالقاهرة، 1999، ص134.

⁽¹⁾منیر هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص51.

⁽²⁾ عبد التواب محمد حلمي، "البورصة المصرية والبورصة العالمية آلية عملها- الرقابة عليها- الربط بين البورصات"، مؤسسة الطويحي للطباعة والنشر، القاهرة، 2004، ص155.

⁽³⁾عبد الهادي أبو النصر عصام، "نموذج محاسبي مقترح لقياس و توزيع عوائد صناديق الاستثمار في الفكر الإسلامي"، المجلة العلمية لتجارة الأزهر، كلية التجارة، جامعة الأزهر، العدد23، ص116.

تستهدف هذه الصناديق تحقيق قدر كبير من السيولة و بالتالي تكوين المحفظة الاستثمارية من أصول قصيرة الأجل تحقق للمستثمر عائدا أكبر من الودائع المصرفية و في نفس الوقت تحقق له ميزة سهولة التسيير التي تتميز بها أدوات سوق النقد(4).

سادسا:تقسيم صناديق الاستثمار حسب جهة إنشائها (1):

- 1- أن يقوم بإنشاء الصندوق أحد البنوك باعتبار البنوك مؤسسات مالية قادرة على إقامة تلك الصناديق بما تمتلكه من إمكانيات مالية و بشرية و معلوماتية.
- 2- أن يقوم بإنشاء الصندوق أحد البنوك باعتبار البنوك مؤسسات مالية قادرة على إقامة تلك الصناديق بما تمتلكه من إمكانيات مالية و بشرية و معلوماتية.
- 3- أن يتولى إنشاء الصندوق إحدى شركات التأمين سواء بشكل مستقل أو بالتعاون مع أحد البنوك.

وبذلك يتضح وجود تصنيفات عديدة لصناديق الاستثمار و ذلك لتلبية متطلبات الفئات المختلفة من المستثمرين المتعاملين مع صناديق الاستثمار.

المبحث الثاني: آلية عمل صناديق الاستثمار

ان أساس عمل صناديق الاستثمار هو القيام بتجميع أموال المستثمرين فيمحفظةماليه واحدة كبيرة واستثمارها فيسوق الأوراق المالية وتمثل رأس مال الصندوق بحيث يحصل كل مستثمر في المقابل على عدد من وثائق الاستثمار التي يصدرها الصندوق تمثل نسبة مساهمته في رأس مال الصندوق و كذلك في نتائج أعماله بعد ذلك.و بغية تحقيق صناديق الاستثمار للأهداف التي أنشأت من أجلها عليها انتهاج سياسات استثمارية محددة والقيام بمجموعة من الأنشطة و العمليات .

(4)منى قاسم ،"صناديق الاستثمار للبنوك و المستثمرين" ، الدار المصرية اللبنانية، 1995، ص53.

(1)محمد سويلم ،" ادارة البنوك و صناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية"، بدون ناشر، بدون سنة نشر، ص230.

المطلب الأول: السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار و القواعد المنظمة لعملها.

أولاً: السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار:

تختلف السياسات الاستثمارية باختلاف أهداف الصناديق حيث تقوم إدارة كل صندوق استثمار بتكوين و إدارة محفظة استثمارية من السياسات الآتية(1):

1-السياسة المتحفظة أو الدفاعية:

تتميز هذه السياسة بالتحفظ تجاه المخاطر الاستثمارية، والعمل على توفير عاملي الأمان و الاستقرار للمحفظة، لذلك فإن المحفظة الاستثمارية تتركز غالباً في السندات طويلة الأجل و الأسهم الممتازة، بما يضمن دخلاً ثابتاً و منتظماً في المدى الطويل.

2-السياسة الهجومية:

تركز هذه السياسة على تحقيق أرباح رأسمالية نتيجة لحدوث ارتفاعات في أسعار الأوراق المالية ولذا تتكون غالبية المحفظة من أسهم عادية، خصوصاً في فترات الانتعاش و الرواج الاقتصادي حيث يتم شراء أسهم عادية بأسعار منخفضة و الاحتفاظ بها بعض الوقت ثم بيعها عندما ترتفع الأسعار مما يحقق أرباحاً رأسمالية، إلا أن السياسة الهجومية لها مخاطرها المالية حيث أنه في حالة عدم صدق التوقعات بارتفاع أسعار الأوراق المالية المشتراة فإن الخسائر المحققة تكون كبيرة وقد تصل لضياح رأس مال المحفظة بالكامل، ويمكن التقليل من سياسة نشطة بإجراء تغييرات مستمرة في مكونات المحفظة سعياً وراء فرض.

3-السياسة المتوازنة:

تجمع هذه السياسة بين السياسة الدفاعية والسياسة الهجومية وتهدف إلى تحقيق دخل ثابت إلى حد ما من خلال الاستثمار في الأوراق المالية التي تدر عوائد ثابتة مضمونة كالسندات

(1) منير إبراهيم هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999، ص من 49 إلى 51.

الحكومية والأسهم الممتازة بالإضافة إلى هدف تحقيق بعض الأرباح الرأسمالية من خلال استثمار جزء من أموال الصندوق في الأسهم العادية و الأوراق المالية قصيرة الأجل لذلك تعتبر السياسة المتوازنة هي الاختيار الأفضل لمدير الاستثمار و ذلك لإمكانية تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة من خلال الاستفادة من كافة البدائل الاستثمارية المتاحة كما يجب على كل صندوق استثمار أن يفصح عن سياسته الاستثمارية مما يتيح الفرصة للمستثمرين للتعرف على السياسة كل صندوق لاختيار الأفضل الذي يتناسب مع تفضيلات المستثمر وسياسته الاستثمارية.

ثانياً: القواعد و الإجراءات المنظمة لعمل صناديق الاستثمار:

تقوم شركات الاستثمار بإدارة الصناديق و تتم إدارتها مقابل عمولة أو مكافأة عادة ما تتمثل في نسبة من قيمة أصول هذه الصناديق قد نصل إلى 1.5% من قيمة الأصول و من ثم يكون من مصلحة الشركة القائمة بالإدارة والعمل على زيادة القيمة الرأسمالية لكل صندوق، بدلا من أن تقوم بتعظيم معدل العائد الذي يتم دفعه لحملة الأسهم و هناك العديد من الإجراءات و القواعد المنظمة لعمل صناديق هذه الشركات تحددها القوانين هدفها الأساسي حماية المستثمرين و يمكن عرض هذه القواعد و الإجراءات في أربعة محاور رئيسية هي(1):

- توفير البيانات للمستثمرين.

- تنظيم هيئة الإدارة ووضع قيود عليها.

- رسوم الشراء.

- المعاملة الضريبية و توزيعات صناديق الاستثمار.

1-توفير البيانات:

وفقا لأحكام قانون الاستثمار و قانون الأوراق المالية- لتزم شركات الاستثمار بتسجيل الإصدار الجديد من الأسهم لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة و تزويد اللجنة ببيانات معينة من خلال

(1)د.عبد الغفار حنفي، د. رسميةتقرياقص، " أسواق المال :بورصات- مصارف- شركات التأمين- شركات الاستثمار"، مرجع سابق، ص من 172 الى 177.

صحيفة التسجيل و هذا يتطلب من الشركة تزويد المستثمرين بمنشور يضم بعض البيانات التي تتضمنها صحيفة التسجيل و من أهمها:

- أهداف صندوق الاستثمار و السياسة الاستثمارية العاملة له.
- القيود بشأن استثمارات الشركة والتي عادة ما يتعلق بمدى الاعتماد على الأموال المقترضة وممارسة البيع على المكشوف و المساهمة في إصدار الأوراق المالية و الاستثمار في شراء عقارات أو سلع.
- أتعاب الإدارة و كيفية تحديدها.
- مستوى أداء الشركة في السنوات السابقة، و معدلات دوران مكونات المحفظة .
- أسماء أعضاء الإدارة القائمة على شؤون الصندوق.
- سعر البيع المقرر للسهم.
- طرق شراء أسهم الشركة و نسبة رسوم الشراء.
- الخدمات الخاصة التي يقدمها الصندوق للمستثمرين.
- كيفية حساب قيمة الأصل الصافية.
- كيفية استرداد الأسهم.
- النظام الضريبي الذي يخضع له ربح الصندوق.
- القوائم المالية المعتمدة إلى جانب بيانات بالتشكيلة التي تتكون منها محفظة الصندوق.

2-تنظيم هيئة الغدارة و القيود المفروضة عليها:

تضمن قانون شركة الاستثمار شروط لحماية مصالح حملة أسهم شركات الاستثمار في مقدمة هذه الشروط أن لا يزيد أعضاء مجلس إدارة الشركة المنتمية لبيت المشورة الذي أسس الشركة عن 60% من مجموع الأعضاء، وهذا يعني أن 40% على الأقل من أعضاء مجلس الإدارة هم من المستقلين الذين ليس لهم علاقة من غير حملة الأسهم كما لا يصرح لكبار العاملين و للمديرين بشراء أسهم بقيمة تقل عن القيمة الصافية للسهم.

كما حدد القانون متطلبات أخرى لتأكيد حماية حملة الأسهم من بين تلك المتطلبات ضرورة تصويتهم على أي تعديل في الأهداف و السياسات الاستثمارية للصندوق و كذا ضرورة

الحصول على موافقة مسبقة من لجنة الأوراق المالية والبورصة لأي تعاملات بين شركة الاستثمار و بين المشورة ويهدف ذلك لمنع قيام بين المشورة ببيع بعض الأصول لشركة الاستثمار بأسعار مقال فيها، إضافة إلى ذلك ما نص عليه القانون من عدم بيع أسهم الشركة بسعر أقل من السعر المحدد في المنشور.

3-تكلفة الشراء:

أولت لجنة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة الأمريكية اهتماما خاصا لرسوم الشراء التي يتحملها المستثمر، ففي عام 1970 أدخل تعديل على قانون شركة الاستثمار الصادر في عام 1940 بشأن رسوم الشراء الدوري لأسهم الشركة فقبل التعديل كان يجب على المستثمر أن يدفع في السنة الأولى 50% من تكلفة شراء الأسهم.

أما في ظل التعديل الذي اجري على القانون فقد أصبح أمام المستثمر بديلين أو أسلوبين لحساب تكلفة الشراء هما:

*الأسلوب الأول: وفقا لهذا الأسلوب يخصم من المستثمر تكلفة شراء لا تتجاوز نسبة 20% من قيمة كل دفعة، وعلى ألا يزيد المتوسط السنوي عن 16% وينطبق هذا الأسلوب على الحالات التي يكون فيها الشراء وفق خطة يطلق عليها خطة اختيارية.

*الأسلوب الثاني: و ينطبق على حالات الشراء وفقا للخطة التعاقدية وفي ظل هذا الأسلوب يخصم 50% من الدفعات في السنة الأولى في مقابل تكلفة الشراء على أن يكون للمستثمر الحق في استرداد جزء من التكلفة المدفوعة بالإضافة إلى قيمة الأصل الصافية لكل سهم اشتراه إذا ما انسحب قبل مضي 18 شهرا من تاريخ التعاقد، أما المبلغ الذي يحق له استرداده فيتمثل في تكلفة الشراء المدفوعة مطروحا منها 15% من قيمة تلك التكاليف.

4-توزيعات صناديق الاستثمار و المعاملة الضريبية:

يحقق الصندوق أرباحه من خلال تحقيق محفظة من الأوراق المالية لأرباح إما في صورة توزيعات أو أرباح رأسمالية أو فوائد.

وتقوم صناديق الاستثمار بتوزيعات لحملة وثائق الاستثمار و هذه التوزيعات إما تكون ناجمة من صرف بعض كوبونات الأسهم و السندات التي يستثمر فيها الصندوق أو توزيعات ناجمة من أرباح رأسمالية نتيجة لبيع أوراق مالية بقيمة أكبر من القيمة التي سبق أن اشترت بها.

أما الوعاء الضريبي فيحدد بخصم رسوم الإدارة و المصاريف من الإيرادات و تجدر الإشارة إلى أن المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار فهي تختلف من دولة إلى أخرى و تعتمد على القواعد والقوانين الخاصة بكل دولة.

المطلب الثاني: عمليات الصناديق الاستثمارية وطبيعة أنشطتها.

أولاً: عمليات الصناديق الاستثمارية:

تتمثل العمليات التي تقوم بها صناديق الاستثمار فيما يلي⁽¹⁾:

1-التسعير:

يقصد بالتسعير إعلان سعر الوحدات الاستثمارية في الصندوق ، و تحدد الصناديق الاستثمارية في نظام تأسيسها ما إذا كانت مفتوحة أو مغلقة فإذا كانت مغلقة لا يقوم المدير بإعلان سعر للوحدات إلا في آخر يوم من عمر الصندوق على أن ذلك لا يعني أن تلك الوحدات ليس لها سعر خلال هذه المدة إذ يمكن التعرف على قيمتها من خلال تبادلها في الأسواق المنظمة كالبورصة أو من خلال تبادلها بطريقة البيع المباشر بين المستثمرين.

أما إذا كان الصندوق مفتوحاً فإن المدير يحدد يوماً معيناً من كل أسبوع إذا كان أسبوعياً أو اليوم الأول من كل شهر إذا كان شهرياً و هذا اليوم يسمى يوم التسعير و فيه يعلن المدير سعر الوحدة الاستثمارية وهو السعر الذي يمكن من خلاله خروج المستثمرين الراغبين في الحصول على السيولة و دخول أولئك الذين يرغبون في الاستثمار.

(1) www.islam Dislam/fn.com.

و يعتمد السعر الذي يعلنه المدير على تقييمه للأصول المملوكة في الصندوق فإذا كان الصندوق خاصا بالأسهم اعتمد سعر الوحدة الاستثمارية على السعر السوقي للأسهم التي يملكها الصندوق مضافا إليه الدخل المتولد لهذا الصندوق من أرباح الشركات أو فروقات سعر الصرف... الخ.

و إذا أراد المستثمر الخروج يمكن له أن يبيع الوحدات التي يملكها إلى الصندوق بالسعر المعلن أما إذا أراد مستثمر جديد الدخول يمكن له الشراء بذلك السعر و يمكن للمدير توظيف هذه الأموال الجديدة في أسهم جديدة يشتريها بالسعر السوقي وهو بذلك سوف يستمر في إصدار وحدات جديدة للمستثمرين الجدد وقد يفرق بين سعر الدخول و سعر الخروج.

2- الرسوم على المشتركين:

تفرض الصناديق الاستثمارية أحيانا رسوما على المشتركين لتغطية جزء من تكاليفها و لا سيما تلك المتعلقة بعمليات توظيف الأموال ، وتتبقى بعض الصناديق المفتوحة التي تتداول وحداتها في الأسواق المنظمة طريقة فرض الرسوم عند الاشتراك و تظهر هذه الرسوم على صفة زيادة في القيمة الصافية للأصول عند الشراء، بينما تتبنى صناديق أخرى طريقة عرض الرسوم عند الخروج من الصندوق ، وفي حين تربط بعض الصناديق هذه الرسوم بمدى بقاء المستثمر في الصندوق بحيث تتناقص تلك الرسوم بقدر ما تطول هذه المدد، أما إذا كان مصدر الصندوق يقوم بنفسه بتسويقه فلا يفرض في العادة رسوما على الدخول أو الخروج و في الصناديق المغلقة التي يجري تداول وحداتها في الأسواق المنظمة ربما احتاج المستثمر غلى دفع رسوم للسماح في السوق.

3- الاسترداد و التداول:

بما أن عنصر السيولة يعد من أهم عناصر الجذب في الصناديق الاستثمارية فقد تم العمل على توفير للمستثمرين طرقا فعالة لتحقيق هذا المطلب و تعتمد الصناديق المفتوحة على ما يسمى بالاسترداد حيث يمكن للمشاركين استرداد أموالهم بصفة دورية، أما الصناديق المغلقة فلا تتحقق السيولة فيها إلا بتداول الوحدات في سوق منظمة.

و يقوم عمل الصناديق الاستثمارية المفتوحة على حرص المدير على الاحتفاظ بقدر من السيولة يمكنه من شراء وحدات أولئك المستثمرين الذين يرغبون في استرداد أموالهم في يوم التسعير، و يعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير وعلى عمر الصندوق والظروف والبيئة الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق ، ومن الجيد أن هذه السيولة المتبقية لا تدر عائدا للصندوق لقصر أجلها لذلك يحرص المدير على الاحتفاظ بالحد الأدنى منها، و يفترض أن جزءا كبيرا من عمليات الاسترداد في يوم التسعير سيتم تغطيته من الأموال الجديدة التي يقدمها الراغبون في الدخول فيه و لذلك فإن السيولة المتبقية تكون عند الحد الأدنى و في كثير من الأحيان يحرص المدير على توزيع مدة الاستثمار بطريقة تتحقق معها قدر من السيولة في كل يوم تسعير دون الحاجة إلى تعطيل الأموال خلال مدة الصندوق حتى لو كانت مدة قصيرة لأسبوع مثلا، ومع ذلك فإن المدير يواجه أحيانا حجما من الاسترداد يزيد عن السيولة الموجودة في الصندوق و عن حجم الأموال الجديدة المستثمرة فيه، و لذلك تحرص كثير من صناديق الاستثمار على النص في نظامها الأساسي على علاج هذه الحالة بطرق منها أن لا تلت في حالة عدم توفر السيولة يرد كامل مبلغ الاستثمار بل جزءا منه فقط لمن يأتي أولا و تطلب من الآخرين الانتظار، و في أحيان أخرى يتفق الصندوق مع أحد المؤسسات الكبيرة التي تقدم له التزاما بتوفير السيولة له عند الحاجة إليها، أو الالتزام بشراء الوحدات التي لا يستطيع الصندوق استردادها لعدم توفر السيولة لديه.

4-رسوم الإدارة:

يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته و تصدد طريقة احتكار رسوم المدير بحيث تولد الحوافز لديه على تحقيق النمو للصندوق بما يفيد جميع المشاركات ولذلك يعتمد حسابها على ما يسمى بالقيمة الصافية لأصول الصندوق ن حيث يقوم المدير عندئذ بحساب هذه القيمة الصافية بصورة دورية، وفي حالة الصناديق المفتوحة يفعل ذلك في يوم التسعير و يقطع أجره بالنسبة المتفق عليها و يتراوح أجور الغدارة غالبا بين 1% إلى 5% سنويا من القيمة الصافية فتزيد أجور المدير كلما كبر حجم أصوله.

5-الإحتياطات:

تحتفظ الصناديق عادة باحتياطات تقطعها من الأرباح للمشاركين فيه وتعويض الخسائر التي قد تحصل في بعض الأوقات و تستمر هذه والاحتياطات في التراكم في الصندوق وتعد جزءا من الأموال الموجودة فيه بحيث يستحقها أولئك الذين كانوا يملكون وحداته عند انتهاء مدته إذا كان له مدة.

ثانيا: طبيعة أنشطة صناديق الاستثمار:

في سبيل تحقيق صناديق الاستثمار لأهدافها فإنها تقوم بالعديد من الأنشطة التي تمكنها من تحقيقها و تتمثل في(1):

1-تجميع المدخرات من المستثمرين و الاكتتاب في وثائق الاستثمار حيث تتمثل موارد الصندوق الخارجية في:

-قيمة وثائق الاستثمار المصدرة من الصندوق مقابل الأموال المستثمرة فيه.

-يجوز للصندوق الاقتراض من الغير، على أن يكون القرض قصير الأجل و بموافقة البنك الذي يحتفظ لديه بالأوراق المالية.

-بالإضافة إلى الموارد الداخلية والمتمثلة في رأس المال الشركة بالنسبة للصناديق التيأخذشكل شركة مساهمة، أما بالنسبة للصناديق المنشأة بواسطة البنوك أو الشركات التأمين فتتمثل الموارد في المبلغ المخصص من الجهة المنشأة للصندوق لمباشرة نشاطه.و لتجميع مدخرات المستثمرين فإن صندوق الاستثمار يقوم بإعداد نشرة الاكتتاب و في مرحلة ما بعد الاكتتاب فإن الصندوق يقوم بتحديد دقيق للوثائق المكتتب فيها فعلا من قبل البنك ونم قبل المستثمرين.

وتستلزم عملية تجميع المدخرات من المستثمرين تقديم المعلومات الكافية و الملائمة للمستثمرين لتحفيزهم على تقديم مدخراتهم للصندوق ويتم ذلك من خلال الإفصاح المحاسبي في

(1)عبد المنعم أحمد ،محمد المنسي، "تطوير الإفصاح المحاسبي بهدف تخفيض درجة عدم التأكد في تقرير العائد والمخاطرة لصناديق الاستثمار المصرية- دراسة تجريبية"، بحث مقدم للحصول على درجة دكتور الفلسفة في المحاسبة، جامعة الزقازيق، كلية التجارة، قسم المحاسبة، مصر، 2007،ص من 66 الى 72.

القوائم والتقارير المالية المنشورة عن صناديق الاستثمار حيث أن المنافسة على جذب المستثمرين للتعامل مع صندوق الاستثمار لا تنتهي بانتهاء عملية الاكتتاب في وثائق الاستثمار.

2- استثمار الأموال في الأوراق المالية:

تعد عملية الاستثمار في الأوراق المالية بمثابة النشاط الأساسي لصناديق الاستثمار مما يستلزم تنويع الأوراق المالية داخل المحفظة الاستثمارية و كذا الدقة في اختيار الأوراق المالية في ضوء مؤشرات التنبؤ بالربحية والمخاطرة والإفلاس ويقوم بهذا الدور غدارة متخصصة تسمى مدير الاستثمار.

كما أنه يجب على مدير الاستثمار إعداد الموازنة الاستثمارية للصندوق والتي يمكن تعريفها بأنها أداة تحليلية تساعد مدير الاستثمار على تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى من مجموع البدائل الاستثمارية المتاحة أمام مدير الاستثمار ، الأمر الذي يؤدي إلى التخصيص الأمثل لأموال الصندوق لتحقيق أهداف الصندوق و كذلك أهداف حملة الوثائقسواء كانت هذه الاستثمارات قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل و ذلك حسب السياسة الاستثمارية للصندوق و القيود المحيطة به.

ولكي يتمكن مدير الاستثمار من إدارة الصندوق بشكل مناسب واتخاذ القرارات السليمة و الوفاء بالتزامات الصندوق اتجاه حملة الوثائق وكذا اتجاه الأجهزة الرقابية، فإنه يلتزم أن يتوافر لديه نظام معلومات يكفل له توفر المعلومات الدقيقة و بشكل تفصيلي عن المركز المالي و نتائج أعمال الصندوق.

وتفيد تلك المعلومات المدير في تحقيق الأهداف التالية:

- ترشيد قراراته بخصوص جذب المستثمرين و تجميع مدخراتهم و التغلب على مشكلة عدم التوازن بين عرض وثائق الاستثمار و الطلب عليها.
- ترشيد قراراته بخصوص تكوين وإدارة محفظة متنوعة من الأوراق المالية تحقق أقصى عائد ممكن و أقل مخاطرة.
- تلبية متطلبات الأطراف الخارجية مثل حملة وثائق الاستثمار.

و من أهم المعلومات التي يجب أن يوفرها نظام المعلومات بصندوق الاستثمار:

-بيان بالقيمة الاستردادية لوثيقة الاستثمار.

- بيان تفصيلي لمكونات محفظة الأوراق المالية.

-بيان بأرصدة السندات والودائع و أذون الخزانة والفوائد المستحقة عليها.

-بيان بالأرباح والخسائر التي تحققت من بيع الأوراق المالية و كذلك بتطور أسعار الأوراق المالية التي يتعامل فيها الصندوق.

-كشف مقارنة بالتغير في سعر وثيقة الاستثمار مع التغير في مؤشرات اتجاه الأسعار في بورصة الأوراق المالية.

-معلومات عن نتائج أعمال الصناديق و كذلك بيان بالمركز المالي للصندوق و يلجا مدير الاستثمار إلى إجراء نوعين من التحليل للمعلومات المتاحة عن الأوراق المالية بغرض انتقاء أفضل الأوراق المالية هما:

أ***التحليل الأساسي:**يهتم هذا النوع من التحليل بتحليل الظروف الاقتصادية العامة و ظروف الصناعة و كذلك ظروف المنشأة التي أصدرت الورقة المالية و ذلك من خلال تحليل المعلومات و البيانات الاقتصادية و المالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المنشأة المصدرة للأوراق المالية و كذا حجم المخاطرة التي تتعرض لها الربحية.

ب***التحليل الفني:**يتمثل هذا التحليل في تتبع حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي من أجل التنبؤ بحركة الأسعار في المستقبل،و يساعد التحليل الفني على خصم حركة الأسعار في البورصات و يعتبر من أهم الأدوات المستخدمة في اتخاذ قرارات التداول ووضع خطط المضاربة و الاستثمار.

3-إصدار وثائق استثمار بديلة للوثائق المستردة:

يمكن لصناديق الاستثمار المفتوحة إصدار وثائق استثمار بديلة للوثائق التي ترد قيمتها وفقا لنظام الصندوق و في حدود الحد الأقصى المسموح به.

وتحدد قيمة الوثيقة الصادرة بدلاً من المستردة على أساس نصيب الوثيقة من صافي أصول الصندوق في نهاية يوم العمل الأخير من الأسبوع السابق على الإصدار مع تحميل المشتري لنسبة محددة من القيمة المكتتب فيها كمصاريف اكتتاب في الصندوق.

4-سداد أتعاب مدير الاستثمار:

تتمثل أتعاب المدير في:

-أتعاب سنوية مقابل الإدارة في ضوء القيمة الصافية لأصول الصندوق أو المحفظة وفقاً للعقد المبرم معه.

-أتعاب حسن الأداء بنسبة مئوية من الربح و تتم هذه العملية مرة كل 6 أشهر.

5-سداد أتعاب البنك:

يحصل البنك الذي أنشأ الصندوق على عمولة تعتبر أحد بنود مصروف الصندوق ويمكن أن العمولة نسبة من صافي أصول الصندوق.

6-توزيع الأرباح الرأسمالية على حملة الوثائق:

يتم ذلك عند رد الوثائق قبل التاريخ المحدد أو عند تصفية الصندوق وتتخذ إجراءات محاسبية لتحديد القيمة الإستردادية للوثيقة أو لتحديد قيمة تصفيتها ثم تحديد الربح الرأسمالي من خلال مقارنة القيمة السالفة الذكر بسعر شراء الوثيقة و الفرق يمثل الربح الرأسمالي.

7-توزيع نواتج التصفية:

تحدد قيمة تصفية الوثيقة من خلال قسمة القيمة الحقيقية لصافي الأصول على عدد الوثائق في تاريخ التصفية،و يتم توزيع ناتج التصفية كالاتي:

-يجري التوزيع بين الجهة المنشأة للصندوق و حملة الوثائق في تاريخ التصفية.

-توزيع حصة حملة الوثائق فيما بينهم بنسبة معينة تمثلها كل وثيقة من إجمالي الوثائق و يكون التوزيع خلال مدة لا تتجاوز 9شهور.

8-الوفاء بالعبء الضريبي:

9-مراجعة القوائم و التقارير المالية و حسابات الصندوق:

يقوم بعملية المراجعة مراقب الحسابات حيث تعتبر حسابات الاستثمار و وثائق الاستثمار و مدير الاستثمار و كذلك عائد الاستثمارات من الحسابات التي لديها أهمية كبيرة لأن التحريف في هذه الحسابات سوف يؤثر على مدى إمكانية اعتماد حملة الوثائق على القوائم المالية مما يؤثر على دور مراقب الحسابات.

المطلب الثالث: عوائد و مخاطر صناديق الاستثمار.

أولاً: عوائد صناديق الاستثمار:

إن العائد هو الهدف الأساسي من أي استثمار، و تحقق صناديق الاستثمار عوائد لمساهميها بطرق ثلاث⁽¹⁾:

1-قد يتحقق العائد من الإيرادات المتحصل عليها في شكل توزيعات أو الكوبونات التي يحصل عليها المستثمر فهي تشكل توزيعات يحصل عليها المساهمون في هذه الصناديق.

2-قد يتحقق العائد من الأرباح الرأسمالية من خلال بيع الأوراق المالية عن طريق الصندوق والمساهمون في هذه الصناديق عليهم الاختيار بين الحصول على التوزيعات والأرباح الرأسمالية أو طلب إعادة استثمار هذه التوزيعات في الصندوق و يعتبر هذا بمثابة شراء ووثائق أو حصص إضافية في الصندوق.

3-أو قد يتحقق العائد بالنسبة للمستثمر في الصندوق من خلال إعادة تقويم سعر الحصة أو الوثيقة في الصندوق، فارتفاع أسعار الأوراق المالية التي في حوزة الصندوق تنعكس على القيمة الصافية للأصول بالزيادة و بذلك يحقق المستثمر في هذه الصناديق مكاسب من خلال بيع حصصهم.

(1) عبد الغفار حنفي، "البورصات: أسهم- سندات -صناديق الاستثمار"، مرجع سابق، ص296.

أما بالنسبة للعوائد المتحققة لصندوق الاستثمار نفسه فتتمثل في (2):

-العائد المحصل عليه من الاستثمار في الأسهم و حصص الاستثمار.

-العوائد المستحقة عن الاستثمار في السندات و أذون الخزانة و كافة الأوراق المالية التي تمثل حصة دائنة بفائدة ثابتة.

-الأرباح الناتجة عن الزيادة في صافي القيمة السوقية للأوراق المالية.

ثانياً: مخاطر صناديق الاستثمار:

يواجه المستثمر في الصناديق مخاطر مباشرة وهي مخاطر الاستثمار في الصندوق و مخاطر مدير الصندوق وأخرى غير مباشرة وهي المخاطر التي يواجهها الصندوق نفسه والتي تنعكس بصورة غير مباشرة على المستثمر.

1-المخاطر المباشرة: و تتمثل في(1):

أ*مخاطر الصندوق:

التقلبات الاستثمارية: وهي أكثر ما يتعرض له الاستثمار في الصناديق بارتفاع قيمة الأصول أو انخفاضها مما يؤدي إلى التأثير سلباً أو إيجاباً على حصة المستثمر و تختلف هذه التقلبات باختلاف نوعية الصناديق فالصناديق التي تستثمر في الأسهم تكون تقلباتها أكثر حدة من تلك التي تستثمر في الديون ذات العائد الثابت.

مخاطرة التنوع: المستثمرين الصغار يمكنهم تحقيق التنوع في استثماراتهم من خلال الصندوق فقط، وإذا لم يتوافر هذا الأخير على التنوع بالمستوى المطلوب فيؤدي ذلك إلى احتمال تعرض المستثمر إلى انخفاض قيمة استثماراته.بالإضافة إلى المخاطر القانونية.

ب*مخاطر مدير الصندوق:

(2) نفس المرجع، ص 297.

(1) "إدارة المخاطر في صناديق الاستثمار الإسلامية"، بحث مقدم للندوة السادسة عشر لدلة البركة، 24 صفر 1420، بيروت، ص01.

-التزام المدير بالاتفاقية:سنتنص اتفاقية إنشاء الصندوق على وظيفة المدير والمهام الملقاة على عاتقه، كما تنص القوانين و اللوائح المنظمة لعمل الصناديق، ولن يتحقق للمستثمر غرضه إلا إذا قام المدير بوظيفة على أكمل وجه، لذلك يحرص المستثمرون على التعرف على الخبرة التي يتمتع بها المدير و كذلك على قوته المالية، و لهذا السبب نجد البنوك هي التي تنشط في مجال إدارة الصناديق.

-أخطاء المدير و سوء تصرفه إضافة إلى أخطاء موظفيه و إهمالهم، لذلك يمكن أن يكون هناك تأمين منذ بعض أنواع التصرفات كالسرقة مثلا:

-خيانة المدير للأمانة: يتوقع من المدير مستوى من الأمانة يفوق تلك العلاقة التي تنشأ بين الأجير و المستأجر لذلك تقوم إدارة الصندوق في حالة أن المدير خان الأمانة بالاعتماد على غيره في الإدارة دون إذن من المستثمرين، لأن هذا الخطر من سوف يواجهه في الأخير هو المستثمر.

-عدم وجود الصلاحيات الكافية لدى المدير للتصرف: الصندوق هو شخصية اعتبارية لها مجلس إدارة يقوم بالتعاقد مع المدير لإدارة الصندوق وهو تعين له حدود التصرف و الصلاحيات التي تراها مناسبة و هو يتصرف ضمن ذلك، فإن لم تكن هذه الصلاحيات ملائمة أو كافية ربما عجز عن أداء وظيفته بالشكل الذي يتوقعه المستثمر.

2-المخاطر غير المباشرة:

أ-المخاطر الائتمانية: تتمثل في تلك المخاطر المرتبطة بالخسائر الاقتصادية التي يمكن للصندوق تحملها في حالة عدم قدرة الطرف المقابل على الوفاء بالتزاماته المالية في الأوقات المحددة.

ب-مخاطر السيولة:تتمثل في لجوء الصندوق إلى البيع السريع للأوراق المالية التي بحوزته نتيجة لعدم قدرته على الوفاء بالتزاماته المالية عند حلول تاريخ استحقاقها مما يسهم في زيادة احتمالات تحقق المخاطر التالية:

-زيادة إقبال المستثمرين على استرداد وثائقهم.

-عدم استقرار سوق الأوراق المالية.

-عدم قدرة إدارة الصندوق على تقدير متطلبات السيولة الكافية(1).

-**مخاطر أسعار الفائدة:** ويقصد بها التذبذب الناتج عن التغير في مستوى معدلات الفائدة، و نجد السندات هي التي تتأثر بمخاطر سعر الفائدة حيث أن درجة تأثرها تكون أكبر من الأسهم لذلك فإن مديري صناديق الاستثمار للتقليل من مخاطر أسعار الفائدة يلجئون إلى تكوين محفظة أوراق مالية ذات آجال استحقاق قصيرة.

-**مخاطر سعر الصرف:** يقصد بها التقلبات التي تطرأ على أسعار الصرف والأمر الذي يزيد من حدة هذه المخاطر هو تركيز صناديق الاستثمار على الاستثمار في الأوراق المالية الصادرة بعملة أجنبية أو الاستثمار في الأسواق المالية الخارجية(2).

*مخاطر السوق:

أ-**الأسهم:** توجد أسباب عديدة تؤثر على ارتفاع وانخفاض أسعار الأسهم في السوق منها:النمو الفعلي للشركات أو تنبؤات بالنمو لقطاعات أو صناعات معينة،تغير في المناخ الاقتصادي أو تغير في نظرة المستثمر نحو السوق من التشاؤم إلى التفاؤل.

ب-**السندات:** تتأثر أسعار السندات في السوق بالتغيرات في أسعار الفائدة حيث أنه من المتعارف عليه انه ترتفع أسعار السندات عندما تنخفض أسعار الفائدة السارية في السوق و تنخفض أسعار السندات عندما ترتفع أسعار الفائدة السارية في السوق.

وتزيد حدة مخاطر السوق في الحالات التالية:

- تركيز التعامل في أسواق مالية غير مستقرة.

-كبر حجم محافظ الأوراق المالية.

- إتباع سياسة استثمارية هجومية(1).

(1) عبد المنعم أحمد محمد المنسي، "تطوير الإفصاح المحاسبي بهدف تخفيض درجة عدم التأكد في تقرير العائد والمخاطرة لصناديق الاستثمار المصرية"، مرجع سابق، ص84.

(2) نفس المرجع، ص85.

-مخاطر التضخم:

كل الاستثمارات معرضة لهذه المخاطرة و هي انكماش القوة الشرائية نتيجة لارتفاع الأسعار، إذ أن ارتفاع معدل التضخم سوف يؤثر على الاستثمارات لذلك يسعى المستثمر دائما إلى تحقيق عائد أعلى من معدل التضخم.

ومخاطر التضخم تؤثر على جميع أدوات المحفظة حيث تؤثر على القيمة السوقية للأسهم والسندات بمختلف أنواعها و كذلك على العائد الحقيقي الناتج عنها.

-مخاطر التشغيل والإدارة:

تتمثل هذه المخاطر في الخسائر التي يواجهها الصندوق نتيجة وجود نقاط ضعف تنظيمية في إدارة و تشغيل عملياته وتزداد حدة تلك المخاطر بتزايد حجم أعمال الصندوق.

-المخاطر السياسية:

تتمثل هذه المخاطر على المستوى المحلي في التشريعات الضريبية والسياسات المالية والنقدية الحكومية التي تؤثر على عوائد الأوراق المالية في السوق، بينما على المستوى الدولي فإن استثمار الصندوق في أسواق خارجية يتأثر بدرجة الاستقرار السياسي والاقتصادي ومعدلات النمو في الدخل القومي لتلك الدول.

***المخاطر المالية:**

تشير هذه المخاطر إلى كيفية تمويل الصندوق لأصوله الاستثمارية و ما إذا كان يعتمد على القروض أم الموارد الذاتية⁽¹⁾.

المطلب الرابع: أساليب قياس العائد والمخاطرة لصناديق الاستثمار.

(1) "إدارة المخاطر في صناديق الاستثمار الإسلامية"، مرجع سابق، ص 01.

(1)د. منير إبراهيم هدي، "الفكر الحديث في الاستثمار"، مؤسسة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1996، ص ص 247، 248.

يهتم المدخرين أو المستثمرين باستثمار أموالهم في صناديق الاستثمار التي يكون أداؤها ممتازاً، و بالتالي فإن أي مستثمر يحرص على تقييم أداء الصندوق الذي يشتري وثائقه، وعند تقييم أداء الصندوق يجب على المستثمر الأخذ بعين الاعتبار النقاط التالية(2):

-مدى استقرار أداء صندوق الاستثمار لعدد من السنوات.

-أهداف وسياسات الصندوق على النحو المبين في النشرات الصادرة.

-نوع عمليات الاستثمار.

-مكونات محفظة الصندوق الاستثمارية.

-أتعاب و مصروفات الإدارة.

-عمر الصندوق وحجمه

و توجد العديد من نماذج و أساليب تقييم أداء صناديق الاستثمار تتمثل أهمها في:

أولاً: الأسلوب البسيط لقياس العائد:

لقياس العائد يجب معرفة قيمة الوثيقة و التي تشكل نصيباً في الأصول الخاصة بالصندوق، وذلك من خلال المعادلة التالية(1):

قيمة الأصل الصافية للوثيقة = القيمة السوقية للأصول – قيمة الالتزامات

عدد الوثائق التي أصدرها الصندوق

و يتم تقييم أداء الصندوق وفقاً لهذا الأسلوب بالتركيز على العائد و إهمال المخاطر، حيث تنشر شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة يومياً قيمة الأصل الصافية للسهم وكذا الأرباح الإرادية

(2) عبد الغفار حنفي، "البورصات: أسهم- سندات -صناديق الاستثمار"، مرجع سابق، ص 306، 307.

(1) عبد الغفار حنفي، "البورصات: أسهم- سندات -صناديق الاستثمار"، مرجع سابق، ص 310.

والرأسمالية الموزعة و ذلك لكل صندوق على حدى، ومن خلال هذه المعلومات يتم حساب معدل العائد على الأموال المستثمرة في الصندوق كما هو موضح في المعادلة التالية(2):

$$م = \frac{(ق-1)ق + ي + 100x}{ق}$$

ق

حيث أن:

م: معدل العائد على السهم أو الاستثمار

ق₁: قيمة الأصل الصافية في نهاية الفترة

ق: قيمة الأصل الصافية في بداية الفترة

ي: الأرباح الايرادية الموزعة خلال الفترة

ر: الأرباح الرأسمالية الموزعة خلال الفترة

أما بالنسبة للصناديق ذات النهاية المغلقة يتم حساب معدل العائد وفقا لهذه المعادلة:

$$م = \frac{س_1 - س_0 + ت + 100x}{س_0}$$

حيث أن: س

س₁: قيمة الأصول الصافية في نهاية المدة.

س₀: قيمة الأصول الصافية في أول المدة.

ت: التوزيعات التي يحصل عليها المستثمر خلال المدة التي يحسب عنها المعدل.

وهذا الأسلوب يناسب تقييم أداء صناديق الاستثمار المفتوحة و كما ذكرنا سابقا فغن هذا الأسلوب يعاب عليه أنه لم يأخذ بعين الاعتبار المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها الاستثمار في

(2) منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي، الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003، ص170.

الصندوق، فقد يحقق صندوق الاستثمار معدل عائد على الاستثمار أكبر من صندوق آخر بينما يواجه أيضا مخاطر أعلى بكثير لا يكفي العائد المحقق لتعويضها.

مثال1: لدينا قيمة الأصل الصافية للسهم في بداية شهر جانفي هي 40 دج ارتفعت لتصل إلى 40.12 دج في نهايته، و كان نصيب السهم من الأرباح الايرادية هو 0.15 دج أما الأرباح الرأسمالية فتقدر بـ0.13 دج، وفي ضوء هذه المعلومات فإن معدل العائد على الاستثمار هو:

$$م = \frac{100 \times 0.16 + 0.13 + (40 - 40.12)}{40}$$

40

$$م = 1.025$$

ثانيا: الأسلوب المزدوج :

قدم وليم شارب مؤشرا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية والذي ينطبق على صناديق الاستثمار و على أساس العائد و الخطر عند تقييم أداء المحفظة أطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد، ويتم حسابه من خلال المعادلة الآتية(1):

$$\text{قيمة المؤشر} = \text{ط} - \text{ل على } \&$$

حيث:

ط: تمثل متوسط معدل العائد على الاستثمار.

ل: تمثل متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة.

&: الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمار أو مخاطر الصندوق مقاسة من الانحراف المعياري لعوائد الصندوق.

(1)د. محمد صلاح الحناوي، د.جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق" ، مرجع سابق، ص

ويمثل معدل العائد على الاستثمار في هذه الحالة معادلة الأسلوب البسيط يمثل معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر العائد الذي تحققه ورقة مالية تصدره الحكومة و لا تتجاوز تاريخ استحقاقها سنة واحدة (معدل العائد على أدون الخزانة).

مثال 2:

نفترض أن متوسط معدل العائد على الاستثمار المحسوب في المثال السابق خلال الخمس السنوات المنصرمة قد بلغ 12% للصندوق "أ"، 10% للصندوق "ب" كما بلغت المخاطر أي الانحراف المعياري لكل من الصندوق 5% و3% على التوالي أما متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر خلال الفترة ذاتها فقد بلغ 4% و منه فإن قيمة المؤشر للصندوقين هي :

$$\text{قيمة المؤشر للصندوق "أ"} = \frac{0.12 - 0.04}{0.05} = 1.6$$

$$\text{قيمة المؤشر للصندوق "ب"} = \frac{0.10 - 0.04}{0.03} = 2$$

وكما كانت قيمة المؤشر أعلى كلما كان أداء الصندوق أفضل معناه عائدا أعلى لكل وحدة من وحدات المخاطر.

2-نموذج ترينور:

جاء هذا النموذج بعد نموذج شارب ، حيث يقوم هذا المقياس أو النموذج على فكرة أن الإدارة المحترفة التي تتولى صناديق الاستثمار يمكنها أن تشكل مكونات تلك الصناديق بطريقة تجعلها

تتطوي فقط على المخاطر المنتظمة بمعنى أن مقياس مخاطر صناديق الاستثمار ينبغي أن يتمثل في معامل بيتا و ليس في الانحراف المعياري و هذا ما توضحه المعادلة التالية(1):

قيمة المؤشر = ط - ل

تا

حيث: ط: معدل العائد على الاستثمار

ل: متوسط معدل العائد الخالي من المخاطر

تا: معامل بيتا لتشكيلة الأوراق المالية التي يتكون منها صندوق الاستثمار أو المخاطر

المنتظمة للصندوق

و يقاس معامل بيتا كما هو موضح في المعادلة التالية(2):

$\beta = \frac{\text{التغير بين عائد الصندوق و عائد محفظة السوق}}{\text{تباين عائد السوق}}$

تباين عائد السوق

مثال 3:

نفترض أن متوسط معدل العائد على الاستثمار في المثال الأول قد بلغ خلال 6 سنوات المنصرمة 14% للصندوق "أ" و 13% للصندوق "ب" و 12% للصندوق "ج" و بلغت المخاطر المنتظمة للصندوق "أ" 6% و "ب" 4% أما "ج" فهي 3% أما متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر خلال الفترة ذاتها هو 5 و منه فإن قيمة المؤشر للصناديق الثلاثة هي:

قيمة المؤشر للصندوق "أ" = $0.05 - 0.14 = -0.09$

(1) منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال- الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، مرجع سابق، ص175.

(2) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق"، مرجع سابق، ص240.

0.06

قيمة المؤشر للصندوق "ب" = $0.05 - 0.13 = 2$

0.04

قيمة المؤشر للصندوق "ج" = $0.05 - 0.12 = 2.33$

0.03

وكلما ارتفعت قيمة المؤشر كلما كان مؤشرا على أداء أفضل للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق مثل ما هو موضح في المثال.

وتجدر الإشارة إلى أن نموذج شارب لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين الصناديق التي تكون لديها أهداف متشابهة كأن تكون (مكونة) الصناديق مكونة من أسهم فقط أو سندات و يعتمدا أيضا هذا النموذج على الانحراف المعياري لقياس مخاطر الصندوق ، أما نموذج "ترينور" فيقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة لذلك يستخدم معامل بيتا كمقياس لمخاطر المحفظة.

3-نموذج جنسن:

قدم "جنسن" نموذجا لقياس أداء محفظة الصندوق عرف بـ "معامل ألفا" وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد المقدار الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة و متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، أما المقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معامل β في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر و يطلق عليه بعلاوة أخطار السوق⁽¹⁾.

و يتمثل النموذج في المعادلة الآتية⁽²⁾:

$$\text{ألفا} = (ع - ع) - \beta - (ع - ع)$$

(1) محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق"، مرجع سابق، ص 242.

(2) نفس المرجع، ص 243.

و معامل ألفا إما أن يكون موجبا أو سالبا فإذا كان موجبا فإن ذلك يشير إلى الأداء الجيد للصندوق أما إذا كان سالبا فيشير ذلك إلى الأداء الضعيف للصندوق أما إذا كان المعامل يساوي الصفر فيشير ذلك إلى عائد التوازن حيث لا يختلف في الواقع عائد السوق عن عائد المحفظة.

مثال 4:

نفترض لدينا ثلاثة صناديق "أ"، "ب"، "ج"، وكان معدل العائد على الاستثمار أو على عائد المحفظة للصناديق الثلاثة هو: 17% ، 14% ، 13%، أما معامل فهو 1.2، 0.92، 1.04، على التوالي أما متوسط عائد السوق هو 11% ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر هو 8% ويتم قياس أداء الصناديق أ، ب، ج وفقا لنموذج جانسن كالاتي:

$$\text{ألفا أ} = (17\% - 8\%) - (11\% - 8\%) \times 1.2 = 5.4\%$$

$$\text{ألفا ب} = (14\% - 8\%) - (11\% - 8\%) \times 0.92 = 3.24\%$$

$$\text{ألفا ج} = (13\% - 8\%) - (11\% - 8\%) \times 1.04 = 1.88\%$$

نلاحظ أن الصناديق الثلاثة تعكس معاملات موجبة لمعامل ألفا و هذا يعني أن الأداء لهذه الصناديق جيد و إن كان الصندوق "أ" هو أكثر الصناديق تميزا في أدائها.

ثالثا: أساليب أخرى لقياس العائد و المخاطرة لصناديق الاستثمار:

إلى جانب معدل العائد على الاستثمار و مؤشرات الأداء التي تقيس أداء الصندوق وفقا لمعيار العائد المخاطر، توجد جوانب أخرى لتقييم أداء الصندوق تتمثل في⁽¹⁾:

1-المحافظة على مستوى المخاطر:

(1) منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص من 176 الى 181.

يتمثل هذا الأسلوب في قياس مدى قدر الإدارة على المحافظة على مستوى المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق و ذلك بالمقارنة مع مستوى المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق وذلك بالمقارنة مع مستوى المخاطر المحدد في هدف إنشائه.

2- قياس مستوى التنويع:

من بين الأسباب المشجعة و المحفزة على شراء أسهم شركات الاستثمار المستوى العالي من التنويع الذي تتسم به تشكيلات الأوراق المالية التي تتضمنها الصناديق ، لذل يلجأ المستثمر لتقييم أداء الصناديق من خلال التعرف على تنويع مكونات المحفظة الاستثمارية و ما إذا كان هذا التنويع مناسباً بالمقارنة بالصناديق الأخرى.

و تؤدي المبالغة في التنويع إلى زيادة التكاليف وبالتالي انخفاض العائد كما أن عدم التنويع أو التنويع بأقل يؤدي إلى حرمان الصندوق من عروض استثمارية تدر عليه عائداً و بالتالي فالتنويع المبالغ فيه و التنويع بأقل كلاهما يؤدي إلى انخفاض العائد و زيادة درجة المخاطرة للصندوق.

3- قياس التكاليف:

هناك نوعان من التكاليف يصاحبان صناديق الاستثمار:

النوع الأول: هي التكاليف المباشرة التي يمكن قياسها و يقصد بها أتعاب الإدارة و المصاريف الإدارية و هذه التكاليف عادة ما تكون منشورة.

النوع الثاني: فهي تكاليف المعاملات و هي تكاليف غير مباشرة و تنق بدورها إلى تكاليف يمكن قياسها و أخرى يصعب قياسها ، فالأولى تتمثل في عمولة السمسرة أما الثانية فتتمثل في هامش ربح بيع و شراء الأسهم.

4- قياس متوسط معدل العائد:

في هذا الأسلوب يقوم المستثمر بحساب متوسط معدل العائد للصندوق من خلال عدة فترات زمنية ز مقارنتها بمتوسط معدل العائد لصناديق استثمار أخرى لإمكانية الوقوف على مستوى أداء صندوق الاستثمار.

المبحث الثالث: تقييم صناديق الاستثمار.

صناديق الاستثمارية هي بمثابة أوعية استثمارية تتيح فرصة جيدة للمستثمرين الذين يصعب عليهم توجيه مدخراتهم للاستثمار المباشر في الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية لذوي الادخارات الصغيرة والكبيرة فالمستثمر ذو الموارد المحدودة يمكنه شراء عدد من الوثائق التي تصدرها الصناديق دون أن يتحمل مخاطر كبيرة كما ان لصناديق الاستثمار تأثير على الاقتصاد الوطني وعلى البنوك وعلى المستثمرين وإلى جانب هذه الايجابيات هناك مخاطر قد يقع فيها المستثمرين لكن بصفة قليلة نسبيا.

المطلب الأول: ايجابيات وسلبيات الاستثمار في صناديق الاستثمار.

أولاً: ايجابيات الاستثمار في صناديق الاستثمار:

تحقق صناديق الاستثمار مجموعة من الايجابيات لكل من المستثمر والجهة المالكة والاقتصاد الوطني على النحو التالي⁽¹⁾:

1- الايجابيات التي تعود على المستثمر:

- المحافظة على رأس المال نظراً لقيام إدارة الصندوق بتنويع مكونات المحفظة الاستثمارية مما يقلل من المخاطر التي يتعرض لها رأس المال.

- تعظيم العائد الذي يحصل عليه المستثمر نظراً لإدارة استثماراته عن طريق خبراء متخصصين في مجال الأوراق المالية و لأجل طويل.

- تشجيع المستثمر على التعامل في الأوراق المالية وإثراء ثقافته في هذا المجال.

(1) منير هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار و كبار المدخرين"، مرجع سابق، ص من 41 الى 46.

تمكين المستثمر من الاستثمار في كافة أنواع الأوراق المالية وفي كافة الأسواق العالمية بإمكانيات مالية محدودة.

-تخفيض تكلفة المعاملات(عمولة السمسرة) نتيجة الاستفادة بمزايا الحجم الكبير للتعامل من خلال الأموال المجمعة.

-المرونة لا سيما في حالة الصناديق المفتوحة حيث يمكن للمستثمر استرداد وثائقه في أي وقت لتغيير مجال الاستثمار و أهدافه و تحويلها لصندوق استثمار آخر.

-توفير السيولة للمستثمر حيث يمكن استرداد قيمة الوثائق بسهولة و بسرعة في موعد لا يزيد عن أسبوع واحد.

-يمكن أن يقوم الصندوق بإدارة أعمال المستثمر من حيث إعداد سجل الضرائب المستحقة عليه و إعادة استثمار التوزيعات المستحقة لهن إضافة إلى ذلك فإن الصناديق أكثر قدرة من المستثمر العادي في انتقاء الاستثمارات المناسبة وتوقيت البيع والشراء وفقا للظروف المناسبة.

-يقدم صندوق الاستثمار المعلومات الدورية للمستثمرين بإرسال كشف حساب لحملة الوثائق يتضمن كافة العمليات التي تمت على وثائقهم من طرف الصندوق، كما يتضمن التقارير المالية المعلومات الكاملة عن محفظة الأوراق المالية وأدائها خلال الفترة(سواء سنوية أو فترية).

2-الايجابيات التي تعود على الجهة المالكة للصندوق:

-الحصول على موارد من خارج الموازنة، حيث يحصل البنك على مصاريف بنكية و عمولات حفظ الأوراق المالية، وفوائد لما خصصه من أصول لصالح الصندوق، و تحصل شركة الصندوق على مصروفات إدارية و عوائد رأس مال التأسيس.

-يعتبر نشاط صناديق الاستثمار نوعا جديدا أو مكملا لخدمات البنوك وصولا بها إلى فكرة البنوك الشاملة.

3-الايجابيات التي تعود على الاقتصاد الوطني:

-تعبئة الموارد و المدخرات و توجيهها لسوق المال لتمويل المشروعات الاقتصادية و دعم برامج الإصلاح الاقتصادي و توسيع قاعدة الملكية.

-تساهم في الحد من خروج رؤوس الأموال الوطنية إلى خارج الوطن.

-تساهم في علاج مشكلة تضخم السيولة النقدية لدى صغار المستثمرين بجذب مدخراتهم لاستثمارها في الأوراق المالية.

-تساهم بشكل فعال في تحقيق الكفاءة لسوق الأوراق المالية حيث انه بما لديها من كفاءات و إمكانيات تستطيع الوصول إلى المعلومات الصحيحة عن الأوراق المالية المتداولة و في الوقت المناسب ودراسة و تحليل تلك المعلومات للاستفادة منها في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة،كما تستطيع صناديق الاستثمار أن تقوم بالسوق نحو الاستثمار على أساس دراسة المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية و المؤثرة في أسعارها مما يجعل أسعار الأوراق المالية تعكس المعلومات المتاحة عنها و تتحقق الكفاءة لسوق الأوراق المالية.

-الصناديق الاستثمارية أداة لتحريك الاستثمارات الجامدة .

-المساهمة في التنمية الاقتصادية حيث تساهم صناديق الاستثمار في تنمية السوق المالية المحلية و تفعيل قطاعات الاقتصاد المختلفة.

-تقديم خدمات استثمارية وطنية إذ أن تقديم البنوك لخدمات صناديق الاستثمار لجمهور المستثمرين يقلل من الاعتماد على البنوك و شركات الاستثمار الخارجية التي تقدم نفس الخدمات و التي يكون تحقيق مصالحها الخاصة في مقدمة أهدافها دون الاكتراف بالطرف الآخر.

-التفاعل مع الاقتصاد الوطني حيث أن تدفق الإيرادات المتحققة على الاستثمارات الخارجية للصناديق ستسهم في دعم الموازين التجارية.

-تساعد أيضا الصناديق على تنويع استثمارات القطاع الخاص و بالتالي تحقيق عوائد مستقرة على مدخرات ذلك القطاع والذي يعتبر القاعدة الأساسية لأي اقتصاد.

-انتشار الصناديق الاستثمارية ينمي الوعي لدى الجمهور بأهمية الاستثمارات البنكية و كيفية الاستفادة منها و يزيد من التفاعل استثمارات القطاع الخاص مع القطاع البنكي بما يحقق احتياجات الاقتصاد الوطني.

ثانيا: سلبيات الاستثمار في صناديق الاستثمار.

تكمن عيوب صناديق الاستثمار فيما يلي(1):

-أحد الأهداف الأساسية لإنشاء عدد كبير من الصناديق هو الاستفادة من السيولة الوفيرة في السوق المحلي و من عرض النقد الذي وصل إلى أرقام قياسية وهذا الهدف لتأسيس أي مشروع لكنه ليس أساسيا لإطلاق الصناديق التي يتمثل دورها حسب المفهوم العالمي بالأدوات التي تعزز الاستثمار المؤسسي و تبعد السوق عن مزاجية الأفراد قدر المستطاع.

كما أن الكثير من هذه الصناديق يخدم مصالح مؤسسيها فقط لا أكثر و لا أقل دون النظر إلى صغار المستثمرين أو حتى كبارهم.

-قلة خبرة عدد لا بأس به من مديري الصناديق يشوه الصورة العامة للمدير الذي يجب عليه أن يتفادى الأزمات و يتجنب انخفاض العوائد مع حركات التصحيح باستثناء القلة القليلة من المدربين الناجحين فهؤلاء الآخرون هم الأكثر خبرة يبنون استراتيجياتهم الاستثمارية للسنوات الثلاث المقبلة و بالتالي غير مكترئين بارتفاع هذا السهم أو ذاك خلال هذه السنوات و لديهم أهداف و غايات أبعد بالتأكيد أن حجم السيولة و الأصول بمنحهم هذه الميزة و تحميهم من ضغوط البيع التي يتعرض لها بقية المستثمرين و عبر استراتيجياتهم هذه يستطيعون بناء مراكز قليلة المخاطر.

-ينطبع سوء التسويق على معظم الصناديق فبعد الحملة الإعلانية للاكتتاب في هذه الأدوات الاستثمارية من النادر أن نجد إعلانا في صحيفة أو على وسائل الإعلام و الدعاية المختلفة يهدف لجذب المستثمرين إلى صندوق الشركة أو المؤسسة الفلانية باستثناء قلة قليلة أيضا في هذا المجال.

(1)مارون بدران، "عيوب صناديق الاستثمار"، 2007/12/30، من موقعwww.alqabas.com.

-ارتفاع تكلفة الاستثمار في الصندوق وأن النسب المقطعة هي من صافي أصول الصندوق و ليس من الربح.

-بعض الصناديق أداؤها منخفض و متذبذب من سنة لأخرى و بعضها تستطيع تحقيق أرباح مرتفعة عن متوسط الأرباح المحققة بالسوق بصفة مستمرة على مدار السنوات لذا يعتبر الأداء احد العيوب في مثل الصناديق المتذبذبة الأداء.

-قلة الإيداع لدى بعض إدارات الصناديق و استسهال جمع رأس المال والاستثمار فقط في عدد من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، والنمو في العمل عندما ترتفع هذه الأسهم و تبرير أي هبوط في العوائد بهبوط السوق ككل دون أي نشاط ابتكاري بذكر لتفادي المخاطر و هذا الاستسهال خلق رغبة جامحة لدى الكثير من مؤسسي الصناديق بوضع أي كان أو أشخاص غير كفؤين على رأس إدارة هذه الأدوات الاستثمارية، عكس ما هو سائد في أسواق المال المتطورة عندما يوضع جهاز كامل من مدربين و مستشارين لإدارة صندوق ما.

-الاعتماد على استراتيجيات تكون بالإجمال قصيرة المدى فيأخذ معظمها طابع المضاربة أكثر منه الاستثمار طويل المدى و طبعاً لا يأتي تراكم الخبرة دون أعوام عمل بالجملة.

المطلب الثاني: الدور المتوقع لصناديق الاستثمار.

يتمثل الدور المتوقع من الاستثمار في الصناديق الاستثمارية فيما يلي(1):

أولاً: بالنسبة للاقتصاد الوطني:

من المتوقع أن تلعب صناديق الاستثمار دوراً هاماً في تعبئة الموارد المالية و توجيهها نحو تمويل المشروعات الاقتصادية، وكذلك تدعيم برنامج الخصخصة و توسيع قاعدة الملكية في قطاع الأعمال العامة، و ذلك من خلال توفير الترويج لأسهم الشركات المطروحة للبيع و توفير التمويل اللازم للشراء عن طريق تجميع فائض المدخرات، بالإضافة إلى دور هذه الصناديق في تدعيم التقييم السليم للأوراق المالية وتحسين شروط البيع لصالح الاقتصاد الوطني.

(1) محمد عموري، "صناديق الاستثمار ماهيتها- أنواعها - دورها"، مقال منشور، 30 جوان 2007 في الموقع. Wwww.occ

كما تساهم صناديق الاستثمار أيضا في تنشيط السوق المالية عن طريق جذب صغار المستثمرين للاستثمار في الأوراق المالية و هذا يتطلب توفير الاستقرار الاقتصادي والذي بدوره يوفر مناخ الثقة،و كذلك توفر التشريع القانوني اللازم لتمهيد الطريق أمام صناديق الاستثمار للقيام بدور فعال في مجال زيادة حجم الاستثمارات المتاحة، وبالتالي تحقيق أهداف التنمية.

وتساهم صناديق الاستثمار في ترشيد عمليات توظيف الأموال للمواطنين في الداخل والخارج و دعم الثقة في سوق رأس المال، و يتجه الاهتمام بشكل خاص في صناديق الاستثمار إلى المستثمر الفرد صاحب المدخرات الصغيرة و الخبرة المحدودة فيما يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية، فيقوم الصندوق بتوفير عنصر الأمان للمستثمر و ذلك عن طريق ما يقدمه من معلومات و ما يقدمه من تحليلات و دراسات لأوضاع الشركات بالسوق، و يقوم الصندوق بمسؤولية الاستثمار و إدارة الصندوق و يمكن تلخيص أوجه الاستفادة فيما يلي:

-انخفاض مستوى المخاطرة حيث أن المستثمر يملك حصة في محفظة مملوكة لعدد من المساهمين.

-الاستفادة من مهارات إدارة الصندوق و خبراتهم في الاستثمار.

-المرونة و الموائمة بين مصالح المستثمرين وذلك بإتاحة الفرصة للمستثمر بتحويل استثماراته من صندوق لآخر، و خصوصا في حالة أن الجهة المنشئة للصندوق تملك عدة صناديق و هذا ينطبق ومبدأ التنويع.

ثانيا: بالنسبة للجهاز المصرفي:

يمكن استخدام صناديق الاستثمار كأوعية استثمارية يمكن للمصارف من خلالها أن توظف فائض السيولة المتاح لديها، و بهذا فهي تتيح توجيه الموارد النقدية للاستثمار المباشر في المشروعات الإنتاجية مع تحقيق أقصى عائد ممكن بأقل درجة من درجات المخاطرة، كما أنها تعتبر بالنسبة للجهاز المصرفي موارد مالية خارج الميزانية.

ثالثا: بالنسبة لتنشيط سوق الأوراق المالية:

تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة سوق الأوراق المالية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تتناسب و ظروف المستثمرين المحتملين، كما يمكن أن تقوم هذه الصناديق بشراء تشكيلة من الأوراق المالية المتداولة في السوق مما يسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق، كما يمكن أن يتم عرض أسهم تلك الصناديق للتداول العام مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة في السوق كما سبق و أن ذكرنا توفر مثل هذه الصناديق الخبرة اللازمة للمستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم و لا تتوفر لديهم الخبرة اللازمة.

المطلب الثالث: الصعوبات التي قد تواجه صناديق الاستثمار:

هناك العديد من الصعوبات التي قد تواجه صناديق الاستثمار بغض النظر عن تصنيفها و هي كما يلي⁽¹⁾:

- الإفراط في تنوع محفظة الصندوق لتقليل المخاطر الأمر الذي يؤدي إلى تعدد المشاكل الإدارية مما يؤثر على معدلات العوائد.
- زيادة حجم أموال الصندوق و زيادة معدلات السحب والإيداع و على الأخص في حالة عدم استقرار الحال الاقتصادية.
- زيادة التكاليف لزيادة الدراسات اللازمة لاختيار الأوراق المالية الأكثر مناسبة للمحفظة و نسبة مساهمة كل ورقة الأمر الذي يؤدي إلى خفض معدل العائد.
- عدم توافر البيانات الكافية و الشاملة و الحديثة اللازمة لدعم الصندوق لاتخاذ القرارات المناسبة في الوقت المناسب.

بالإضافة إلى ذلك توجد مشاكل أخرى نذكر منها⁽¹⁾:

- 1- عدم التنبؤ بالعوامل الاقتصادية المؤثرة على أداء الصناديق: يتأثر أداء صناديق الاستثمار بأداء أسواق الأوراق المالية و المشاريع الاقتصادية العاملة فيه و التي بدورها تتأثر بالسياسات الاقتصادية للدولة و إن عدم استخدام التوقعات الاقتصادية لمعرفة مدى تأثير هذه التنبؤات و

(1)رياض محمد الشحات نظير، "البورصات"، المكتبة العصرية، المنصورة، مصر، ط1، 2000، ص ص 137، 138.

(1)عبد الغفار حنفي، "البورصات، أسهم، سندات، صناديق استثمار، مرجع سابق، ص ص 72، 73.

التوقعات على المشاريع الاقتصادية وعلى أسواق الأوراق المالية و صناديق الاستثمار قد يؤدي إلى اتخاذ قرار استثماري غير سديد ينعكس سلبا على أداء صناديق الاستثمار، وبالتالي الحرمان من المكسب المتوقع أو تحقيق خسائر لصندوق والمستثمرين لذلك فغنه من المهم أن تكون القرارات الاستثمارية مبنية على التنبؤات بالعوامل الاقتصادية المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار، والتي يمكن أن تكشف على أوضاع القطاعات الاقتصادية المختلفة و يكن الاعتماد على المؤشرات و التنبؤات الاقتصادية المتوقعة بتغيير مكونات محافظ الأوراق المالية ذلك بالتخلص من الأوراق المالية التي ستواجه ركودا في المستقبل و التحول إلى الأوراق المالية التي يتوقع لها رواج في المستقبل.

2- عدم الأخذ بنتائج الدراسات و التحاليل: إذا كان القرار الاستثماري لإدارة صناديق الاستثمار يعتمد على التنبؤات الاقتصادية و المبنية على التحاليل و الدراسات التي يقوم بها المحللون والمتخصصون فإن ذلك يعني تحميل الصناديق تكاليف هذه الدراسات والتي من المفترض أن تساعد في اتخاذ القرار الاستثماري الذي يساعد على تحسين الأداء و بالتالي زيادة الأرباح حيث أن قيام بعض إدارات صناديق الاستثمار ببيع أو شراء الأوراق المالية و تغيير مكونات محافظها دون أن يكون هذا البيع أو الشراء مبنيا على توصية من المحللين أو المستشارين أو تتوافق مع التوقعات التي أوصت بها الدراسات وإنما أجريت وراء المضاربات و تحقيق أرباح رأسمالية سريعة قد يؤدي إلى آثار سلبية على أداء الصناديق و نتائجها و لا يتفق مع استراتيجيات أداء صناديق الاستثمار و المزايا التي يتمتع بها.

3- ضعف الوعي الاستثماري و عمليات الاسترداد لوحداث صناديق الاستثمار: إن نظام صناديق الاستثمار المفتوحة يسمح للمشاركين فيه باسترداد قيمة وحداته الاستثمارية حسب رغبته و حسب ما هو متعارف عليه في كل صندوق استثمار و إن ضعف وعي المستثمرين المشاركين في مثل هذا النوع من الصناديق الاستثمارية أحيانا يؤدي إلى خلق مشاكل قد تؤدي بالصناديق و محتوياتها ، فنجد أن الكثير من المستثمرين ينجروا أحيانا وراء نزول أو صعود أسعار الأوراق المالية في السوق أو أسعار وحدات صناديق الاستثمار و بالتالي يقوموا بدور ضاغط على إدارة الصناديق بعمليات استرداد قيمة وحداتهم الاستثمارية نتيجة لبعض الإشاعات أو المعلومات حول بعض الأوراق المالية التي تحتويها محافظ صناديقهم أو نزول الأوراق المالية.

4-إسناد العديد من الصناديق لمدير استثماري واحد: في بعض البلاد العربية و نظرا للتزايد إنشاء صناديق الاستثمار فيها فإنه يلاحظ أنه هناك سيطرة لعدد قليل من شركات الإدارة على معظم صناديق الاستثمار وبالنظر إلى الشركات العاملة في مجال الإدارة لصناديق الاستثمار.

5-عدم توفر الخبرات الملائمة في بعض القطاعات وعدم وجود الاستراتيجيات الواضحة والفهم الواضح للتسويق الملائم لتلك الصناديق.

المطلب الرابع: صناعة صناديق الاستثمار عالميا.

هناك زيادة ملحوظة في السنوات الأخيرة في صافي أصول الاستثمارات التابعة للأفراد والمؤسسات و ذلك في أسواق الأوراق المالية المتقدمة والناشئة على حد سواء ، حيث لعب المستثمرين الأفراد دورا هاما جدا في تحويل مدخراتهم إلى مدراء الاستثمار المتخصصين فكانت نتيجة ذلك ازدهار صناعة صناديق الاستثمار بفعل تعدد فرص و بدائل الاستثمار عالميا، و تحرر أسواق رأس المال من القيود التجارية و الاقتصادية و أيضا لكون الطبقة المتوسطة واسعة الانتشار في اقتصاديات الدول المتقدمة و الناشئة زيادة على ذلك سوف يكون لها دورا بارزا في زيادة توظيف الأموال في وثائق الاستثمار الصادرة عن الصناديق الاستثمارية مستقبلا وأيضا بسبب خصخصة مؤسسات التقاعد وازدهار صناعة التأمين حيث سيكون لذلك الأثر الايجابي على نمو صناديق الاستثمار.

فمثلا في أسواق الأوراق المالية الناشئة كان للنمو المتزايد في صناديق الاستثمار المحلية دورا بارزا جدا في تطوير الأسواق المحلية و أيضا أسواق المشتقات المالية حيث تمكنت هذه الصناديق من جذب المستثمرين الأجانب الأمر الذي أدى إلى زيادة السيولة و بالتالي التقليل من اعتمادية القطاع العام و القطاع الخاص على الاقتراض الخارجي.

فصافي أصول صناديق الاستثمار عالميا نمت بأكثر من ستة أضعاف منذ عام 1990 حيث قدر في نهاية عام 2003 بما يقارب 14 ترليون دولار أمريكي، و قد ازدهرت صناعة صناديق الاستثمار بشكل خاص في الأسواق الناشئة فقد نمت بأكثر من 19 ضعف منذ عام 1990⁽¹⁾.

لكن نتيجة للآزمات المتكررة خاصة الأزمة العالمية الأخيرة التي عرفتها و.م.أ أصابت حالة من شح التمويل الاقتصاد و كذلك تعرضت صناعة الصناديق لضربات متلاحقة في أكثر من 4 سنوات الماضية.

مضت على مرور الأزمة العالمية و تداعياتها على الأسواق المتقدمة و الناشئة حيث تكبدت هذه الأسواق تراجعاً كبيراً ناجماً عن سحب الأموال، لكن بالرغم من ذلك فقد تمكنت صناعة صناديق الاستثمار من الانتعاش مرة أخرى حيث ظهر جلياً في التقرير الصادر من لندن عن مؤسسة "سي تي يو كيه" و هي مجموعة ترصد صناعة الخدمات المالية و مقرها لندن في 2012/11/14 أن صناعة الصناديق قد تعافت من الأزمة المالية العالمية و أن الأصول التقليدية التي تديرها تزيد حالياً عن مستوياتها قبل الأزمة بنسبة 13% وقال التقرير أن إجمالي أصول صناعة إدارة الصناديق العالمية بما في ذلك صناديق التحوط والثروات الخاصة بلغ 120 ترليون دولار و أن الأصول التقليدية ارتفعت 5% في 2012 أي إلى 84.1 ترليون دولار.

وقالت المؤسسة أن صناعة الصناديق تعافت سريعاً من الانخفاض الحاد للأصول التي تديرها في مستهل أزمة الديون وجاء معظم التعافي بفضل الأداء في الأسواق و ليس من خلال تدفقات جديدة.

وقد كانت الولايات م أكبر مصدر للتمويل بنحو نصف الأصول التقليدية أي نحو 36 ترليون دولار لكل من

بريطانيا واليابان نسبة ثمانية بالمئة تقريباً⁽¹⁾.

(1) خالد محمد نصار، "آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة"، مرجع سابق، ص من 164 إلى 166.

إضافة إلى ذلك يجب أن تستفيد أسواق الأوراق المالية الناشئة من أسواق الأوراق المالية المتقدمة في صناعة صناديق الاستثمار حيث نمت و تزايدت أعداد و أنشطة صناديق الاستثمار في دول أمريكا و أوروبا و ذلك بسبب تلاقي أهداف و رغبات البنوك و المستثمرين و أسواق الأوراق المالية، و لقد عملت صناعة صناديق الاستثمار خلال العشرين عاما الأخيرة على تحقيق التنوع والنمو المتزايد مما أدى إلى نمو وتزايد الاهتمام بها وذلك لعدة أسباب هي(2):

- 1- اهتمام البنوك في الخارج و خاصة الولايات المتحدة الأمريكية و الأوروبية بصناديق الاستثمار نظرا للإيرادات المحققة من عوائد الخدمات المرتبطة بها.
- 2-زيادة الطلب من القطاع العائلي على وثائق صناديق الاستثمار و إحلالها محل الودائع المصرفية و ذلك نتيجة لانخفاض أسعار الفائدة على الودائع المصرفية.
- 3-هناك جهات مستفيدة من نمو صناديق الاستثمار كشرركات الغدارة و بالتالي فهي حريصة على النمو المتواصل لصناديق الاستثمار مقابل ما تحصل عليه من أجور الخدمات الاستثمارية.
- 4-اهتمام البنوك ذاتها بتوسيع حصتها في صناديق الاستثمار حتى تتمكن من تحقيق أكبر استفادة ممكنة من شريحة عملائها الذين يستثمرون في الصناديق الاستثمارية.
- 5-نمو الصناديق الاستثمارية يمكن البنوك من تقديم الخدمات المرتبطة بها مثل تقديم تحويل لشراء وثائق من الصندوق لعملائها.

(1)www. Addu s tour.com.

(2) خالد محمد نصار، "آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة"، مرجع سابق، ص 168.

الخلاصة:

نستخلص مما سبق أن صناديق الاستثمار كي تقوم بمهمتها الهادفة في الأساس إلى تنشيط حركة الاستثمار المالي في أسواق الأوراق المالية و التي تعتبر حجر الأساس للتنمية الاقتصادية في أي دولة من الدول التي تتبع النظم الاقتصادية الحديثة و العصرية والتي تعتمد على شركات المساهمة ذات رؤوس الأموال الضخمة لابد من أن تكون لها سياسة استثمارية واضحة لجمهور المستثمرين الصغار و الأطراف الخارجية تحت قيادة مدراء استثمار يمتلكون الخبرة والكفاءة الكافية التي تؤهلهم للإشراف على عمل كاف صناديق الاستثمار، فهذه الصناديق تحظى بالاهتمام و المتابعة من قبل المهتمين بالاستثمار في الأوراق المالية للمزايا العديدة التي تحققها هذه الصناديق فيما يتعلق بتنوع أنشطتها و كذلك العائد الذي تقدمه للمستثمرين فيها كل ذلك أدى إلى تطوير صناعة صناديق الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المتقدمة و الناشئة وزاد الاهتمام بها من أجل الاستفادة من الفوائد و المنافع التي تقدمها هذه الصناديق.

عرفت الكويت نظام الاستثمار غير المباشر والتعامل في سوق الأوراق المالية منذ الخمسينات من القرن الماضي، حيث قامت الأسواق المالية بدور هام في تنمية وتطوير الاقتصاد الوطني من خلال الجمع بين قطاعات الفائض وقطاعات العجز. وإذا كان سوق رأس المال يتضمن العديد من الأوراق المالية المتداولة إلا أنه يلاحظ عليها أنها تلائم أساسا كبار المستثمرين الذين تتوفر لديهم الخبرة والمعرفة بأسواق رأس المال. أما صغار المستثمرين أو عديمي الخبرة لا يستطيعون الاقدام على الاستثمار في مثل هذه الأوراق ومن هنا جاءت فكرة صناديق الاستثمار لكي تغطي هذا النقص في سوق الأوراق المالية الكويتي، لذا استجاب المشرع الكويتي لهذه الفكرة فأنشأ صناديق الاستثمار بمقتضى المرسوم بقانون رقم 31 لسنة 1990 في شأن تنظيم تداول الأوراق المالية وانشاء صناديق الاستثمار، ومنذ ذلك التاريخ أصبحت صناديق الاستثمار من أكثر الأشكال انتشارا في التعامل داخل سوق الكويت للأوراق المالية.

المبحث الأول: سوق الكويت للأوراق المالية.

بالرغم من حداثة السوق المالي الكويتي إلا انه يعد من الأسواق النشطة و الأكثر قدرة على النمو و التطور السريع، كما انه يعكس إلى حد كبير الطبيعة الخاصة للاقتصاد الكويتي و هو

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

انه اقتصاد ريعي يعتمد على النفط كمصدر أساسي من مصادر الدخل القومي كما انه يتميز بانتشار ظاهرة المضاربات و خاصة في المجال العقاري،

المطلب الأول: نشأة و تطور سوق الكويت للأوراق المالية.

بدأت معالم السوق المالي في الكويت منذ تأسيس أول شركة مساهمة كويتية عام 1952 و " هي **بنك الكويت الوطني**"، و ذلك عندما بدأت موارد البلاد تشهد ارتفاعا متسارعا نتيجة لازدياد إنتاج النفط و تصديره، و هذه الموارد المالية الكبيرة نسبيا التي أصبحت تتمتع بها الكويت وضعت أساسا تحت تصرف الدولة و لم تكن للقطاع الخاص حصة مباشرة فيها إلا من خلال ما تمنحه و تسمح به الدولة وكان لهذا التطور في الاقتصاد الكويتي دلالة بالغة على الاتجاهات التي سار عليها تطورها الاقتصادي لاحقا، فقد ترتب عليه ظهور الدولة كمحرك رئيسي للحياة الاقتصادية الطرف الأكثر تأثيرا في تحديد أشكال و مسارات التطور الاقتصادي لجميع القطاعات.

وقد كانت المدخرات في الكويت في بداية الأمر تجد طريقها إلى الاستثمار في العقارات وأدى هذا إلى ارتفاع أسعارها و بالتالي أصبحت فئات صغار المستثمرين لا تجد الفرص المناسبة للاستثمار نظرا لضخامة المبالغ التي يجب توافرها للاستثمار في سوق العقار، وقد أدى زيادة حجم الادخار لدى هذه الفئة إلى البحث عن طريقة لتجميع هذه المدخرات و توجيهها نحو الاستخدامات و الاستثمارات المنتجة الأمر الذي مهد إلى ظهور الحاجة لخلق سوق للأوراق المالية بالكويت بوصفها الرافد الأساسي لتوجيه و تخصيص الموارد المالية.

هذا و قد اكتسبت مرحلة بداية التعامل في الأسهم 1952-1960 أهمية كبيرة و ذلك ليس فقط لأنها مثلت المرحلة الأولى لتأسيس شركات المساهمة الكويتية و ظهور أسهمها كأول نوع من الأوراق المالية القابلة للتداول، و إنما استمدت أهميتها في انه تم خلالها تشكيل الملامح و المعالم الرئيسية للاقتصاد الكويتي الحديث⁽¹⁾. و شهدت تلك الفترة أيضا بداية التدفق لرؤوس

⁽¹⁾www.kuwaitboorsa.com.25/4/2013

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

الأموال الكويتية نحو الخارج سواء عن طريق الاستثمار المباشر أو استثمارات البنوك المحلية أو مقابل الاستيراد المتزايد للسلع والخدمات.

ومع بداية التوسع الاقتصادي منذ بداية الستينات و بداية التفكير في وضع خطط اقتصادية واجتماعية أدى ذلك إلى النمو المتسارع في قطاع الشركات المساهمة و بدأت تظهر كذلك النشاطات الاقتصادية و المالية المتعلقة بسوق الأسهم كإحدى المجالات البارزة للنشاط الاقتصادي في الدولة.

وكان لصدور القانون التجاري رقم (15) لسنة 1960 دورا أساسيا في وضع أسس و قواعد تشكيل و عمل مختلف أنواع الشركات التجارية فضلا عن تنظيم إصدار الأوراق المالية و الاكتتاب فيها، وقد تم خلال الفترة ما بين عامي 1960 و 1962 تأسيس ثلاث عشرة شركة مساهمة تبلغ مجموع رؤوس أموالها 35,8 مليون دينار كويتي، و بالنسبة لحركة التداول خلال نفس الفترة فقد تميزت كلها بالركود و تدني مستوى الأسعار و قلة الإقبال على التداول فأخذت الحكومة تفكر جديا في تنظيم الشركات و تداول الأسهم، وفي اكتوبر 1962 صدر القانون رقم (37) لسنة 1962 و الذي كان يهدف الى تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المؤسسة في الخارج و لم يكن خاصا بالأوراق المالية المحلية⁽¹⁾.

أما القانون رقم (32) لسنة 1970 و الخاص بتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة فيعتبر أول قانون تطرق المشرع من خلاله لتنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية، و خلال فترة السبعينات شهد سوق الأسهم الكويتية تطورات و تغييرات هامة في قدرتها على استيعاب الأموال و تحريكها، وقد تمثل ذلك في صدور عدد من القوانين و القرارات الرسمية التي جعلت السوق أكثر تنظيما بالمقارنة مع الستينات و قد تم إرساء قواعد تنظيمية تتعلق بعمليات تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية و التي مهدت لظهور البورصة و هي الإطار التنظيمي المتطور للسوق الثانوية.

(2) د. رمضان الشراح، "دور الاسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي"، مجلة المال والصناعة العدد الثامن عشر، 2000، بنك الكويت الصناعي، ص 35.

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

وقد جعلت هذه التطورات في مجملها سوق الأسهم الكويتية يحتل مكانة بارزة في مجمل الحياة الاقتصادية في الكويت كما ساهمت في إحداث تطور هام في النشاط و الوعي الاقتصادي للأفراد، فخلال الفترة من 1971-1973 توسعت قاعدة الإصدار و ازداد الإقبال على امتلاك الأسهم من قبل فئات متعددة من المستثمرين و المضاربين كما ارتفع عدد الأسهم المصدرة من 11,05 مليون سهم إلى 21,33 مليون سهم و ارتفع عدد الأسهم القابلة للتداول من 02,2 مليون سهم إلى 12,17 مليون سهم، و بنهاية عام 1973 ارتفع العدد الإجمالي للشركات المساهمة إلى 31 شركة و ذلك بعد تأسيس شركة واحدة في عام 1971، ثلاث شركات في عام 1972 و سبع شركات في 1973 الذي شهد قفزة كبرى في حركة تأسيس الشركات المساهمة ذات رؤوس الأموال الكبيرة.

وقد نجم عن التوسع في الشركات المساهمة تغيير أساسي في هيكل السوق من حيث التوزيع القطاعي و الأهمية النسبية لكل قطاع حيث ظهر قطاع الشركات العقارية الذي احتل مكان الريادة، في حين انخفضت حصة قطاع الشركات الصناعية بشكل ملموس مقابل احتفاظ البنوك بأهميتها النسبية و تعزيز مكانة شركات الاستثمار وقد كان لظهور الشركات العقارية و مباشرتها لنشاطها بطرح أسهمها للتداول أثرا كبيرا على نشاط قطاع الأراضي و العقارات في الكويت، و نظرا لشيوع ظاهرة المضاربة و زيادة تدخل الدولة أنداك ارتفعت القيمة السوقية لأسهم الشركات المساهمة ثم تلا ذلك حالة من الركود خلال عامي 1975/1976 .

وفي عام 1976 صدر أول قرار وزاري رقم (61) خاص بتنظيم تداول الأوراق المالية في دولة الكويت و قد تشكلت بموجبه أول لجنة للأوراق المالية لتتولى كافة الأعمال التي تؤدي إلى انتظام التعامل و حماية مصالح المتعاملين و قد تحددت مهمات اللجنة بالاتي:

1- وضع القواعد التنظيمية الخاصة بتداول الأوراق المالية.

2- تسجيل الشركات التي يمكن التعامل في أوراقها.

3- وضع الحدود الدنيا للبيانات الواجب الحصول عليها دوريا من الشركات التي يجري التعامل في أوراقها.

4- تنظيم مهنة الوساطة بالأوراق المالية.

5- تقديم الدراسات الخاصة بإنشاء سوق مالي دائم للأوراق المالية و اقتراح القوانين اللازمة.

و تجدر الإشارة إلى أن التداول في هذه الفترة يتم عن طريق المفاوضات المباشرة على السعر بين كل من البائع و المشتري. و مع حلول نهاية 1976 ارتفع عدد الشركات المساهمة بالسوق إلى 38 شركة، و قد عزز من الاتجاه نحو الأصول المالية و بالذات نحو أسهم الشركات المحلية عاملان :

أولهما: انخفاض العائد على الاستثمار المباشر في القطاعات الإنتاجية بسبب ارتفاع التكاليف بصفة عامة، وثانيهما: تميز تلك الأصول عن غيرها سواء من حيث القدرة على التسييل أو احتمالات ارتفاع أسعارها الأمر الذي جعلها فرصا مناسبة لتوظيف واستثمار الأموال.

وفي أبريل 1977 تم افتتاح أول مقر للبورصة الكويتية بمدينة الكويت حيث تولى العاملون فيه بتجميع ما يتم تداوله يوميا من الأسهم ثم إصداره نشرة يومية بعدد الأسهم المتداولة وأسعارها وعدد الصفقات ثم توزيعها على وسائل الإعلام ومكاتب الوسطاء. وتميزت الفترة من 1978-1980 بتوطيد مكانة سوق الأسهم الكويتية في البناء الاقتصادي الكويتي، حيث تدفقت أموال هائلة إلى السوق أدت إلى ازدياد حجم السوق واتساعه بشكل لم تعد القرارات والتنظيمات الصادرة تتناسب مع زيادة نشاط السوق. واستمر ازدهار السوق خلال عام 1981 و حتى منتصف عام 1982 حيث حدثت أزمة سوق المناخ.

أما الفترة من عام 1983 حتى عام 1987 فتعرف بمرحلة الانطلاق، ففي 14/8/1983 صدر المرسوم الأميري الخاص بإعادة تنظيم السوق كهيئة مستقلة بواسطة لجنة للأوراق المالية، حيث تم استكمال الأجهزة الفنية و الإدارية المتخصصة لتتمكن من النهوض بأعباء و متطلبات العمل في السوق و قد قامت إدارة السوق بإعادة تنظيمه و رفع كفاءته، كما حرصت الإدارة على ضمان سلامة المعلومات و دقتها التي يتم على ضوءها تداول الأسهم المقيدة مما يحد من أية عمليات تداول وهمية لا تمثل انتقالا حقيقيا للأموال . و جدير بالذكر انه تم خلال هذه الفترة تطوير السوق الموازي ليتم من خلاله تداول أسهم الشركات غير الخليجية و التي لم تستوف

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

شروط القبول في السوق الرسمية و قد ازداد نشاط التداول على أسهم هذه الشركات كما هو الحال في السوق الرسمي.

ونتيجة للغزو العراقي للكويت في 1990 توقف التعامل في السوق لمدة 28 شهرا مما أدى إلى انخفاض عدد الشركات المدرجة من 54 إلى 28 شركة، إضافة إلى ذلك فقد تم في سنة 1990 تعديل المرسوم رقم (31) بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار و بدأ الهيئة العامة في تجربتها إلا أنه في عام 1993 ارتفعت معدلات التداول في بورصة الكويت نتيجة بدأ الشركات في تحقيق الأرباح و قد ساهم ذلك في قيام الحكومة بطرح مشاريعها الخاصة بإعادة الأعمار و إقرار القانون الخاص بالمديونيات الصعبة و ما نتج عنه من خصم ممنوح مقابل عملية السداد الفوري، وفي عام 1944 عاد أداء السوق المالي الكويتي إلى التراجع بسبب تخوف المستثمرين من انخفاض أسعار الأسهم و العقارات عند بدء المدينين بتسييل أصولهم و ذلك لسداد مديونياتهم خلال فترة السنتين حسب ما نص عليه القانون⁽¹⁾.

وفي نوفمبر 1995 بدأ السوق الكويتي بتطبيق أول نظام للتداول الإلكتروني الأمر الذي ساعد على تلاشي الكثير من نقاط الضعف التي كانت في النظام السابق و بالتالي المساهمة في جذب العديد من المستثمرين إلى السوق، ثم وقعت سوق الكويت للأوراق المالية في 25 ديسمبر 1996 اتفاقية إدراج متبادل مع كل من سوق البحرين و سلطنة عمان و تعتبر هذه الاتفاقية أولى الخطوات نحو إنشاء سوق أسهم موحدة في الخليج. وفي عام 1997 استطاع سوق الأوراق المالية أن يحقق أرقاما قياسية لم يحققها في تاريخه كما استطاع إن يحقق نموا كبيرا في جميع مؤشراتته الرئيسية، أما في عام 1998 فقد انخفض أداء سوق الكويت للأوراق المالية فاقدا بذلك انجازاته التي تحققت خلال عامي 1996، 1997 نتيجة لعوامل كثيرة منها:

1- عمليات التسييل التي صاحبت قرارات البنك المركزي بإيقاف منح قروض الهامش.

2- الأزمة السياسية التي نشبت بين الحكومة و مجلس الأمة التي نتج عنها استقالة الحكومة.

(1) د. صفوت عبد السلام عوض الله، "الشفافية و الإفصاح و الاثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية"، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، 2007.

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

3- الانخفاض الملحوظ في أسعار النفط و الذي بدوره أدى إلى تراجع إيرادات الدولة و العجز في الموازنة العامة.

وفي أكتوبر 1998 أطلقت إدارة سوق الكويت للأوراق المالية بأولى الأدوات الاستثمارية وهي أداة البيع الآجل بالتعاون مع الهيئة العامة للاستثمار و بدأت الخدمة أُنذاك بصانع سوق واحد أو شركة واحدة تقدم الخدمة.

أما عام 1999 فقد اتسم بالتراجع الحاد في مؤشرات سوق الكويت للأوراق المالية و يرجع السبب في ذلك إلى تولد أزمة ثقة لدى المتعاملين نتيجة عدم وضوح الرؤية بالنسبة للاقتصاد المحلي بشكل عام و سوق الكويت للأوراق المالية بشكل خاص، زيادة على ذلك فقد صدر مرسوم القانون رقم (10) في 1999 بشأن تنظيم الاستثمار المباشر لرأس المال الأجنبي في دولة الكويت، وقد تم تكوين لجنة للاستثمار تختص بإعداد دراسات طلبات اللائحة الداخلية لقانون الاستثمار غير المباشر في الأسهم بناء على القرار الوزاري رقم 205 لسنة 2000 وهي تتضمن الضوابط الخاصة بعملية الاستثمار في الأسهم من قبل غير الكويتيين، ومنه فإن فتح السوق الكويتية أمام المستثمرين الأجانب يعد خطوة ايجابية تتماشى و مقتضيات التحرير المالي، إضافة إلى ذلك فقد اتسم أداء السوق في سنة 2000 بالحذر الممزوج بالتخوف من قبل المتعاملين الذين كانوا يرون أن أسعار الأسهم قد وصلت إلى مستويات مغرية للشراء و لا تعكس الوضع الحقيقي للكثير من الشركات الأمر الذي أسهم في توجه العديد من المستثمرين إلى التركيز على الشركات ذات الأداء الجيد و المتنامي .

وفي 28 جانفي 2003 سمحت إدارة سوق الكويت للأوراق المالية للمرأة بالتعامل في السوق و قد خصصت لهن قاعات تداول مستقلة مجهزة بأجهزة الكمبيوتر و شاشات عرض الكترونية لمتابعة الأسعار و العرض و الطلب و الأخبار اليومية و خصصت الإدارة لهن وسيطات لتمثيلهن في التعاملات مساواة مع الرجال، زيادة على ذلك فقد تم إدخال سوق البيوع المستقبلية في سبتمبر 2003 و بدأ التداول الإلكتروني في نوفمبر 2003 .

أما في مارس 2005 فقد تم تطبيق سوق الخيارات، كما شهدت القيمة الرأسمالية لسوق الكويت للأوراق المالية نموا ملحوظا لتصل إلى نحو 141 مليار دولار في نهاية عام 2005 بعد أن

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

كانت هذه القيمة لا تتعدى 15 مليار دولار في عام 1995 لتحل المرتبة الثانية مع السعودية على مستوى المنطقة من حيث القيمة السوقية، كما أنه ارتفعت قيمة تداولات المرأة في نهاية نفس السنة لتصل إلى 630 مليار دينار أي أربعة أضعاف البدايات في عام 2003 و وصل عدد الوسيطات إلى 17 وسيطة.

وفي أوت 2006 ونتيجة للتطورات التي يعرفها سوق الأوراق المالية ودعمًا لمركز السوق التنظيمي وافقت لجنة الكويت للشؤون المالية و الاقتصادية في مجلس الأمة على مشروع قانون تنظيم السوق المالي و الذي يقضي بإنشاء هيئة لسوق المال تتولى مهام الإشراف و الرقابة على جميع أنشطة سوق رأس المال ابتداءً من تراخيص تأسيس الشركات وحتى إجراءات تصفيتها و سيلغي القانون الجديد عند إقراره بشكل نهائي التشريعات الحالية التي تحكم عمل الشركات التي يتم تداولها في البورصة، ووصل عدد الشركات المدرجة في البورصة إلى 100 شركة في نهاية 2006 بعد أن كان عدد الشركات 86 شركة في سنة 2000 .

وقد حقق سوق الكويت للأوراق المالية خلال سنة 2007 أرباحاً لكنها ضئيلة مقارنة مع الأربيع سنوات السابقة كما أنه كان لازمة المالية العالمية في سنة 2008 أثراً كبيراً على سوق الأوراق المالية حيث تراجع قيمة الأسهم المدرجة في السوق في الفترة الممتدة بين الربع الأول من عام 2008 و نهاية شهر جوان بنسبة 50 زيادة على ذلك تم إيقاف التداول في يوم 13 نوفمبر 2008 حيث أمرت المحكمة بوقف التداول في السوق لحين النظر في الدعوة المقدمة في 17 نوفمبر ضد المدير العام لسوق الكويت للأوراق المالية، هذا و قد شهد سوق الكويت للأوراق المالية أداءً سلبياً في سنة 2009 كما أنه تم التوقيع على عقد شراكة بين سوق الكويت للأوراق المالية و مجموعة "ناس داك أو أم اكس" و الذي بموجبه يتم تنفيذ نظام التداول الآلي الجديد x-Stream و نظام الرقابة الآلي SMARTS و سوف تتم الاستفادة من نقل المعرفة و الخبرة من مجموعة واسعة من خبراء "ناس داك أو أم اكس" في جميع جوانب الأسواق المالية الحديثة، و قد تم تنفيذ نظام الرقابة الآلي في ماي 2010.

وفي إطار ترتيبات هذه الشراكة تم انجاز عدد من الدراسات و المبادرات التي تركز على دعم سوق الكويت للأوراق المالية سعياً لتحقيق أقصى امتثال ممكن للمعايير الدولية و أفضل الممارسات في مجال أنشطة الأوراق المالية و قد أسفرت هذه المبادرة عن :

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

* إلغاء وحدات كمية التداول و سوق الكسور.

* تحديد سعر الإقفال عن طريق مزاد الأقفال و ليس عن طريق آخر سعر تداول.

* جعل الأولوية في المزادات للسعر ثم الوقت خلافا للسابق حيث كانت الأولوية للوقت ثم السعر.

* إعادة تصنيف الشركات المدرجة في القطاعات وفقا لمعايير شركة التصنيف العالمية.

* اعتماد مؤشر كويت 15 و الذي روعي في تصميمه قابليته للتداول لإتاحة فرصة تقديم مجموعة واسعة من المنتجات و الخدمات الجديدة.

* تقديم أنواع جديدة من الأوامر "ساري حتى الإلغاء " و "ساري حتى التاريخ".

وفي ماي 2012 بدأ تنفيذ المرحلة الأولى من نظام التداول الآلي الجديد و قد تطلبت هذه المرحلة تغييرات جوهرية في العمليات التي كانت تقوم بها شركات الوساطة حيث كان الوسطاء سابقا يعتمدون على نظام الوسيط يوفره السوق لأنه لم تكن هناك الحاجة لتقنية المعلومات أما الآن فان شركات الوساطة تتزود بنظامها الخاص و الذي يتطلب تطوير تقنية المعلومات الخاصة بها وفقا لذلك، و يستعد سوق الكويت و سائر المشاركين فيه للبدا في المرحلة الثانية من نظام التداول الجديد و التي سوف تسمح لسوق الكويت للأوراق المالية بتقديم مجموعة واسعة من منتجات و خدمات جديدة و التي من الممكن أن تشمل:

* صناديق الاستثمار المتداولة "ETFs".

* عقود الأجل و الخيارات و ذلك في إطار عالمي .

* صناع السوق للمنتجات المناسبة.

* أدوات الدخل الثابت بما في ذلك الصكوك.

* مؤشرات جديدة.

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

و كان من المفترض أن يبدأ سوق الكويت هذه المرحلة مع بداية عام 2013 إلا أنه لم ينطلق في تنفيذها بعد.

إن سوق الكويت للأوراق المالية مدرك لمسؤوليته اتجاه دولة الكويت و المستثمرين و الشركات المدرجة فيه لذلك قد شهد تطورات عديدة منذ نشأته إلى يومنا هذا لمواكبة المعايير العالمية و أفضل الممارسات في مجال أسواق رأس المال من أجل تحقيق سوق فعال و منظم⁽¹⁾.

المطلب الثاني: مميزات وأهداف سوق الكويت للأوراق المالية.

أولاً: مميزات سوق الكويت للأوراق المالية⁽²⁾:

من رحم الأزمات العصبية والمنتالية خرجت سوق الكويت للأوراق المالية (البورصة) واستمدت قوتها ونضجها، حتى باتت اليوم تصنف كواحدة من أفضل الأسواق الناشئة في العالم وأكثرها جذباً للمستثمرين، كما تأتي في صدارة الأسواق الخليجية والإقليمية لجهة التنظيم والخبرات المتراكمة على المستويين الفني والتشريعي. بيد أن سوق الكويت للأوراق المالية، وبعد أكثر من ربع قرن على تأسيسها كسوق رسمية منظمة اكتسبت خلاله المزيد من العمق والتنظيم وبعد أن استقطبت اهتمام المستثمرين والشركات المحلية والأجنبية يدعمها اقتصاد وطني حر ومنفتح، تمتلك حالياً الكثير من الاستحقاقات التي تؤهلها للعب دور أبعد من النطاق المحلي والانتقال للإقليمية.

لم يأت هذا من فراغ وإنما نتيجة للتطورات المتلاحقة والمتسارعة التي شهدتها بورصة الكويت على الصعيدين الفني والتشريعي إضافة إلى مقومات الجذب التي تتمتع بها. فعلى الصعيد الفني شهدت القيمة الرأسمالية للبورصة نمواً هائلاً لتصل إلى نحو 141 مليار دولار في نهاية عام 2005 بعد أن كانت هذه القيمة لا تتعدى 15 مليار دولار في عام 1995، لتحل المرتبة الثانية بعد البورصة السعودية على مستوى المنطقة من حيث القيمة السوقية، ووصل عدد الشركات المدرجة في البورصة إلى 160 شركة في نهاية عام 2006 بعد أن كان عدد الشركات المدرجة 77 شركة ثم 86 شركة خلال عامي 1996 و 2000 على التوالي، وتتنوع قائمة الشركات

⁽¹⁾ www.kuwaites.com.

⁽²⁾ محسن عبد الهادي، "بورصة الكويت... سوق نضجت على نيران الأزمات"، مجلة العربي، العدد 579، 2007-2.

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

المدرجة بين شركات محلية وخليجية وعربية لتتيح للمستثمرين قاعدة عريضة من الفرص الاستثمارية.

وتستمد بورصة الكويت سمعتها وقوتها من سمعة ونوعية الشركات المدرجة فيها ونوعية أرباح هذه الشركات وعوائد الاستثمار فيها مقارنة بالشركات المدرجة في أسواق أخرى في المنطقة، فقد تخطت استثمارات عدد كبير من الشركات المدرجة حدود السوق المحلية إلى الأسواق الإقليمية بل والعالمية أيضا ولكل منها قصص نجاح مشهودة في الأسواق العالمية، حيث استطاعت أن تنافس بقوة في تلك الأسواق وتحقق نجاحات باهرة.

وشهدت كميات وقيم التداول في بورصة الكويت نموا كبيرا أيضا خلال السنوات الماضية تشهد به الأرقام، ففي

الوقت الذي لم يتعد متوسط قيمة الأسهم المتداولة في اليوم الواحد خلال عام 1995 نحو 5 ملايين دولار، وصل هذا المتوسط إلى نحو 20 مليون دولار في عام 1996، ثم إلى أكثر من 30 مليون دولار في اليوم في 1997، تراجع في عام 2000 مع تراجع التعاملات في السوق ليصل إلى نحو 5 ملايين دولار، ليقفز متوسط التعاملات اليومية إلى نحو 120 مليون دولار خلال 2005 الأمر الذي يعكس تزايد عدد الشركات وتوسع أنشطتها.

ومن بين عوامل جاذبية سوق الكويت للأوراق المالية رخص أسعار غالبية الأسهم المدرجة مقارنة بالأسواق المجاورة والدليل على ذلك أن معدل السعر الربحية أو ما يسمى بمعدل ال P.E الذي يقيس مدى جاذبية الأسهم ومستوياتها السعرية قياسا بأرباحها يبلغ في السوق الكويتية ما بين 10 إلى 12 مرة في حين يبلغ في السوق السعودية مثلا نحو 40 مرة، والمعروف أنه كلما انخفض هذا المعدل وأصبحت الأسهم أكثر اغراء على الاستثمار والعكس إذا ارتفع هذا المعدل يدعم مقومات سوق الكويت للأوراق المالية كذلك أن التعاملات فيها حاليا يغلب عليها الطابع المؤسسي من خلال تجربة صناديق الاستثمار التي تكاد تنفرد فيها سوق الكويت بين الأسواق الخليجية من حيث كثافتها وعددها ودورها في السوق.

التعاملات في سوق الكويت للأوراق المالية ليست مقتصرة فقط على السوق النقدي أو عمليات البيع والشراء الفورية شأن الغالبية العظمى من الأسواق الناشئة، وإنما أدخلت إدارة السوق

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

أدوات استثمارية أخرى بالتعاون والتنسيق مع كبريات الشركات الاستثمارية المدرجة التي تقدم هذه الأدوات بما يسهم في تنويع الخيارات أمام المستثمرين في البورصة ويوسع من الفرص المتاحة لهم وفي الوقت ذاته تنوع الشركات الاستثمارية التي تقدم هذه الأدوات أيضا بما يتيح للمستثمرين اختيار الشركة الأفضل للتعامل معها، ومن الأدوات الاستثمارية المقدمة حاليا في البورصة الكويتية «البيع الآجل» الذي طبق قبل نحو عشر سنوات وتتيح الأداة للعميل شراء الأسهم بالأجل أي تسديد جزء من قيمتها عند الشراء والجزء الآخر عندما يحل أجل الصفقة وفقد العقد المبرم بين العميل والشركة التي تقدم الأداة.. أما الأداة الأخرى المقدمة حاليا تسمى «الخيارات» أو «الأوبشن»، وبورصة الكويت هي السوق المالية الوحيدة في منطقة الشرق الأوسط التي تقدم هذه الأداة.. وخلال وقت قريب ستطرح إدارة السوق بالتعاون مع احدي الشركات الاستثمارية الكبرى أداتين جديدتين هما «البيع على المكشوف» و«إقراض واقتراض الأسهم» لتكون بورصة الكويت أيضا السبابة في تقديم هاتين الأداتين في الشرق الأوسط.

ثانيا: أهداف سوق المالية الكويت للأوراق المالية:

يتمتع سوق الكويت للأوراق المالية بالشخصية الاعتبارية المستقلة وله أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحق التقاضي

بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الهدف من تنظيمه على الوجه الأمثل وذلك في نطاق الأنظمة و القوانين ذات

العلاقة بأعمال السوق من أبرز أهدافه ما يلي(1):

1- يعمل سوق الأوراق المالية من خلال نشاطه على ترشيد التعامل في الأوراق المالية ويتخذ كافة الإجراءات اللازمة في نطاق صلاحيته لتنمية واستقرار التعامل في الأوراق المالية بما يكفل سلامة.

المعاملات ودقتها ويميزها لتفادي حدوث أي اضطرابات في المعاملات.

(1) د.فاطمة دشتي، "التنظيم القانوني لسوق الكويت للأوراق المالية"، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الحقوق، جامعة الكويت، ص 5، 6.

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

2- يقوم السوق بناء على ما يجريه من بحوث ودراسات ومتابعته لحركة التعامل في الأوراق المالية بتقديم

الرأي والنصح إلى الجهات الحكومية المختصة بشأن المراكز المالية للشركات الأعضاء في السوق وزيادة مقدرتها على تحقيق أغراضها.

3- يساهم السوق مع الجهات المختصة في تحقيق التنسيق والتكامل بين النشاطات المالية الحديثة المعمول بها في الأسواق الاقتصادية وحركة رؤوس الأموال بما يساعد على تحقيق التنمية الاقتصادية والاستقرار المالي والاقتصادي في الدولة.

4- تتابع أجهزة السوق تطوير النظم وأساليب التعامل في الأوراق المالية والاستعانة بالأساليب المالية

المالية على المستوى الإقليمي والدولي. المتقدمة وذلك من أجل تحقيق مكانة مالية حسنة لسوق الكويت للأوراق المالية على المستوى الإقليمي الدولي.

5- يعمل السوق على تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين المواطنين وحماية المدخرين وتهيئة السبل أمام توظيف الأموال في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على الاقتصاد.

6- إنشاء الصلات والروابط مع الأسواق المالية الخارجية والاستفادة من أساليب التعامل في هذه الأسواق وتكييفها بما يتلاءم والبيئة الكويتية عند استخدامها في السوق المالي الكويتي.

إضافة إلى ذلك يتولى سوق الكويت للأوراق المالية القيام بالمهام التالية:

* تنظيم و مراقبة السوق المالي.

* تنظيم وحماية عمليات تداول الأوراق المالية.

* تنظيم الإعلان عن المصالح وإصدار البيانات المالية والإفصاح عنها.

* تحديد أساليب التعامل في الأوراق المالية بما يضمن سلامة المعاملات وتوفير الحماية للمتعاملين.

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية
* تطوير السوق المالي على نحو يخدم أهداف التنمية الاقتصادية.

* تنمية روابط السوق بالأسواق الإقليمية ومواكبة المعايير المتبعة في هذه الأسواق.

المطلب الثالث: الواقع العملي لسوق الكويت للأوراق المالية.

أولاً: شروط إدراج الشركات في سوق الكويت للأوراق المالية:

يكون إدراج المساهمة الجديدة في السوق وفقاً لقرار لجنة الكويت المالية رقم (1) لسنة 2007 في شأن قواعد وشروط إدراج الشركات المساهمة في السوق الرسمي والمتمثلة في:

1- أن يكون رأس مال الشركة المصدر مدفوعاً بالكامل وألا يقل عن عشرة ملايين دينار كويتي أو ما يعادلها بالعملة الأجنبية، وأن لا يقل إجمالي حقوق المساهمين في كل سنة من السنوات الثلاث الأخيرة عن 15 من رأس المال المدفوع وذلك بناءً على البيانات المالية السنوية المدققة من قبل مراقب الحسابات المسجل لدى الهيئة قبل تاريخ طلب الإدراج و المعتمدة من الجمعية العامة للشركة.

2- أن تكون أسهم الشركة قابلة للتداول وفقاً لأحكام القانون الذي أسسها في ظلّه، مع مراعاة ألا تقل المدة التي يتعين انقضاؤها لتداول أسهم المساهمين أو المؤسسين فيها عن المدة التي يتطلبها قانون الشركات التجارية الكويتي لتداول أسهم المساهمين والمؤسسين في الشركات المساهمة الكويتية.

3- أن تكون الشركة قد حققت ربحاً صافياً في آخر سنتين على الأقل وأن لا يقل صافي ربح أي من السنتين عن 7,5 بالمائة من رأس المال المدفوع.

4- إذا كان طلب الإدراج مقدماً من شركة مقفلة زادت رأس مالها بنسبة أكثر من 50 بالمائة فيجب أن يكون قد انقضى على هذه الزيادة سنة من تاريخ التأشير في السجل التجاري .

5- إذا كان الطلب من شركة مقفلة غيرت كيانها القانوني من شركة ذات مسؤولية محدودة إلى شركة مساهمة مقفلة فيجب أن يكون قد انقضى على هذا التغيير ثلاث سنوات من تاريخ التأشير في السجل التجاري بقرار الدخول.

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

6- يجب أن يتم طرح ما لا يقل عن 30 بالمائة من رأس مال الشركة للاكتتاب الخاص، وذلك عن طريق شركة متخصصة و مستقلة عن الشركة التي تقدمت بطلب الإدراج وفقا للإجراءات التي تحددها إدارة السوق بهذا الشأن.

7- الحصول على موافقة الجمعية العامة للشركة على إدراج أسهم الشركة في سوق الكويت للأوراق المالية.

8- يتعهد أعضاء مجلس إدارة الشركة بالالتزام بالقوانين و اللوائح و القرارات المعمول بها في سوق الكويت للأوراق المالية، و بتقديم كافة المعلومات و البيانات التي تطلبها إدارة السوق و يجب إن تكون هذه المعلومات و البيانات صحيحة و مطابقة للواقع.

9- أن تعهد الشركة بسجلات مساهميها لغرفة المقاصة، وأن تلتزم بالتعليمات التي يصدرها السوق في هذا الشأن.

10- إذا كانت الشركة طالبة الإدراج غير كويتية فيجب أن تكون مدرجة في سوق الأوراق المالية لموطن الشركة و مضى على إدراجها سنتين على الأقل.

11- يجب أن يحتفظ الشركاء الاستراتيجيين في الشركات المقفلة التي تتقدم بطلب الإدراج في السوق بما لا يقل عن 25 بالمائة من رأس مال الشركة، يقصد بهم جميع المساهمين الذين تصل مساهمتهم إلى 5 بالمائة أو أكثر من رأس مال الشركة و إذا كان إجمالي ملكية المساهمين الاستراتيجيين تقل عن 25 بالمائة من رأس مال الشركة جاز للشركة أن تكمل النقص من مساهمين آخرين تقل ملكيتهم عن 5 بالمائة من رأس مال الشركة، و على كل مساهم استراتيجي أن يلتزم بالتالي:

* عدم التصرف في 50 بالمائة من إجمالي الأسهم الاستراتيجية قبل مرور سنة من تاريخ الإدراج.

* عدم التصرف في 50 بالمائة من إجمالي الاسهم الاستراتيجية المتبقية إلا بعد مرور سنتين من تاريخ الإدراج.

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

* يستثنى من ذلك قيام أحد المساهمين الاستراتيجيين ببيع كامل حصته إلى مساهم آخر يجب تقيد المساهم الجديد بشرط المدة المنصوص عليها أعلاه و التي تبدأ من تاريخ إدراج الشركة في السوق.

* تلتزم الشركة بسداد رسم قيد قدره عشرة آلاف دينار كويتي (10,000 د.ك) و رسم اشتراك سنوي من رأس المال المدفوع للشركة، حيث لا يتجاوز خمسون ألف دينار كويتي (50,000 د.ك).

ثانياً: شروط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية:

لكي يتمكن المستثمر من الالتحاق بالسوق و التداول فيه لا بد من:

- 1- فتح حساب لدى الشركة الكويتية للمقاصة.
- 2- صورة البطاقة المدنية.
- 3- اسم البنك الذي يتعامل معه العميل.
- 4- عمولة الخدمة.
- 5- اختيار شركة وساطة حسب رغبة العميل.
- 6- عند اعطاء أمر بيع أسهم يجب على الوسيط أن يقوم بتسليم شهادة الأسهم الى شركة المقاصة بحد أقصى الساعة الحادية عشر من اليوم التالي من عقد الصفقة ما لم يوجد له رصيد بالمقاصة.
- 7- يصدر شيك المقاصة للعملاء كل يوم (الأحد-الأربعاء) من كل أسبوع.
- 8- لا يحق لسعر السهم أن يزيد عن خمس وحدات تغير في السوق لليوم الواحد حسب تصنيفه.

ثالثاً: الأوراق المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية:

طبقاً للقرار الوزاري رقم (35) لسنة 1983 فان التداول في سوق الأوراق المالية يقتصر على الأوراق المالية التالية:

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

- أسهم شركات المساهمة الكويتية.

- أسهم الشركات الكويتية المقفلة التي تقرر اللجنة بقبول عضويتها.

- أسهم شركات المساهمة غير الكويتية التي ترخص اللجنة تداول أسهمها.

- الإذونات و السندات الصادرة عن حكومة الكويت أو إحدى الهيئات أو المؤسسات الحكومية.

- سندات الدين التي أقر التداول بها بقرار من لجنة السوق و المتمثلة بالأخص في:

السندات الصادرة عن الشركات الكويتية.

شهادات الإيداع التي تصدرها البنوك الكويتية.

السندات التي تصدرها الشركات الكويتية لحساب جهات أجنبية.

الأوراق التجارية المقبولة من البنوك.

- شهادات الاستثمار التي تطرحها الصناديق الاستثمارية.

رابعاً: نظام العمل في سوق الكويت للأوراق المالية.

تبدأ جلسات التداول في سوق الكويت للأوراق المالية من يوم الأحد إلى غاية يوم الخميس (عدا

العطل الرسمية)، و تكون مراحل و أوقات التداول في السوق كما يلي:

الجدول رقم (01): فترات عمل سوق الكويت للأوراق المالية.

08:50	إدخال الأوامر
08:59	ما قبل الافتتاح
09:00	الافتتاح و بداية التداول
12:30	إغلاق السوق الرسمي
12:32	إدخال أسعار السوق الآجل
12:55	بداية التداول الآجل

13:15	إغلاق السوق الآجل
-------	-------------------

المصدر: <http://www.kuwaitse.com/A/KSE/Trading.aspx>.28/04/2013

وتقوم سوق الكويت للأوراق المالية بتوفير الخدمات للمتعاملين بالطرق التالية:

1 - موقع السوق على الانترنت www.kuwaitse.com أو www.Kse.com.Kw

2- ربط أجهزة الكمبيوتر النقال Lap top بخطوط GSM.

3- خدمة pager عن طريق رويت رز.

4- خدمة Wap على التلفونات النقالة.

5- خدمة الرسائل القصيرة على أجهزة التليفون النقال بواسطة شركتي الاتصالات و الوطنية للاتصالات سعر الرسالة 25 فلس.

6- بث شريط تلفزيوني لمعلومات في تلفزيون الكويت.

7- خدمة Al Wireless باستخدام أجهزة الكمبيوتر النقالة داخل مبنى السوق.

8- وكالة الانباء.

كما تقوم بتوفير شاشات كمبيوتر لعرض معلومات التداول والسوق داخل لمبنى وخارج السوق ، اضافة الى تزويد المستثمرين بشاشات عرض معلومات خارج مبنى السوق وذلك من خلال وزارة المواصلات و فاست تلكو والعربية للاتصالات وفقا للرسوم التي حددتها ادارة السوق والجهات الأخرى التي توفر تلك الخدمات .

المبحث الثاني: صناديق الاستثمار في البورصة الكويتية.

هناك مجموعة من القواعد و الإجراءات لإنشاء صناديق الاستثمار في البورصة الكويتية وذلك وفقا للائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 والتي نوجزها فيما يلي:

المطلب الأول: مفهوم وأنواع صناديق الاستثمار في البورصة الكويتية.

أولاً: تعريف صناديق الاستثمار:

طبقاً للمادة 293 من اللائحة التنفيذية للقانون يقصد بصندوق الاستثمار، نظام استثمار جماعي يهدف إلى تجميع الأموال من المستثمرين بغرض استثمارها نيابة عنهم في المجالات المختلفة وفقاً لأصول الإدارة المهنية للاستثمار الجماعي، ويديره مدير صندوق الاستثمار مقابل رسوم محددة. واعترف المشرع لصندوق الاستثمار بالشخصية القانونية الاعتبارية، حيث نصت المادة 304 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 على أن يكون لكل صندوق من صناديق الاستثمار شخصية اعتبارية وذمة مالية مستقلة.

ثانياً: أنواع صناديق الاستثمار:

طبقاً للمادة 294 من اللائحة التنفيذية للقانون يتخذ صندوق الاستثمار أحد الشكلين التاليين:

- صندوق الاستثمار المفتوح: وهو صندوق ذو رأسمال متغير يزيد رأسماله بإصدار وحدات استثمارية جديدة أو ينخفض باسترداد بعض وحداته خلال الفترة المحددة في نظامه الأساسي.

- صندوق الاستثمار المغلق: وهو صندوق ذو رأسمال ثابت. ولا يجوز استرداد وحداته الاستثمارية إلا في نهاية مدة صندوق الاستثمار، ويجوز زيادة رأسماله وفقاً لما يقرره نظامه الأساسي، ويجوز إدراج وحداته في البورصة.

وطبقاً للفقرة الثانية من المادة 294 من اللائحة التنفيذية، فإن للصندوق أن يتخذ أي نوع توافق عليه هيئة أسواق المال، وقد أوردت تلك المادة أمثلة على ذلك هي:

أ - صندوق الاستثمار في الأوراق المالية.

ب- صندوق الاستثمار العقاري وقد حددت المادة الأولى من القرار رقم 8 لسنة 2012 الصادر عن مجلس مفوضي هيئة أسواق المال بشأن ضوابط الاستثمار في الصناديق العقارية - حدد المقصود بصندوق الاستثمار العقاري بأنه نظام استثماري عقاري مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة لحملة وحداته بالمشاركة جماعياً في عوائد الصندوق.

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

ج- الصندوق النقدي وقد حددت المادة الأولى من القرار رقم 9 لسنة 2012 الصادر عن مجلس مفوضي هيئة أسواق المال بشأن ضوابط الاستثمار في صناديق النقد – حدد المقصود بصندوق النقد بأنه صندوق استثمار يكون هدفه الأساسي الاستثمار بأدوات النقد بحيث يكون منخفض المخاطر وعالي السيولة، وبما يكفل للصندوق الاستمرار بأعماله المنصوص عليها في نظامه الأساسي.

د - صندوق أدوات الدين.

هـ- صندوق الملكية الخاصة.

و- الصندوق القابض أو أي نوع آخر توافق عليه الهيئة.

ثالثاً: رأسمال صندوق الاستثمار:

لم يتضمن القانون رقم 2010/7 بياناً للتنظيم التشريعي لرأس مال صندوق الاستثمار من حيث بيان الحد الأدنى له وتقسيمه ومدى مسؤولية المشاركين فيه وأحكام سدادهم لأنصبتهم في رأسمال الصندوق. إلا أننا نجد كل هذه التفاصيل في اللائحة التنفيذية التي نصت في المادة 295 من اللائحة التنفيذية على أنه لا يجوز أن يقل رأس مال صندوق الاستثمار عن خمسة ملايين دينار أو ما يعادلها بالعملة الأخرى. ويقسم رأسمال صندوق الاستثمار إلى وحدات متساوية القيمة وتقتصر مسؤولية المستثمرين في الصندوق على قيمة مساهمتهم. وأما عن تاريخ سداد قيمة الوحدات التي يتكون منها رأسمال صندوق الاستثمار، فقد فرقت المادة 295 من اللائحة التنفيذية بين نوعين من صناديق الاستثمار وبقيّة أنواع هذه الصناديق، فالأصل هو أن يتم تسديد قيمة الوحدات عند الاكتتاب فيها، فيما عدا صناديق الاستثمار العقاري وصناديق الملكية الخاصة، فيجوز الترخيص لها بتسديد قيمة الاكتتاب على دفعات وفقاً للنظام الأساسي للصندوق. وهذه التفرقة لم يكن لها وجود قبل القرار رقم 2012/4 الصادر بتعديل اللائحة التنفيذية للقانون 2010/7.

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

وقد عرفت المادة 296 من اللائحة التنفيذية وحدة الاستثمار بأنها ورقة مالية قابلة للتجزئة تمثل حصة في صندوق الاستثمار وتخول حاملها مباشرة كامل الحقوق الناشئة عنها باعتباره مالكاً على الشيوع في هذا الصندوق.

المطلب الثاني: متطلبات تأسيس صندوق الاستثمار وكيفية طرح وحداته.

أولاً: متطلبات تأسيس صندوق الاستثمار:

طبقاً للمادة 298 من اللائحة التنفيذية، يقتصر تأسيس صناديق الاستثمار على الشخص المرخص له بمزاولة نشاط تأسيس وإدارة أنظمة الاستثمار الجماعي.

- طبقاً للمادة 297 من اللائحة التنفيذية، لا يجوز تأسيس صندوق الاستثمار إلا بعد الحصول على ترخيص من الهيئة بذلك وقيدته في سجل الصناديق لديها. ويعتبر هذا النص تطبيقاً لنص المادة 77 من القانون التي نصت على أنه لا يجوز إدارة أو بيع الأوراق المالية أو الوحدات الخاصة بنظام استثمار جماعي إلا إذا كان مرخصاً له من هيئة أسواق المال وفق القواعد واللوائح والنظم الصادرة من الهيئة، وذلك بعد إعداد نشرة الإصدار والتقارير الدورية الخاصة به واعتمادها من هيئة أسواق المال ونشرها للجمهور في الجريدة الرسمية.

ويوجد استثناء خاص ووقتي من شرط الحصول على الترخيص من هيئة أسواق المال، وهو استثناء قرره المادة 162 من القانون، حيث نصت على أنه تعتبر شركات الاستثمار المسجلة لدى بنك الكويت المركزي والتي تزاوّل نشاط إدارة أموال الغير والمرخص لها بإدارة محافظ استثمارية مرخصاً لها بإدارة أنظمة استثمار جماعي بموجب أحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية وعليها ترتيب أوضاعها وفقاً لأحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية خلال سنة من تاريخ نشر اللائحة التنفيذية.

- ونصت المادة 299 على أن تقدم طلبات تأسيس صناديق الاستثمار على الشخص المرخص له بمزاولة نشاط تأسيس وإدارة أنظمة الاستثمار الجماعي. وتُقدم طلبات تأسيس صناديق الاستثمار إلى الهيئة وفق النماذج التي تعتمدها لذلك، ويُرفق بالطلب مسودة النظام الأساسي للصندوق ومسودة نشرة الإصدار، وأية مستندات أخرى تطلبها الهيئة.

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

- وطبقاً للفقرة الأولى من المادة 300 من اللائحة تدرس الهيئة طلب تأسيس صندوق الاستثمار وتصدر قرارها بشأنه خلال ثلاثين يوماً من تاريخ استكمال الأوراق والبيانات المطلوبة، وللهيئة أن تضمن القرار الصادر بالموافقة أية شروط أو قيود تراها. ويجب أن لا تقل نسبة مشاركة مدير الصندوق عن 5% من رأسمال الصندوق، ولا يجوز أن يتصرف في النسبة المكتتب بها طالما بقي الصندوق قائماً، وتحفظ الشهادات الخاصة بهذه النسبة لدى أمين الحفظ.

- يجب على مقدم طلب تأسيس صندوق الاستثمار استكمال الحد الأدنى لرأسمال الصندوق وإصدار وحدات الملكية خلال ثلاثة أشهر من تاريخ إصدار الترخيص، وإذا انتهت هذه الفترة دون تغطية الحد الأدنى جاز لمدير الصندوق أن يطلب من الهيئة مهلة مماثلة، وللهيئة أن تدرس الطلب وتبت فيه خلال عشرة أيام عمل.

ثانياً: طرح وحدات صندوق الاستثمار:

الطرح الخاص: طبقاً للمادة 302 من اللائحة التنفيذية، يكون طرح وحدات صناديق الاستثمار طرحاً خاصاً في أي من الحالات التالية:

1- ألا يقل المبلغ المطلوب دفعه من كل مستثمر عن مائة ألف دينار كويتي أو ما يعادلها، وأن يكون الطرح موجهاً إلى أي من الأشخاص الآتي بيانهم:

-حكومة دولة الكويت.

- بنك الكويت المركزي.

- البورصة وأي سوق مالية أخرى تعترف بها الهيئة.

- أشخاص مرخص لهم يتصرفون لحسابهم الخاص.

- شركات استثمارية تتصرف لحسابها الخاص.

- أي أشخاص آخرين توافق الهيئة على العرض عليهم.

2- إذا تم طرح الوحدات على ما لا يزيد على (200) مستثمر في دولة الكويت، وكان المبلغ المترتب على كل مستثمر لا يقل عن مائة ألف دينار كويتي أو ما يعادلها. لا يجوز لمدير

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

الصندوق طرح وحدات جديدة في الصندوق ذاته طرْحاً خاصاً خلال مدة 12 شهراً من تاريخ الموافقة على الطرح.

3- إذا كانت الوحدات صادرة عن حكومة دولة الكويت أو عن هيئة دولية تعترف بها الهيئة.

4- أية حالات أخرى تقرها الهيئة وبالشروط والضوابط التي تضعها.

الطرح العام: طبقاً للمادة 303 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010، يعد طرح وحدات صناديق الاستثمار طرْحاً عاماً إذا لم يف بشروط الطرح الخاص المحددة في المادة 302 من اللائحة التنفيذية، ويترتب على ذلك أن تخضع صناديق الاستثمار التي يتم طرحها طرْحاً عاماً لأية شروط أو ضوابط إضافية تضعها هيئة أسواق المال للطرح .

المطلب الثالث: النظام الأساسي لصناديق الاستثمار.

أولاً: صناديق الاستثمار المؤسسة داخل دولة الكويت:

طبقاً للمادة 306 من اللائحة التنفيذية للقانون، يجب أن يكون النظام الأساسي لصندوق الاستثمار مكتوباً باللغة العربية وأن يتم توفيره دون مقابل عند طلبه يجب أن يتضمن النظام الأساسي لصندوق الاستثمار المعلومات الضرورية التي تساعد المستثمرين على اتخاذ قرار سليم ومدروس بخصوص الاستثمار المقترح، وأن يستوفي البيانات التالية كحد أدنى:

-شكل ونوع الصندوق.

-اسم الصندوق.

-اسم مدير الصندوق وعنوانه.

-مراقب استثمار وأمين حفظ الصندوق.

-مدة الصندوق.

-رأسمال الصندوق ونظام سداده.

-عملة الصندوق.

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

- أحكام جمعية حملة الوحدات.

- تشكيل ونظام مجلس إدارة الصندوق.

- أهداف الصندوق الاستثمارية.

- طريقة تحويل أو إصدار واسترداد وحدات الصندوق.

- الفترات الزمنية للاسترداد.

- حالات حل وتصفية الصندوق.

- بداية السنة المالية للصندوق ونهايتها.

- مكتب الرقابة الشرعية بالنسبة للصناديق المرخص لها بالعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية.

- آلية احتساب صافي قيمة الوحدة.

- بيان يفيد بأن مدير الصندوق مرخص له من الهيئة.

طبقاً للمادة 307 من اللائحة التنفيذية يجب على مدير صندوق الاستثمار الحصول على موافقة الهيئة قبل إجراء أي تغيير في النظام الأساسي للصندوق، وعليه إرسال ملخص بهذا التغيير إلى جميع حملة الوحدات قبل تاريخ سريانها بستين يوماً على الأقل. وللهيئة إذا وجدت في التعديلات المقترحة ما يمس الحقوق المكتسبة لحملة الوحدات أن تطلب من مدير الصندوق أخذ موافقة أكثر من 50% من حملة الوحدات على هذه التعديلات.

ثانياً: صناديق الاستثمار المؤسسة خارج دولة الكويت:

- حسب المادة 309 من اللائحة التنفيذية للقانون لا يجوز لأي شخص مُرخص له أن يؤسس صندوق استثمار خارج دولة الكويت دون الحصول على موافقة الهيئة، ولا يجوز طرح وحدات ذلك الصندوق في دولة الكويت دون الحصول على موافقة الهيئة.

- طبقاً للمادة 310 لا يجوز تسويق وحدات في دولة الكويت لصندوق استثمار مؤسس خارجها إلا بعد الحصول على موافقة الهيئة، مع الالتزام بالشروط والضوابط التالية كحد أدنى:

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

- أن يتم طرح وحدات الصندوق في دولة الكويت طرحاً خاصاً.

- أن يتم طرح وحدات الصندوق في دولة الكويت عن طريق شخص مرخص له من الهيئة.

- أن يستوفي الصندوق جميع المتطلبات اللازمة لصناديق الاستثمار التي تؤسس في دولة الكويت ما عدا المتطلبات التي تقرر الهيئة إعفاءه منه.

- أن يستوفي أية شروط وضوابط أخرى تقررها الهيئة.

- ونصت المادة 311 من القانون ذاته للهيئة أن تلغي إذن التسويق لصندوق استثمار مؤسس في خارج دولة الكويت في أي من الأحوال التالية:

- إذا تبين أنه لم يتم الوفاء بأي من الشروط الخاصة بمنح الإذن.

- إذا كان في ذلك حماية لمصلحة المستثمرين المحليين.

- إذا خالف مدير الصندوق أو م ا رقب الاستثمار أو أمين الحفظ أيّاً من أحكام القانون رقم

2010/7

وهذه اللائحة، أو قدم للهيئة معلومات غير صحيحة أو غير دقيقة أو مضللة.

ثالثاً: التزامات مدير صندوق الاستثمار:

طبقاً لنص المادة 312 يلتزم مدير صندوق الاستثمار بما يأتي:

- إدارة أصول صندوق الاستثمار بما يحقق أهدافه الاستثمارية المحددة في نظامه الأساسي.

- اتخاذ جميع القرارات الاستثمارية وغيرها من القرارات بما يحقق مصلحة صندوق الاستثمار وحملة الوحدات.

- تسجيل عمليات الشراء والبيع التي تتم لصالح صندوق الاستثمار بشكل دقيق وفقاً لتسلسلها الزمني وتوقيتها.

- تمثيل صندوق الاستثمار في علاقته بالغير وأمام القضاء ويكون له حق التوقيع عنه.

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

- توفير نظام محاسبي لقياس الأحداث والتعاملات المالية للصندوق، والتأكد من توافر مسار مراجعة كافٍ للتعاملات التي تم إدخالها بالنظام.

- التأكد من وجود نظام كافٍ لتسوية التعاملات التي تم إدخالها بالنظام المحاسبي مع الحسابات النقدية والأوراق المالية المفتوحة باسم صندوق الاستثمار لدى أمين الحفظ.

- توفير السيولة الكافية للصندوق للوفاء بأية التزامات قد تترتب عليه.

- عدم تعريض صندوق الاستثمار لأية مخاطر استثمارية غير ضرورية في ضوء النظام الأساسي للصندوق.

- توفير جميع المعلومات اللازمة عن الصندوق لجميع أعضاء مجلس إدارة الصندوق من أجل تمكينهم من القيام بواجباتهم بكفاءة.

- إشعار الهيئة فوراً بأي تطور في أعمال الصندوق يُمكن أن يُعرض مصالح حملة الوحدات للخطر.

رابعاً: كيفية إنهاء صندوق الاستثمار:

- طبقاً لنص المادة 357 يجب على مدير صندوق الاستثمار الحصول على موافقة حملة الوحدات ثم على موافقة الهيئة عند رغبته في إنهاء الصندوق قبل انتهاء مدته المحددة بنظامه الأساسي.

- حسب المادة 358 من اللائحة التنفيذية لا يلزم الحصول على موافقة الهيئة إذا كان انتهاء صندوق الاستثمار نتيجة لانتهاء مدته المحددة بنظامه الأساسي، أو إذا كان نظامه الأساسي بنص على انتهائه عند حصول حدث معين، بشرط أن يقع هذا الحدث ويكون مدير الصندوق مسئولاً عن إشعار الهيئة وحملة الوحدات بأسرع وقت ممكن عند وقوع ذلك الحدث وبانتهاء صندوق الاستثمار.

- ونصت المادة 359 من القانون نفسه للهيئة أن تلغي ترخيص أي صندوق استثمار في أي من الأحوال التالية:

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية
إذا تبين أنه لم يتم الوفاء بأي من الشروط الخاصة بمنح الترخيص.

إذا كان في ذلك حماية لمصلحة حملة الوحدات في الصندوق.

إذا خالف مدير الصندوق أ مراقب الاستثمار أياً من أحكام القانون أو اللوائح، أو قدم للهيئة معلومات غير دقيقة أو مضللة.

أو غير دقيقة أو مضللة.

إذا طلب مدير الصندوق إلغاء الترخيص. وللهيئة أن ترفض الطلب إذا وجدت ضرورة للتحري عن أمر يتعلق بالصندوق أو بمصلحة حملة الوحدات.

- وجاء في نص المادة 360 على الهيئة أن تخطر مدير الصندوق أو مراقب الاستثمار أو أمين الحفظ كتابة بعزمها على إلغاء ترخيص الصندوق والأسباب التي دعته لذلك، وعلى مدير الصندوق أو مراقب الاستثمار أو أمين الحفظ أن يقدم تعهدات خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ إخطاره تقبل بها الهيئة لتلافي إلغاء ترخيص الصندوق للهيئة إذا أصدرت قرار إلغاء ترخيص صندوق استثمار أن تكلف شخصاً مرخصاً له ليقوم بأعمال تصفية الصندوق، ويجب عليها في هذه الحال أن تخطر مدير الصندوق مراقب الاستثمار وأمين الحفظ فوراً وكتابة الإجراء الذي اتخذته.

- ولتعيين مدير بديل أو مصف لصندوق الاستثمار جاء في المادة 362 من قانون اللائحة التنفيذية يجوز لمن يملكون نسبة لا تقل عن 10 % من عدد وحدات الصندوق أن يطلبوا من مجلس إدارة الصندوق عقد جمعية حملة الوحدات لمناقشة تعيين مدير بديل أو مصف للصندوق.

- وطبقاً للمادة 363 لجمعية حملة الوحدات التي عقدت لمناقشة طلب تعيين مدير بديل أو تصفية الصندوق أن تقرر ذلك، بناء على تصويت من حملة الوحدات الذين يمثلون 50 % من رأسمال الصندوق وذلك في أي من الأحوال الآتية:

-توقف مدير صندوق الاستثمار عن ممارسة نشاط الأوراق المالية، أو عجزه عن الوفاء بالتزاماته على نحو يُعرض مصالح حملة الوحدات للخطر.

- ارتكاب مدير صندوق الاستثمار مخالفة جوهرية للقانون أو هذه اللائحة أو النظام الأساسي للصندوق.

- على مجلس إدارة الصندوق أن يتقدم للهيئة بطلب تعيين مدير بديل أو مصف للصندوق بناء على قرار جمعية حملة الوحدات يبين فيه مضمون القرار وأسبابه. وللهيئة في هذه الحالة تعيين مدير بديل أو مصف للصندوق أو اتخاذ أي إجراء أو تدبير تراها مناسب.

المطلب الرابع: دور الهيئة العامة للاستثمار في الصناديق الاستثمارية.

أولاً: أهداف الهيئة العامة للاستثمار:

إن تجربة الهيئة العامة للاستثمار في الصناديق الاستثمارية كانت ايجابية الى حد كبير وحقت الكثير من أهدافها التي نوجزها فيما يلي⁽¹⁾:

- دعم الثقة في سوق الكويت للأوراق المالية.

- ترويج فكرة الاستثمار عن طريق الصناديق.

- تعزيز القرار الاستثماري المدروس في سوق الكويت للأوراق المالية من خلال الصناديق.

- تشجيع الادخار والاستثمار من خلال فتح مجالات جديدة للاستثمار في السوق المحلي.

- استقطاب رؤوس أموال صغار المستثمرين وإدارتها من قبل متخصصين.

- تنويع الصناديق المحلية المتاحة مما يلبي احتياجات المستثمرين المتعددة وعرض التقرير

تجربة الهيئة العامة للاستثمار في صناديق الاستثمار المحلية من خلال تناول-خلق لاعبين

رئيسيين من مديري الصناديق في سوق الكويت للأوراق المالية:

أ- الأهداف العامة من مساهمة الهيئة في الصناديق الاستثمارية.

ب- أساليب وآلية المساهمة في الصناديق الاستثمارية.

ج- الشروط والضوابط العامة للمساهمة في الصناديق الاستثمارية.

د- أسلوب الرقابة على أداء الصناديق من قبل الهيئة العامة للاستثمار.

هـ- انعكاسات مساهمة الهيئة في الصناديق الاستثمارية على سوق الكويت للأوراق المالية.

⁽¹⁾الهيئة العامة للاستثمار، مقال منشور على الموقع التالي:

ثانياً: الأهداف العامة من مساهمة الهيئة:

لعبت الهيئة العامة للاستثمار دوراً مميّزاً في تشجيع الشركات الاستثمارية والعقارية على إنشاء الصناديق الاستثمارية كأداة جديدة تساعد على تنشيط التداول في سوق الكويت للأوراق المالية، وقد بدأت الهيئة تجربتها في هذه الصناديق في مطلع عام 1990، وقد شاركت بنسب غير مؤثرة في عدد من الصناديق الاستثمارية في مجال الأسهم والعقار والاستثمار المباشر وتطويراً لهذه التجربة فقد أعلنت الهيئة في مطلع عام 2001 من خلال برنامج متكامل عن رغبتها في تشجيع الشركات الاستثمارية والعقارية لإنشاء صناديق استثمار وإدراجها في السوق الكويتي للأوراق المالية كأداة استثمارية جديدة تساهم في تطوير أداء السوق وتنشيط التداول وتشجيع المواطنين على عمليات الادخار الاستثماري، حيث ساهمت الهيئة في تأسيس العديد من صناديق الاستثمار بدءاً من مارس 2001. ولقد ركزت الهيئة من خلال مشاركتها في الصناديق الاستثمارية على تحقيق أهداف رئيسية تمثلت فيما يلي:

- خلق أدوات استثمارية جديدة في سوق الكويت للأوراق المالية.
- خلق تنافس بين الشركات المحلية على إنشاء الصناديق وتسويقها، وبالتالي تفعيل دور هذه الشركات في الدورة الاقتصادية والنشاط المحلي.
- خلق وعي استثماري بأهمية تلك الصناديق لجذب أكبر عدد من المكتسبين في هذه الأدوات الجديدة، وتشجيع المواطنين على عمليات الادخار والاستثمار المحلي.
- تعميق مبدأ الشفافية في التعامل مع الصناديق الاستثمارية.
- الحد من المضاربات من قبل الأفراد وجعل التداول ضمن أسلوب مؤسسي.
- استقطاب رؤوس أموال صغار المستثمرين وإدارتها من قبل متخصصين.
- خلق لاعبين رئيسيين ممثلين بمديري الصناديق في سوق الكويت للأوراق المالية.

ثالثاً: أساليب وآلية المساهمة:

حرصاً من الهيئة العامة للاستثمار على إنجاح تجربتها وتحفيز الشركات الاستثمارية والعقارية لإنشاء الصناديق كأداة استثمارية في سوق الكويت للأوراق المالية، فقد اعتمدت الهيئة ثلاثة بدائل لمساهمتها في هذه الصناديق وفقاً لرغبات الشركات المديرة وتتمثل في ما يلي :

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

- المساهمة النقدية: لا تتعدى 20% من رأسمال الصندوق المكتتب به عند إغلاق باب الاكتتاب، على ألا تتجاوز المساهمة 10 ملايين دينار. س

- المساهمة العينية: لا تتعدى 50% من رأسمال الصندوق المكتتب به عند إغلاق باب الاكتتاب على ألا تتجاوز المساهمة 25 مليون دينار، وذلك بأسهم مدرجة أو عقارية، مع منح خصم لا يزيد على 50% من القيمة السوقية.

- الجمع بين المساهمة النقدية والعينية: وتكون نسبة المساهم 50% من قيمة رأسمال الصندوق عند إغلاق باب الاكتتاب وبعده أقصى 25 مليون دينار على ألا تتجاوز المساهمة النقدية على 50% من حصة الهيئة في رأسمال الصندوق. وضعت الهيئة العامة للاستثمار شروطاً عامة لمساهمتها في الصناديق الاستثمارية وتتركز أهم هذه الشروط في النقاط التالية:

- أن تكون الشركة خاضعة لرقابة بنك الكويت المركزي في حالة إنشاء صناديق اسهم او سندات.

- أن تكون النتائج المالية للشركة جيدة وحقت أرباحاً خلال السنتين السابقتين لإنشاء الصندوق.

- أن يكون لدى الشركة الجهاز التنفيذي المؤهل للقيام بإدارة مثل هذه الصناديق بكفاءة عالية.

- أن يكون لدى الشركة خبرة في إدارة الصناديق أو المحافظ لحساب الغير.

- أن تكون مكونات الصندوق أصولاً محلية.

- أن تكون الشركة مستوفية الشروط والضوابط في تأسيس الصناديق الاستثمارية.

- أن تقوم الشركة بطرح وحدات الصندوق للاكتتاب العام.

- أن تقوم الشركة بإدراج الصناديق في سوق الأوراق المالية خلال سنتين من تأسيس الصندوق.

كما قامت الهيئة العامة للاستثمار بوضع ضوابط يلتزم بها مدير الصندوق، وفي حالة مخالفته لهذه الضوابط يكون للهيئة الحق في تقليص مجالات التعاون المستقبلية مع مدير الصندوق والانسحاب منه، وقد تنوعت هذه الضوابط طبقاً لنشاط كل صندوق فهناك ضوابط خاصة بصناديق الأسهم وثانية لصناديق العقار وثالثة لصناديق السندات، وهذه الضوابط توضح مجالات وحدود الاستثمار والمعاملات المالية المقيدة التي يجب أن يتبعها مدير الصندوق.

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

وتهدف الهيئة من وراء هذه الضوابط إلى إعطاء الحماية الكافية للمساهمين وعلى الأخص صغار المساهمين.

ومن أهم الضوابط المطبقة من قبل الهيئة على الصناديق الاستثمارية:

-الإعلان من قبل الصندوق عن أكبر خمس شركات يمتلك أسهما فيها أو خمسة عقارات من حيث القيمة.

-التزام مدير الصندوق بعدم الاستثمار بنسبة تزيد على 15% من القيمة الصافية لأصول الصندوق في أسهم شركة واحدة.
-لا يجوز أن تتجاوز ملكية الصندوق في أسهم الشركات التي تمتلك حصصاً رئيسية في الشركة المديرة 20% من إجمالي موجودات الصندوق.

-أن يكون الجهاز الإداري القائم على إدارة محفظة الصندوق مستقلاً عن الجهاز الإداري القائم على إدارة محافظ الشركة المديرة.

-على مدير الصندوق تقديم تقرير ربع سنوي معتمد من أمين الاستثمار عن نشاط الصندوق، موضحاً به المركز المالي وحركة الأسهم سواء كانت عمليات بيع أو شراء، بالإضافة إلى التقارير المقدمة من المدققين الخارجيين للصندوق.
-عند مخالفة مدير الصندوق لأي من أحكام القانون أو نظام الصندوق أو متطلبات الهيئة وتوقعاتها الانسحاب من الصندوق عن طريق الاسترداد.

-عدم جواز استعمال الأسهم في التصويت بالجمعيات العادية وغير العادية للشركات والبنوك المحلية

عدم التعامل في أسهم الشركات المديرة.

إلى جانب ذلك فقد نصت الأنظمة الأساسية للصناديق الاستثمارية خاصة صناديق الأسهم والسندات على امتناع مدير الصندوق عن القيام لحساب الصندوق بأي من المعاملات التالية:

- شراء الأوراق المالية عن طريق الهامش.

- منح القروض أو إعطاء الضمانات والكفالات.

- التعامل بالسلع والعقار.

- ضمان الإصدارات كضمان رئيسي.

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

- رهن أو منح أي امتياز لمصلحة الغير على أي من أموال الصندوق وبأي شكل من الأشكال.
- خصم الشيكات.

- الاقتراض لمصلحة الصندوق بأي شكل من الأشكال إلا في الحالات المنصوص عليها
صراحة في النظام الأساسي للصندوق.
كما شملت هذه الضوابط عدة نقاط أخرى ملزمة لنوعية وطبيعة الصندوق المراد المساهمة فيه
من قبل الهيئة سواء كان أسهما أو عقارا أو سندات.

رابعاً: أسلوب الرقابة على الصناديق من قبل الهيئة:

لم تغفل الهيئة العامة للاستثمار أساليب الرقابة على الصناديق الاستثمارية بل أخذت بعين
الاعتبار وضع أسلوب رقابي على أداء الصناديق الاستثمارية يتمثل في العناصر التالية:
- تقديم تقارير أسبوعية وشهرية وربع سنوية من مديري الصناديق.
- تقديم تقارير شهرية من حافظ وحدات الملكية (شركات الاستثمار).

- عقد اجتماع دوري ربع سنوي بين الهيئة ومديري الصناديق للتأكد من التزامهم بالضوابط
والشروط التي حددتها الهيئة، كما يتم من خلال هذا الاجتماع استعراض نتائج نشاط كل
صندوق واستراتيجيته. وقد ساعدت أساليب الرقابة على اطلاع الهيئة على نشاط وأداء هذه
الصناديق والتأكد من التزام مدير الصندوق بالضوابط المنظمة لعمل الصندوق.

المبحث الثالث: واقع أداء سوق الكويت في ظل نشاط صناديق الاستثمار.

بعد أن تعرضنا للاطار النظري لسوق الكويت للأوراق المالية و مجموعة القواعد و الأسس
التي تحكم و تنظم نشاط صناديق الاستثمار داخل السوق، سنتناول في هذا المبحث أداء
الشركات المدرجة في سوق الكويت و التطورات التي عرفتها مؤشرات الرئيسية بالإضافة الى
دراسة أداء عينة من صناديق الاستثمار المدرجة في السوق.

المطلب الاول: أداء الشركات المدرجة في سوق الكويت من 2008 الى الربع الاول 2013 .

لقد عرفت الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال هذه الفترة تباين في
نتائجها و يتضح ذلك من خلال بيانات الجداول التالية:

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

الجدول رقم (02): يوضح نتائج الشركات المدرجة في سوق الكويت للسنة المالية 2008.

ملخص السوق	2007	2008	الفرق	نسبة التغير %
	(ألف د.ك)	ألف (د.ك)		
البنوك	1,035,213	309,560	-725,653	-70,09
الاستثمار	1,484,135	-938,514	-2,422,649	-163,03
التأمين	85,764	1,670	-84,094	-98,05
العقار	422,420	-92,813	-515,233	-121,97
الصناعة	500,368	-355,760	-856,128	-171,09
الخدمات	785,890	459,622	-326,268	-41,51
الأغذية	78,706	31,260	-47,446	-60,28
غير الكويتي	494,805	356,698	-138,107	-27,91
اجمالي السوق	4,887,304	-228,277	-5,115,581	-104,67

المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على الموقع الالكتروني : WWW.bayaninveste.com

من خلال البيانات الواردة في الجدول أعلاه نجد أن سنة 2008 لم تكن سنة جيدة بالنسبة لسوق الكويت للأوراق المالية، و كانت أكبر خسارة من نصيب قطاع الاستثمار بمبلغ 938 مليون د.ك، تلاه قطاع الصناعة ب 355 مليون د.ك ثم العقار بمبلغ 92 مليون د.ك، أما باقي القطاعات فقد حققت أرباحا لكنها كانت منخفضة بالمقارنة مع الأرباح المحققة في سنة 2007 خاصة قطاعي التأمين و البنوك، و هذا التراجع الذي مس تقريبا جميع القطاعات مرده الى الآثار الناجمة عن الأزمة المالية العالمية.

الجدول رقم (03): يوضح نتائج الشركات المدرجة في سوق الكويت للسنة المالية 2009.

ملخص السوق	2008	2009	الفرق	نسبة التغير %
	ألف (د.ك)	ألف (د.ك)		
البنوك	309,560	355,751	46,191	14,92

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

48,02	734,450	-487,780	-938,514	الاستثمار
150,41	512,2	4,182	1,670	التأمين
-74,31	-68,978	-161,791	-92,813	العقار
110,34	392,549	36,788	-355,760	الصناعة
-2,74	-12,624	446,998	459,622	الخدمات
56,71	729,17	48,989	31,260	الأغذية
-142,65	-508,857	-152,159	356,698	غير الكويتي
139,84	319,253	90,976	-228,277	اجمالي السوق

المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على الموقع الالكتروني : WWW.bayaninveste.com

نلاحظ من خلال معطيات الجدول أعلاه أن الخسائر المجمعة للشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية لعام 2008 و المقدره ب: 228 مليون د.ك قد تحولت في سنة 2009 الى أرباح بمقدار 90 مليون د.ك، وقد تصدر الخدمات أعلى القطاعات أرباحا بمقدار 446 مليون د.ك، تلاه قطاعا البنوك و الأغذية بمقدار 355 و 48 مليون د.ك على التوالي أما أكبر خسارة فقد كانت من نصيب قطاع الاستثمار بمبلغ 487 مليون د.ك ثم قطاع العقار بمبلغ 161 مليون د.ك، و أخيرا غير الكويتي بمبلغ قدره 152 مليون د.ك، وتجدر الإشارة الى أن الأرباح التي حققتها الشركات المدرجة في السوق في 2009 كانت منخفضة و ذلك بسبب تداعيات الازمة المالية العالمية التي أثرت كثيرا على أداء الشركات في هذه الفترة.

الجدول رقم (04): نتائج الشركات المدرجة في سوق الكويت للسنة المالية 2010.

ملخص السوق	2009	2010	الفرق	نسبة التغير %
	ألف (دك)	الف (د.ك)		
البنوك	355,751	575,320	219,569	61,71
الاستثمار	-487,780	-50,757	437,023	89,59
التأمين	4,182	21,621	17,439	417
العقار	-161,791	-91,540	70,251	43,42

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

109,07	40,126	76,914	36,788	الصناعة
147,58	658,387	1,104,483	446,096	الخدمات
7,53	3,691	52,680	48,989	الأغذية
97,62	148,547	-3,612	-152,159	غير الكويتي
1753,24	1,595,033	1,685,109	90,976	اجمالي السوق

المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على الموقع الالكتروني : WWW.bayaninveste.com

في سنة 2010 و بناء على ما ورد في الجدول فان هذه السنة كانت سنة جيدة على أغلب القطاعات الموجودة في سوق الكويت للأوراق المالية، و يتجلى ذلك في ارتفاع حجم الارباح المحققة بالمقارنة مع سنة 2009 و تصدر قطاع الخدمات أعلى القطاعات أرباحا بزيادة عن سنة 2009 تقدر ب: 658 مليون د.ك، ثم يليه كل من قطاع البنوك و الصناعة و التأمين و الاغذية، بينما تكبدت قطاعات الاستثمار و العقار و غير الكويتي خسائر لكن أداءهم كان أفضل بكثير من سنة 2009 و هذا يدل على بداية تعافي سوق الكويت من الأزمة و عودة ثقة المتعاملين به.

الجدول رقم (05): يوضح نتائج الشركات المدرجة في سوق الكويت للسنة المالية 2011.

ملخص السوق	2010	2011	الفرق	نسبة التغير %
	ألف (د.ك)	ألف (د.ك)		
البنوك	575,320	565,486	-9,833	-1,71
الاستثمار	-50,757	-71,791	-21,034	-41,44
التأمين	21,621	19,189	-2,432	-11,25
العقار	-91,540	-86,558	4,982	5,44
الصناعة	76,914	52,865	-24,049	-31,27
الخدمات	1,104,483	692,630	-411,853	-37,29
الأغذية	52,680	48,012	-4,668	-8,86
غير الكويتي	-3,612	91,227	94,839	2625,7

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

-22,20	-374,048	1,311,061	1,685,109	اجمالي السوق
--------	----------	-----------	-----------	--------------

المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على الموقع الالكتروني : WWW.bayaninveste.com

من خلال البيانات الواردة في الجدول أعلاه فقد حققت القطاعات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية نتائج ايجابية في سنة 2011 عدا قطاعا الاستثمار و العقار، حيث تكبدا خسائر بمقدار 72 و 86 مليون د.ك علالتوالي، وقد كانت العلامة الفارقة ما بين القطاعات للعام 2011 بالمقارنة مع العام 2010 هو تحول صافي نتائج القطاع غير الكويتي من خسائر بمقدار 3 مليون د.ك الى أرباح بمقدار 91,2 مليون د.ك أما باقي القطاعات فكان نموها سلبيا.

الجدول رقم (06): يوضح نتائج الشركات المدرجة في سوق الكويت للسنة المالية 2012.

ملخص السوق	2011	2012	الفرق	نسبة التغير %
	ألف (د.ك)	ألف (د.ك)		
البنوك	565,486	572,188	6,702	1,18
الاستثمار	-71,791	-69,543	2,248	2,3
التأمين	19,189	26,419	7,230	37,67
العقار	-86,558	73,710	160,268	185,16
الصناعة	52,865	79,785	26,920	50,92
الخدمات	692,630	446,482	-246,148	-35,53
الأغذية	48,012	39,282	-8,820	-18,37
غير الكويتي	91,227	115,462	24,235	26,56
اجمالي السوق	1,311,061	1,283,785	-27,276	-2,08

المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على alphabet.argaam.com/article.13/04/2013

لقد شهد العام 2012 العديد من الأحداث السياسية و الاقتصادية داخل الكويت و خارجها الا أن نتائج الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية قد تحسنت بالمقارنة مع عام 2011، فقد حقق قطاع العقار أعلى نمو في صافي النتائج و ذلك من خسائر بمقدار 86 مليون د.ك الى أرباح بمبلغ 74 مليون د.ك، تلاه قطاع الاستثمار الذي تقلصت خسائره من 71 الى 69 مليون

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

د.ك، ثم قطاعا الصناعة و غير الكويتي بتحسن قدره 26 و 24 مليون د.ك على التوالي، أما قطاع البنوك فقد حقق أقل نسبة نمو بمعدل 1,2 بالمئة، في حين حقق كل من قطاع الاغذية و الخدمات نموا سلبيا بمعدل 18 و 35 بالمئة، و جاءت هذه النتائج بسبب اجراءات الرقابة وكذلك تدشين مؤشر جديد لسوق الكويت أطلق عليه اسم (كويت 15)، اضافة الى اعادة تصنيف القطاعات المدرجة في السوق.

الجدول رقم (07): يوضح نتائج الشركات المدرجة في سوق الكويت خلال الربع الأخير من 2012 و الربع الأول من 2013.

ملخص السوق	اقفال الربع الأخير 2012	اقفال الربع الأول 2013	الفرق	نسبة التغير %
نفط و غاز	929,68	1241,00	311,32	33,49
تكنولوجيا	835,12	1009,27	174,15	20,85
خدمات مالية	830,72	971,37	140,65	16,93
رعايا صحية	917,37	1065,44	148,07	16,14
عقارات	994,42	1138,19	143,77	14,46
صناعة	934,38	1042,65	108,27	11,59
مواد أساسية	976,09	1074,37	98,28	10,07
سلع استهلاكية	920,21	1000,50	80,29	8,73
خ استهلاكية	939,30	1006,88	67,85	7,19
تأمين	914,28	975,73	61,45	6,72
بنوك	1004,88	1044,74	39,86	3,97
اتصالات	894,31	899,10	4,79	0,54
اجمالي السوق	11090,76	12469,24	1378,48	12,43

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الموقع: www.mubasher.info/02/05/2013

من خلال بيانات الجدول فقد شهد سوق الكويت للأوراق المالية نموا ملحوظا مع بداية سنة 2013، حيث عرفت جميع القطاعات ارتفاعا في أرباحها بالمقارنة مع الربع الاخير من سنة

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

2012 اذ ارتفع صافي الأرباح للشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية من 11 مليون د.ك في الربع الأخير لسنة 2012 الى 12,5 مليون د.ك في الربع الأول لسنة 2013، وذلك بسبب عودة ثقة المتعاملين بالسوق وموجة الشراء التي شهدتها سوق الكويت خلال الربع الأول من 2013 الامر الذي ساعد على توفير السيولة.

المطلب الثاني: أداء مؤشرات سوق الكويت من 2008 الى الربع الأول من 2013.

إن التطورات و التغيرات التي تطرأ على مؤشرات سوق الكويت للأوراق المالية تعتبر مرآة عاكسة لأداء السوق، و سوف نتناول في هذا المطلب التطورات التي شهدتها مؤشرات سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 الى الربع الأول من 2013، وذلك من خلال معطيات الجداول التالية:

الجدول رقم (08): يوضح تطور مؤشرات أداء سوق الكويت من 2008 الى 2012.

مؤشر	2008	2009	2010	2011	2012	الفرق	نسبة التغير %
المؤشر السعري	7,782	7,005	6,955	5,814	5,934	-1,848	23,7
كمية الأسهم	8,80	106,3	74,7	38,3	83,1	23	2,8
عدد الصفقات	1,997	1,939	1,254	618	1,198	-799	-40
قيمة الأسهم	35,74	21,83	12,53	6,06	7,214	3,640	101,8

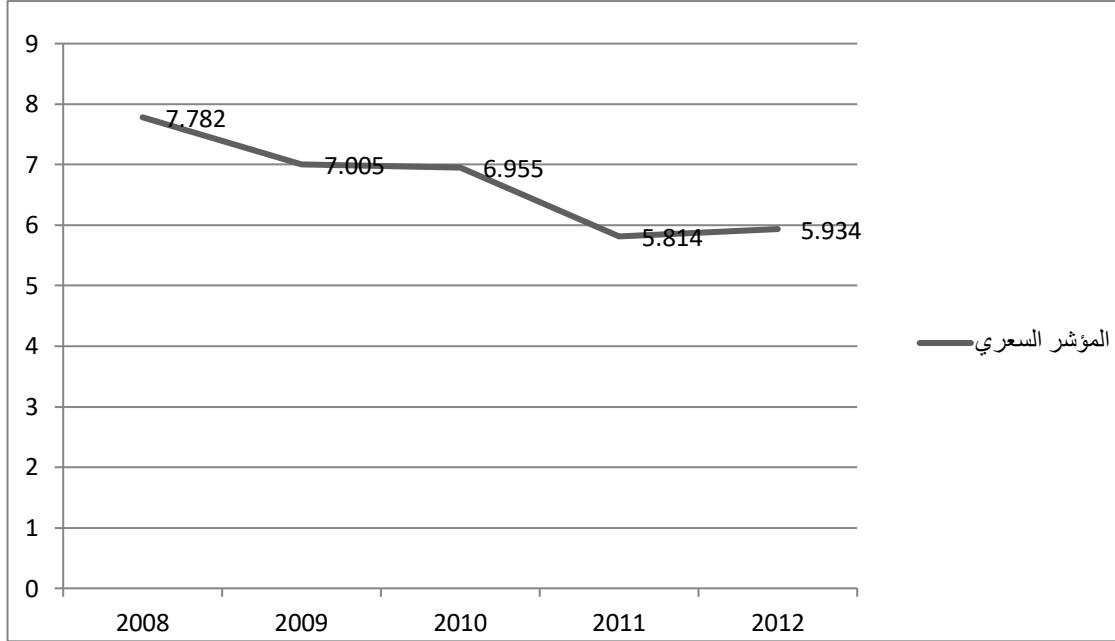
المصدر: التقارير السنوية لبورصة الكويت من 2007 الى 2012.

من أهم ما تشير اليه بيانات الجدول أنه بعد سنوات من الأداء المتراجع لسوق الكويت للأوراق المالية منذ بداية 2008 و حتى نهاية 2011 بخسائر للمؤشر السعري بلغت 1968 نقطة وبنسبة 15,67 بالمئة عاود المؤشر صعوده مرة أخرى في 2012 بمقدار 120 نقطة و

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

بنسبة 2,06 بالمئة، وأن النشاط الأبرز للسوق ظهر سنة 2012 إذ بلغ عدد الأسهم المتداولة في هذه السنة 83 مليار سهم مقابل 8 مليار في 2008، كما ارتفعت قيمة التداول لتصل الى 7,21 مليار د.ك مقابل 35 مليون د.ك في 2008، وبلغ عدد الصفقات بنهاية 2012 حوالي 1,998 مليون صفقة مقابل 1,997 صفقة في 2008، والشكل التالي يبين تطور المؤشر السعري.

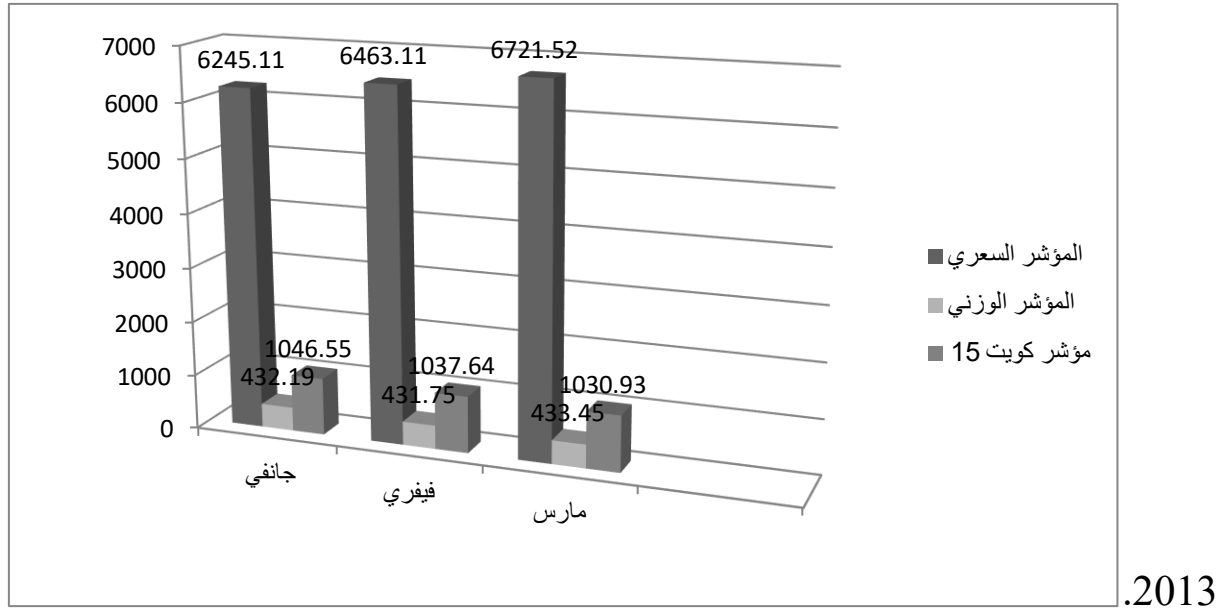
الشكل رقم (02): يوضح تطور المؤشر السعري لسوق الكويت للأوراق المالية.



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الكويت من 2007 الى 2012.

بالإضافة الى ما سبق سوف نتناول تطور المؤشر السعري و التوازني و مؤشر كويت 15 من خلال بيانات الشكل التالي:

الشكل رقم (03): يوضح أداء المؤشرات الرئيسية لسوق الكويت خلال الربع الأول لسنة



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على الموقع: www.mubasher.info/02/05/2013

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ أن الربع الأول من 2013 انتهى ليشهد نمو ملحوظ في أداء المؤشرات الكويتية الثلاثة، حيث ارتفع المؤشر السعري للسوق بنهاية الفترة بنسبة 13,27% بإقفاله عند مستوى 6721,52 نقطة رابحا أكثر من 787 نقطة حيث كان اقفاله في نهاية العام الماضي عند مستوى 5934,28 نقطة، وعلى الجانب الآخر ارتفع المؤشر الوزني بنهاية الربع الأول من العام الجاري بنسبة اقتربت من 3,8 % بمكاسب بلغت 15,8 نقطة و ذلك بعد أنهى آخر جلسات الربع الأول عند مستوى 433,5 نقطة مقابل 417,65 نقطة مستوى اقفاله نهاية العام الماضي، و بالنسبة لمؤشر كويت 15 الذي انطلق العمل به منتصف شهر ماي من العام الماضي فقد أنهى تعاملات الربع الأول من 2013 عند مستوى 1030,93 نقطة رابحا 21,8 نقطة تقريبا مقارنة بمستوى اقفاله نهاية العام الماضي عند النقطة 1009,09 ما يعني أنه حقق ارتفاعا بحوالي 2,16 % .

جدول رقم(09): يوضح حركة التداول في سوق الكويت خلال الربع الأول من 2013 و الربع الاخير من 2012.

البيان	الربع الاول 2013	الربع الرابع 2012	نسبة التغير %

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

الكميات	31,915,604	20,968,648	52,21
القيم	2,372,589	1,837,729	29,10
الصفقات	481,675	343,388	40,27

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الموقع: www.mubasher.info/02/05/2013

شهدت التداولات خلال الربع الأول من 2013 نموا ملحوظا مقارنة بما تحقق في الربع الأخير من 2012، حيث ارتفعت الكميات بأكثر من 52% لتصل إلى 31,915 مليار سهم تقريبا مقارنة بنحو 20,968 في الربع الأخير من عام 2012.

كما ارتفعت قيمة التداول خلال الربع الأول من العام الجاري بنسبة تجاوزت 29% لتصل إلى نحو 2,372 مليار د.ك مقابل 1,837 مليار د.ك في الربع الأخير من 2012، هذا بالإضافة إلى ارتفاع عدد الصفقات مع بداية العام الجاري لتصل إلى 481 ألف صفقة مقابل 343 ألف صفقة في نهاية العام الماضي و ما يعني نموا في الصفقات تجاوزت نسبته 40%. وهذا الأداء جاء نتيجة ارتفاع حجم التعاملات والاستقرار السياسي الذي شهدته دولة الكويت في هذه الفترة، والنتائج الايجابية التي أعلنت عنها بعض الشركات المدرجة، سواء على صعيد البيانات السنوية لعام 2012 أو نتائج الربع الأول من العام الجاري، حيث تعد تلك النتائج ايجابية بالمقارنة مع نتائج السنوات الماضية وهو ما عزز تفاعل المستثمرين و حفزهم على الاستثمار.

المطلب الثالث: نماذج عن أهم الصناديق المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية.

أعلن سوق الكويت للأوراق المالية بأنه تطبيقا للمادة 355 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 لهيئة أسواق المال بشأن نشر المعلومات الشهرية عن الصناديق الاستثمارية المدرجة في سوق الكويت في 2013/04/30. وجاءت المعلومات الخاصة بأهم الصناديق المدرجة والهدف منها كما يلي:

أولا: شركة المركز المالي الكويتي: وتضم مجموعة من الصناديق نتناول أهمها وهي:

1- صندوق المركز العقاري:

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

اسم مدير الصندوق: شركة المركز المالي الكويتي.

اسم الصندوق: صندوق المركز العقاري.

عملة الصندوق: الدينار الكويتي.

تاريخ البدء بالصندوق: 2002/6/9.

رأس مال الصندوق عند التأسيس: 24,215,660 د.ك.

رأس مال الصندوق الحالي: 65,274,553 وحدة.

صافي أصول الصندوق: 92,815,365 د.ك.

صافي قيمة الوحدة الصندوق: 1,421,922,265 د.ك.

مدة الصندوق: 5 سنوات قابلة للتجديد.

أهداف الصندوق: يهدف الصندوق الى تحقيق ارباح رأسمالية و نقدية و القيام بدفع العوائد و الارباح النقدية على شكل دفعات شهرية من خلال استثمار رأس مال الصندوق في شراء و تطوير عقارات مدرة و غير مدرة للدخل حصريا في دولة الكويت كما يطمح الصندوق الى الاستثمار في العقارات التي يمكن اضافة قيمة لها طبقا لسياسة و مخاطر الاستثمار و ذلك وفقا لأحكام الشريعة الاسلامية. الارباح 3,93%

2-صندوق المركز للطاقة :

اسم مدير الصندوق: شركة المركز المالي الكويتي.

اسم الصندوق: صندوق المركز للطاقة.

عملة الصندوق: الدينار الكويتي.

تاريخ البدء بالصندوق: 2006/6/22.

رأس مال الصندوق عند التأسيس: 45,647,500 د.ك.

رأس مال الصندوق الحالي: 36,695,814 وحدة.

صافي أصول الصندوق: 30,019,987 د.ك.

صافي قيمة الوحدة الصندوق: 0,818,076,660 د.ك.

مدة الصندوق: 7 سنة قابلة للتجديد.

أهداف الصندوق: صندوق المركز للطاقة هو صندوق نو رأس مال متغير يهدف الى تحقيق

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

أعلى عوائد على المدى الطويل من خلال الاستثمار و التداولات في السندات و الاوراق المالية و أسهم الشركات المدرجة و غير المدرجة التي تعمل في قطاع الطاقة في الأسواق المستهدفة. الأرباح 5,93 بالمئة.

3-صندوق فرصة المالي:

اسم مدير الصندوق: شركة المركز المالي الكويتي.

اسم الصندوق: صندوق فرصة المالي.

عملة الصندوق: الدينار الكويتي.

تاريخ البدء بالصندوق: 2002/4/20.

رأس مال الصندوق عند التأسيس: 5,000,000 وحدة.

رأس مال الصندوق الحالي: 39,274,500 د.ك .

صافي أصول الصندوق: 39,129,428 د.ك.

قيمة وحدة الصندوق: 0,96229852 د.ك.

مدة الصندوق: 10 سنوات قابلة للتجديد.

أهداف الصندوق: يهدف الصندوق إلى تنمية رأس المال من خلال استثمار الأموال لصالح من يرغب من المواطنين الكويتيين و مواطني دول مجلس التعاون الخليجي و الأجانب أشخاصا طبيعيين و اعتباريين وفقا للقانون وذلك في مجال ادارة و تنفيذ عمليات و تداولات الخيارات المالية و بأية أدوات مالية جديدة توافق ادارة السوق على ادارتها و تداولها بالإضافة الى الاستثمار في أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية و مشتقاتها، ويقوم الصندوق أيضا باستثمار الفوائض المالية في الاصدارات الأولية و السندات الحكومية و الاكتتابات العامة المتوقع ادراجها. الأرباح 3,35 بالمئة.

ثانيا: بيت الاستثمار العالمي: وتضم مايلي:

1- صندوق جلوبل المأمون:

اسم مدير الصندوق: بيت الاستثمار العالمي.

اسم الصندوق: صندوق جلوبل المأمون.

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

عملة الصندوق: الدينار الكويتي.

تاريخ البدء بالصندوق: 2001/1/17.

رأس مال الصندوق الحالي: 3,585,991,00 وحدة.

صافي أصول الصندوق: 2,054,725,418 د.ك.

صافي قيمة الوحدة الصندوق: 0.572986 د.ك.

مدة الصندوق: من تاريخ قيد ونشر الموافقة على تأسيسه في الجريدة الرسمية لمدة 15 سنة.

أهداف الصندوق: يهدف الصندوق إلى تنمية رؤوس الأموال المستثمرة عن طريق الاستثمار

في أسهم الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية. الأرباح: 0%.

2- صندوق مؤشر جلوبل لأكثر عشر شركات:

اسم مدير الصندوق: بيت الاستثمار العالمي.

اسم الصندوق: صندوق مؤشر جلوبل لأكثر عشر شركات.

عملة الصندوق: الدينار الكويتي.

تاريخ البدء بالصندوق: 2000/8/14.

رأس مال الصندوق الحالي: 57,238,414 وحدة.

صافي أصول الصندوق: 76,909,973,606 د.ك.

صافي قيمة الوحدة الصندوق: 1,343,677 د.ك.

مدة الصندوق: من تاريخ قيد ونشر الموافقة على تأسيسه في الجريدة الرسمية لمدة خمسة عشر

سنة.

أهداف الصندوق: يهدف الصندوق إلى نمو رؤوس الأموال المستثمرة عن طريق الاستثمار في

أسهم أكبر عشر شركات كويتية مدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية من حيث القيمة

السوقية وحسب التوزيع النسبي لها في مؤشر جلوبل. الأرباح: 0%.

ثالثاً: الشركة الكويتية للاستثمار: وأهم الصناديق التي تحتويها ما يلي:

- صندوق الأثير:

اسم مدير الصندوق: الشركة الكويتية للاستثمار.

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

اسم الصندوق: صندوق الأثير.

عملة الصندوق: الدينار الكويتي.

تاريخ البدء بالصندوق: 1-6-2003.

رأس مال الصندوق عند التأسيس: من 5 إلى 50 مليون د.ك .

رأس مال الصندوق الحالي: 8.301.606 وحدة.

صافي قيمة أصول وحدات الصندوق: 9,111,257,531 د.ك.

صافي وحدة الصندوق: 1,098 د.ك.

مدة الصندوق: 10 سنوات.

أهداف الصندوق: تحقيق عوائد جيدة للمستثمرين عن طريق استثمار أموال الصندوق في أسهم شركات الاتصالات العربية والشركات ذات الصلة بنشاط الاتصالات المدرجة وغير المدرجة في الأسواق العربية للأوراق المالية واستثمار النقد المتوفر في أدوات نقدية وأوراق مالية يسمح بها هذا النظام. الأرباح: 0%.

رابعاً: شركة ثروة للاستثمار: وتضم هذه الشركة ما يلي:

- صندوق ثروة الاستثماري:

اسم مدير الصندوق: شركة ثروة للاستثمار.

اسم الصندوق: ثروة الاستثماري.

عملة الصندوق: الدينار الكويتي.

تاريخ البدء بالصندوق: 2007/5/22.

راس مال الصندوق عند التأسيس: 9,309,000 وحدة.

رأس مال الصندوق الحالي: 6,811,000 د.ك.

صافي أصول الصندوق: 9,990,556 د.ك.

صافي وحدة الصندوق: 1,476 د.ك.

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

مدة الصندوق: 15 سنة.

أهداف الصندوق: استثمار أموال الصندوق في أسهم الشركات المدرجة في السوق الكويتي للأوراق المالية وفقا لما يراه مدير الصندوق لتوفير فرص استثمارية بناء على أسس و دراسات وافية لتحقيق أعلى عائد ممكن و بمخاطر محدودة و الاستثمار في السوق الاجل أو أي أداة استثمارية جديدة يطرحها سوق الكويت و استثمار الفوائض في الودائع قصيرة و متوسطة الأجل لحين توافر فرص استثمارية أخرى. الأرباح 0 بالمئة.

خامسا: شركة الكويت و الشرق الأوسط للاستثمار المالي: وأهم الصناديق الموجودة فيها ما يلي:

-صندوق الرؤية:

اسم مدير الشركة: شركة الكويت و الشرق الأوسط للاستثمار المالي.

اسم الصندوق: صندوق الرؤية.

عملة الصندوق: الدينار الكويتي.

تاريخ البدء بالصندوق: 2002/6/29.

رأس مال الصندوق عند التأسيس: 24,135,000,00 د.ك.

رأس مال الصندوق الحالي: 25,469,337 وحدة.

صافي أصول الصندوق: 37,987,628,995 د.ك.

صافي قيمة أصول وحدات الصندوق: 1,492 د.ك.

مدة الصندوق: 15 سنة من تاريخ التأسيس.

أهداف الصندوق: يهدف الصندوق الى تنمية رأس المال من خلال الاستثمار في الأوراق المالية للأسهم المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية بما في ذلك تداول أية أدوات استثمارية جديدة يراها مناسبة و توافق ادارة السوق على تداولها كما يستثمر الصندوق الفوائض المالية

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

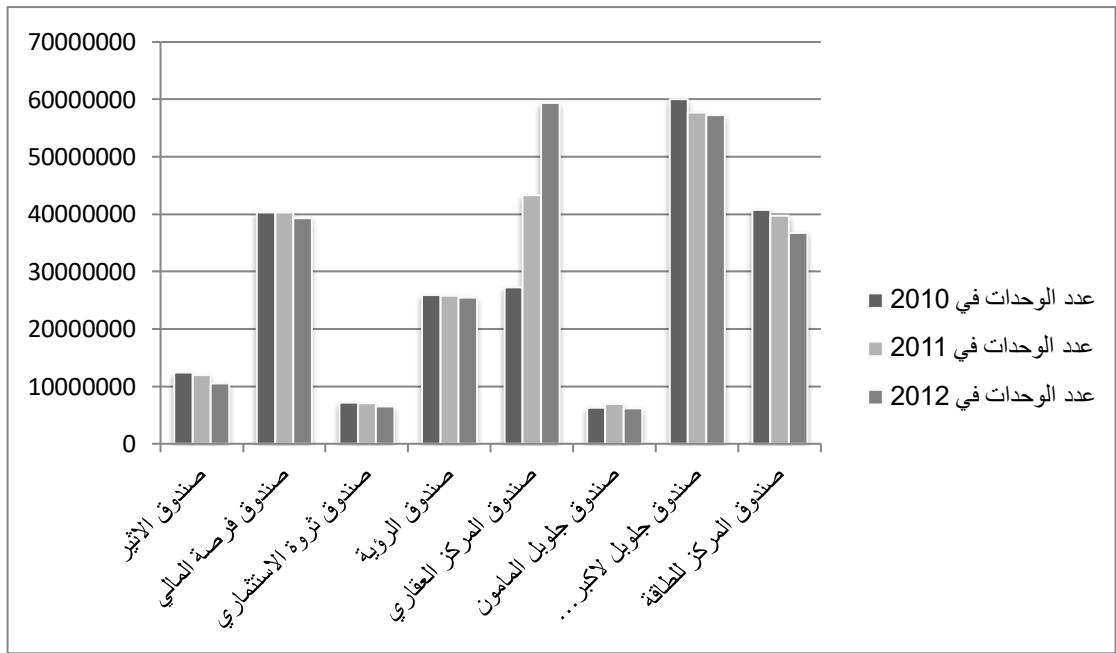
في الاصدارات الأولية و السندات الحكومية و الاكتتابات العامة المتوقع ادراجها و الاكتتابات الخاصة يقوم الصندوق أيضا باستثمار الفوائض المالية في الودائع قصيرة الاجل لحين توافر فرص استثمارية أخرى. الأرباح 0 بالمئة.

أما عن أداء هذه العينة من الصناديق خلال الخمس سنوات الأخيرة فقد كان كالآتي:

في سنة 2008 كان أداء هذه الصناديق ضعيفا نتيجة الانهيارات التي شهدتها أسعار وثائق صناديق الاستثمار على اثر الأزمة المالية العالمية من جهة وبسبب خسائر مالية تحققت نتيجة للفروق الكبيرة التي شهدتها أسعار الأسهم التي تستثمر فيها هذه الصناديق في 2008 مقارنة بأسعار الأسهم في 2007 من جهة أخرى، وقد جاءت هذه النتائج السلبية انعكاسا طبيعيا لما يحدث في سوق الكويت للأوراق المالية الذي حقق نموا سلبيا في سنة 2008 حيث قدرت خسارته ب: 228 مليون د.ك، أما في سنة 2009 فقد حققت هذه الصناديق نموا ملحوظا مقارنة بالعام الماضي و جاء ذلك نتيجة انتعاش سوق الكويت للأوراق المالية الذي حول خسائره التي مني بها في 2008 الى أرباح في 2009 قدرت ب 90 مليون د.ك حيث شهد كل من صندوق جلوبل المأمون و صندوق جلوبل لأكبر عشر شركات ارتفاعا بنسبة 8 % و 15% على التوالي اضافة الى ذلك فقد حقق كل من صندوق المركز العقاري و المركز للطاقة نموا جيدا أما صندوق فرصة المالي فقد كان أكثر الصناديق انخفاضا.

أما سنة 2010 فقد كانت سنة جيدة على سوق الكويت للأوراق المالية الأمر الذي انعكس بالإيجاب على أداء صناديق الاستثمار و قد تصدر صندوق فرصة المالي هذه الصناديق حيث حقق أرباحا قدرت ب 6 مليون د.ك تلاه صندوق رؤية ب 5 مليون د.ك، وقد حقق أقل قدر من الأرباح كل من صندوق جلوبل المأمون و صندوق جلوبل لأكبر عشر شركات. وفي 2011 كان أداء اغلب هذه الصناديق سلبيا باستثناء صندوق المركز العقاري الذي حقق أرباحا قدرت بحوالي 3 مليون د.ك، أما سنة 2012 فقد حققت الصناديق نتائج جيدة معوضة بذلك خسائر 2011 و قد استمر الأداء الجيد لصندوق المركز العقاري محققا في 2012 أرباحا قدرت ب 5 مليون د.ك وفي المقابل استمر الأداء السلبى لصندوق جلوبل لأكبر عشر شركات، و الشكل البياني التالي يوضح لنا عدد وحدات هذه الصناديق من 2010 الى 2012 .

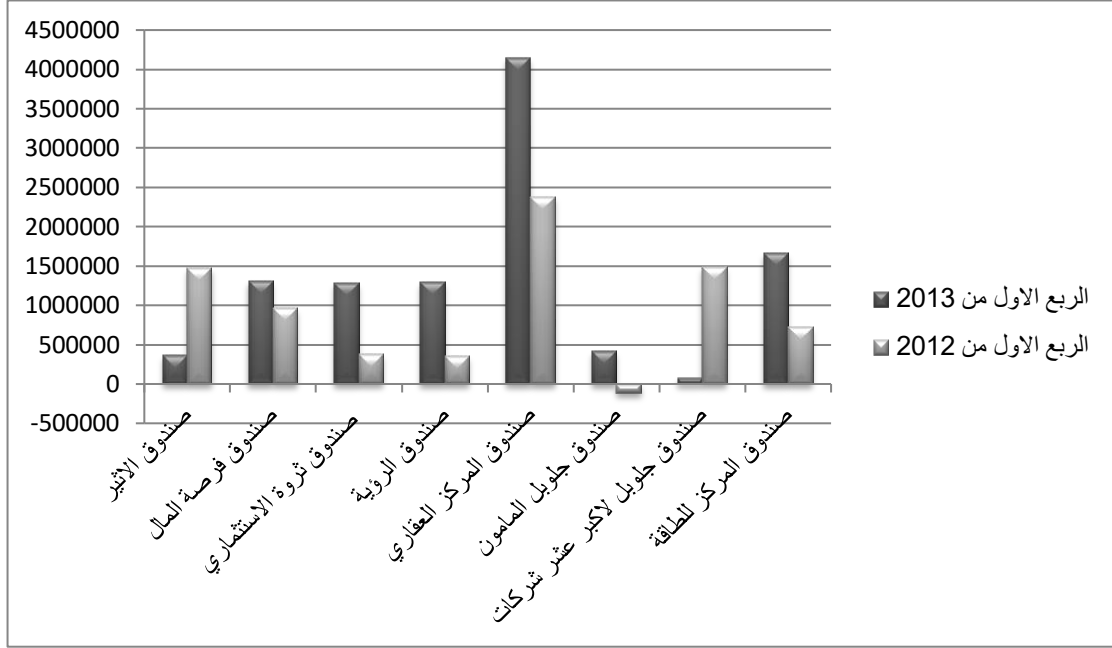
شكل رقم (04): يوضح عدد وحدات صناديق الاستثمار من 2010 الى 2012.



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على موقع سوق الكويت للأوراق المالية: www.kuwaitse.com

أما عن أداء هذه الصناديق خلال الربع الأول من العام الجاري فقد كان جيدا بالمقارنة مع الربع الأول من 2012 حيث حققت أغلب الصناديق أرباحا باستثناء صندوق صندوق جلوبل المأمون الذي كان أداءه سلبيا وجاءت هذه النتائج الجيدة انعكاسا للأداء الجيد لسوق الكويت للأوراق المالية خلال الربع الأول من 2013 نتيجة عودة ثقة المتعاملين بالسوق و ارتفاع كمية التداول و ارتفاع حجم السيولة، و الشكل البياني التالي يوضح أداء صناديق الاستثمار خلال الربع الأول من 2013.

شكل رقم (05): يوضح أداء صناديق الاستثمار خلال الربع الأول من سنة 2013.



المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على موقع سوق الكويت للأوراق المالية: www.kuwaitse.com

المطلب الرابع: تقييم أداء صناديق الاستثمار.

اتسمت حركة التداول في سوق الكويت للأوراق المالية وبشكل عام بالنشاط الكبير، وارتفعت معظم مؤشرات التداول نتيجة لزيادة السيولة لدى المستثمرين وتوجيهها للاستثمار في أسواق الأسهم، وساعد هذا النشاط

العوامل الإيجابية المحيطة بالسوق والتي كانت ولا تزال هي الدافع وراء الانتعاش الذي يشهده سوق الكويت للأوراق المالية إلى جانب انخفاض أسعار الفائدة المحلية والعالمية والمعايير الفنية الاستثمارية للسوق بشكل عام، كما أن مساهمة هيئة صناديق الاستثمار مكنت من تحقيق الكثير من الأهداف سواء على مستوى التداول والقيمة، أو على مستوى فاعلية تلك الصناديق على نشاط سوق الكويت للأوراق المالية. حيث تعد الكويت ثاني أكبر سوق في دول التعاون فيما

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

يتعلق بصناعة صناديق الاستثمار من حيث حجم الأصول المدارة وعدد الصناديق، حيث بلغت القيمة الرأسمالية للشركات المدرجة والذي بلغ عددها 196 شركة نحو 29,5 مليار دينار كويتي في نهاية الربع الأول من عام 2013 مرتفعة بما يقارب 814,5 مليون دينار كويتي أي ما نسبته 2,8 في المائة مقارنة مع نهاية ديسمبر 2012. كما بلغ عدد الصناديق المدرجة خلال الربع الأول من عام 2013 إلى حوالي 70 صندوق استثماري .

وتعكس الزيادة المستمرة في أعداد صناديق الاستثمار الدور الهام الذي تلعبه في ظل تخوف صغار المستثمرين من المضاربة في سوق الكويت للأوراق المالية ومن أهم أسباب تزايد ذلك الدور مايلي:

- تشجيع الهيئة العامة للاستثمار لآلية الصناديق في جذب المدخرات لصغار المستثمرين واستثمارها بشكل مهني ومدروس.

- عودة الثقة إلى السوق بعد أن جدد بها المستثمرون والمتعاملون في 2006، الذي كانت تسوده حالة شبه التوقف عن ضخ سيولة جديدة وانعدام للمبادرات رغم أن الأسعار كانت مغرية، وكان للتدفق الكبير للسيولة وأدى ذلك لارتفاع كبير في حجم الأصول المدارة من جانب الشركات المدرجة سواء عبر ضخ المزيد من السيولة في المحافظ أو الصناديق الاستثمارية الأجنبية إلى السوق من مستثمرين استراتيجيين أثر كبير في زيادة تأسيس الصناديق، بالإضافة لزيادة حجم استثمارات الشركات المحلية في السوق وذلك عبر الاستحوادات التي تمت.

- أن صناديق الاستثمار تعد أفضل خيار للمستثمرين والأفراد حالياً على اعتبارها وعاء ماليا يهدف لحماية وتجميع المدخرات، خاصة أنها تقيهم من التذبذبات بالاعتماد على خبرة وكفاءة إدارة الصندوق الاستثماري

وضرورة تنمية الوعي الاستثماري في هذا المجال لدى أفراد المجتمع الكويتي.

إن نمو صناديق الاستثمار كان مدعوماً ببيئة الضرائب غير المقيدة مقارنة ببقية نظرائها في هذا القطاع. كما يعد التداول بالأسهم المعفى من الضريبة في الكويت أمراً جيداً، سواء بشكل مباشر أو عبر صناديق الاستثمار بالنسبة لنمو الصناعة وجذب المستثمرين الأجانب للصناديق الكويتية فالمستثمرون المحليون تأثروا خلال الأزمة المالية العالمية، ومعظم استثماراتهم كانت تركز

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

على مضاربات بدلاً من الأساسيات. علاوة على ذلك، يشكل النمو نقطة أساس لقدوم المستثمرين للكويت، وكان لابد من وجود نقطة توازن في استراتيجية المستثمرين، والتركيز على العوامل المضاربة والأساسية معاً.

أما من حيث فاعلية الصناديق الاستثمارية وتأثيرها على نشاط سوق الكويت للأوراق المالية فيمكن توضيحها في النقاط التالية:

– الأداء الجيد للصناديق وتحقيق عوائد مميزة، فالأداء الجيد لهذه الصناديق انعكس بشكل إيجابي على أداء السوق.

– تعزيز استقرار السوق بسبب إتباع مديري الصناديق أسلوب الاستثمار طويل الأجل والذي بدوره جعل من القرار الاستثماري قراراً أكثر عقلانية لا يتأثر بسهولة بالهزات الخارجية المؤقتة.

– جذب السيولة الفائضة سواء لدى الأفراد أو المؤسسات عن طريق تقديم سعر خصم جيد وعوائد جيدة مقارنة بعوائد الودائع في البنوك.

– توسيع قاعدة الاستثمار ودخول الكثير من صغار المستثمرين أو المؤسسات قليلة الخبرة إلى السوق، بالإضافة إلى توفير العوائد الجيدة، فإن الصناديق تضمن سهولة دخول هذه الفئات إلى السوق وتوفير لهم خدمة الإدارة المحترفة.

– إنعاش السوق دون الحاجة إلى ضخ أموال جديدة.

– تحسين نوعية أداء السوق ويظهر ذلك جلياً بتقليل الفارق بين أداء الصناديق والسوق مع زيادة عدد الصناديق، واقترب أداء السوق إلى أداء الصناديق المميزة.

– خصخصة جزء من أسهم الهيئة فيمكننا اعتبار تجربة الصناديق نوعاً من الخصخصة بحيث مكنت الهيئة من طرح أسهمها بسعر خصم جيد مع جلبها عائداً مميزاً.

– تحول أصول الهيئة إلى وحدات سائلة يمكن تسيرها في أي وقت دون حدوث انعكاسات سلبية.

– توفير قدر أكبر من الشفافية والالتزام من خلال الإجراءات الرقابية التي وضعت من قبل الهيئة على شركات الاستثمار.

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

وخلاصة القول أن الصناديق الاستثمارية في الكويت حققت انجازات حقيقية إذ استطاعت خلال السنوات الخمس الماضية أن تضيف نشاطا اقتصاديا ملموسا وساعدها في ذلك النشاط الكبير الذي شهده سوق الكويت للأوراق المالية. كما أن السيولة وحالة الازدهار وقلة العائد في الاستثمارات الخارجية وعودة بعض رؤوس الأموال من الخارج كانت من الأسباب الأكثر أهمية في تزايد نشاط الصناديق الاستثمارية في الكويت، إضافة إلى العوائد المالية الكبيرة التي حققتها معظم الصناديق الاستثمارية خلال فترة قصيرة جدا وكانت من أبرز العوامل التي ساهمت ايجابيا في أن تستحوذ على صغار المستثمرين خصوصا.

بالإضافة إلى كون سوق الأوراق المالية لها معاييرها التي تستند إليها، ولكن من المؤكد أن الاستثمار في الكثير من الصناديق لاسيما التي حققت معدلات عالية من الأداء كانت بمنزلة القيادة الآمنة لكثير من التداولات اليومية في السوق. كما تتميز الكثير من الصناديق الاستثمارية بانخفاض درجة المخاطرة في مقومات الاستثمار أي أن العامل المهم في تقليل أو تجنب نسب ومعدلات المخاطر هو درجة الوعي الاستثماري لدى القائمين على هذه الصناديق ومعرفتهم الكاملة بأسس وقواعد الاستثمار الآن خصوصا أن هناك تزايدا فعليا من قبل المساهمين و المستثمرين في الصناديق الاستثمارية.

خلاصة:

من خلال ما سبق نلاحظ أن سوق الكويت للأوراق المالية يحتل مركزا ماليا هاما في منطقة الخليج العربي وهو الآن يتجه نحو مزيد من الانفتاح على المحيط العام والاحتكام الى المنافسة المفتوحة مما يعني ذلك قدوم شركات اقليمية وعالمية الى الكويت سواء لتقديم خدمات مالية أو

الفصل الثالث حالة صناديق الاستثمار في سوق الكويت للأوراق المالية

لتعبئة موارد من السوق المحلي لأغراضها الخارجية بالإضافة الى امكانية ربط بورصة الكويت ببورصات عربية وعالمية.

وتلعب صناديق الاستثمار دورا أساسيا في سوق الكويت للأوراق المالية ويتجلى ذلك من خلال حجم رأس المال وكذا حجم التداولات في السوق، وبالتالي فان صناديق الاستثمار تمثل عنصرا هاما في تنشيط سوق الأوراق المالية.

قائمة المراجع

أ-الكتب:

أحمد أبو الفتوح علي الناقه، "نظرية النقود والأسواق المالية- مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية"، مكتبة ومطبعة الاشعاع الفنية، ط01، 2001.

أحمد بن حسن، " صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور اقتصاد إسلامي"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، ط03، 2001.

أحمد صلاح عطية، " مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار"، دار النهضة العربية، 2002.

أرشد فؤاد التميمي، أسامة غرمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية- تحليل وإدارة"، دار المسيرة، عمان، الأردن، ط01، 2004.

أرشد فؤاد التميمي، "الأسواق المالية- إطار في التنظيم وتقييم الأدوات-"، دار اليازوري العلمية، عمان، الأردن، 2010.

إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، "اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، جامعة الإسكندرية، مصر، 2001.

أمين عبد العزيز، "الأسواق المالية"، دار قباء الحديثة، القاهرة، مصر، 2007.

بن علي بلعزوز، محمد الطيب محمد، "دليلك في الاقتصاد: النقدي- البنكي- الدولي- الأوراق المالية- المالية العامة"، دار الخلدونية، الجزائر، 2008.

بن قاسم، "صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين"، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، مصر، ط01، 1995.

جمال جويدان الحمل، "الأسواق المالية والنقدية"، دار الصفا للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.

حسن فليح خلف، "الأسواق المالية والنقدية"، جدار للكتاب العالمي، عمان، الأردن، 2006.

حسني المصري، "صناديق الاستثمار المشترك"، جامعة الكويت، الكويت، 1995.

حسين بني هاني، "الأسواق المالية : طبيعتها-تنظيمها-أدواتها المشتقة"، دار الكندي للنشر و التوزيع، عمان الأردن، ط01، 2002.

حسين شحاتة، عطية فياض، "الضوابط الشرعية للتعامل في الأوراق المالية-البورصة"، دار الطباعة الإسلامية للنشر، مصر، ط01، 2001.

حسين غنيم عطا، "دراسات في التمويل"، بدون ناشر، 1999.

حسين مصطفى هلالى، "الشركات المساهمة والبورصات مدخل متكامل"، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1999.

حمد سويلم، "إدارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الأوراق المالية"، بدون ناشر، بدون سنة نشر.

حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، ط01، 2004.

خالد الغامري، "استثمار أموالك في صناديق الاستثمار"، دار الفاروق، القاهرة، ط01، 2001.

رسمية أحمد أبو موسى، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المعنز للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، ط01، 2005.

زكريا سلامة عيسى شطناوي، "الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النفائس للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، ط01، 2009.

زياد رمضان، مروان شموط، "الأسواق المالية"، الشركة العربية المتحدة، مصر، 2008.

زياد رمضان، "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر، ط01، عمان، الأردن، 2002.

السيد عبد القادر متولي، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان الأردن، ط01، 2010.

-صفوت عبد السلام عوض الله، "صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2005.

صلاح الدين حسن السيبي، "بورصات الأوراق المالية: أهمية- الأهداف- السبل- مقترحات النجاح"، عالم الكتب، ط01، 2003.

ضياء مجيد، "البورصات- أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الجزائر، 2003.

عاطف وليم اندراوس، "أسواق الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ط01، 2006.

عبد التواب محمد حلمي، "البورصة المصرية والبورصة العالمية: آلية عملها- الرقابة عليها- الربط بين البورصات"، مؤسسة الطوبجي للطباعة والنشر، القاهرة، 2004.

عبد الحليم عطية صقر، "الإطار القانوني لصناديق الاستثمار"، جامعة الأزهر، مصر، 1998.

عبد الرحمن توفيق، "البورصات المالية وتكوين محافظ الاستثمار"، مركز الخبرات المهنية للإدارة، ط03، 2004.

عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في الأوراق المالية: أسهم- سندات- وثائق الاستثمار"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.

عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2003.

عبد الغفار حنفي، د. رسمية قريبا قص، "أسواق المال: بورصات- مصارف- شركات التأمين- شركات الاستثمار"، دار الجامعة الجديدة للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2003.

عبد النافع الزراري، غازي توفيق فرح، "الأسواق المالية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط01، 2001.

عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية"، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط01، 2008.

فريد راغب النجار، "أسواق المال والمؤسسات المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.

قاسم نايف علوان، "إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق"، دار الثقافة، عمان، الأردن، ط01، 2006.

مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، ط01، 2005.

محفوظ جبار، "البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية"، دار هومة، الجزائر، ط01، 2002.

محمد الصيرفي، "البورصات"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ط01، 2008.

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

محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية"، الجامعية، الإسكندرية، 2002.

محمد صبري هارون، "أحكام الأسواق المالية"، دار النفائس للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، ط02، 2009.

محمد صلاح الحناوي، د. جلال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق"، الإسكندرية، مصر، 2005.

محمد عبد الحليم عمر، "المعالجة الحاسوبية لأرباح صناديق الاستثمار من منظور إسلامي"، جامعة الأزهر، مصر، 1998.

محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال"، دار النهضة العربية، مصر، 1993.

محمد علي الفري، "صناديق الاستثمار الإسلامية"، الدار البيضاء، المغرب، 1998.

محمد ماهر محمد علي، "تقييم تجزئة صناديق الاستثمار في مصر"، جامعة الأزهر، مصر، 1998.

محمد مطر، "إدارة الاستثمارات"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط2، 1999.

محمود صبح، "الابتكارات المالية للمؤسسات و الأوراق المالية الغائبة عن السوق المالي المصري"، بدون ناشر، مصر، 1998.

محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية- مؤسسات، أوراق، بورصات-"، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005.

محمود يونس، عبد المنعم مبارك، "مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2003.

مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، "بورصات الأوراق المالية"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2009.

منى قاسم، "صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين"، الدار اللبنانية، 1995.

منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003.

منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في الاستثمار"، مؤسسة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1996.

منير إبراهيم هندي، "صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.

منير إبراهيم هندي، "مستقبل أسواق رأس المال العربية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1995.

منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1999.

منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.

منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، منشأة المعارف، مصر، 1995.
ناجي جمال، "إدارة محفظة الأوراق المالية"، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، بيروت، لبنان، ط01، 1998.

نشأت عبد العزيز معوض، "بورصات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، كتاب الأهرام الاقتصادي، مصر، 1994.

نظير رياض محمد الشحات، "البورصات"، المكتبة العصرية، المنصورة، مصر، ط01، 2000.

هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط01، 2009.

ب- الرسائل الجامعية:

إحسان بوبريمة، "دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية"،
مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة،
دفعة 2006-2007.

خالد محمد نصار، "آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة
المالية- دراسة تطبيقية على المستثمرين في قطاع غزة-"، بحث مقدم للحصول على درجة
الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006.

رفيق شرياق، "دور البنوك التجارية في تفعيل سوق رأس المال"، مذكرة تخرج لنيل شهادة
الماجستير، تخصص نقود ومالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، دفعة 2004-2005.

سامية عمر عبدة، "ترابط الأسواق المالية الخليجية بالأسواق المالية العالمية خلال الفترة
القصيرة"، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود ومالية، جامعة 08 ماي
1945، قالمة، دفعة 2003-2004.

عبد الرحيم هشام محمد، "استخدام أدوات الهندسة المالية في تطوير أداء صناديق
الاستثمار المصرية"، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، فرع بنها، 2000.

عبد المنعم أحمد محمد المنسي، "تطوير الإفصاح المحاسبي بهدف تخفيض درجة عدم
التأكد في تقرير العائد والمخاطرة لصناديق الاستثمار المصرية- دراسة تجريبية-"، بحث
مقدم للحصول على درجة دكتوراه الفلسفة في المحاسبة، جامعة الزقازيق، كلية التجارة، قسم
المحاسبة، مصر، 2007.

عديلة مريم، "محاولة قياس أثر البورصة على التنمية الاقتصادية-دراسة حالة
الجمهورية التونسية(1991-2002)"، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير، تخصص نقود
ومالية، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، دفعة 2004-2005.

ت-الدوريات و الملتقيات:

"إدارة المخاطر في صناديق الاستثمار الإسلامية"، بحث مقدم للندوة السادسة عشر لدلة
البركة، 24 صفر 1420، بيروت.

إسماعيل حسن، "صناديق الاستثمار كأحد الآليات المستحدثة في سوق المال المصري"، مؤتمر دور المحاسبة والمراجعة في مرحلة الخصخصة، القاهرة، 14-15 سبتمبر 1996.

صفوت عبد السلام عوض الله، "الشفافية و الإفصاح و الاثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، 2007.

فاطمة دشتي، "التنظيم القانوني لسوق الكويت للأوراق المالية"، مؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات، كلية الحقوق ، جامعة الكويت
"تجربة صناديق الاستثمار في النصف الثاني من التسعينات نظرة تقييمية"، بنك مصر، مركز البحوث، أوراق بنك البحثية، العدد 2000، 08.

ث-المجلات

أبو النصر عصام عبد الهادي، "نموذج محاسبي مقترح لقياس وتوزيع عوائد صناديق الاستثمار في الفكر الإسلامي"، المجلة العلمية لتجارة الأزهر، كلية التجارة، جامعة الأزهر، العدد 23.

رمضان الشراح، "دور الاسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي"، مجلة المال والصناعة العدد الثامن عشر، 2000، بنك الكويت الصناعي.
فلاح خلف الربيعي، "دور صناديق الاستثمار في الاقتصاد العراقي"، مقال منشور، العدد 2252، 15-04-2008.

محسن عبد الهادي، "بورصة الكويت...سوق نضجت على نيران الأزمات"، مجلة العربي، العدد 579، 2-2007

مفتاح صالح، فريدة معارفي، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية"، مجلة الباحث، العدد 07، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2009-2010.

نبيل فرحات، "صناديق التحوط قادمة"، مجلة البورصة المصرية، ملحق مجلة الأهرام الاقتصادي، العدد 398، الاثنين 20 ديسمبر.

ج-المواقع الالكترونية:

مارون بدران، "عيوب صناديق الاستثمار"، 2007-12-30، من الموقع ،
محمد عموري، "صناديق الاستثمار- ماهيتها- أنواعها- دورها"، مقال منشور
30 جوان 2007، من الموقع،

Www. Acc4arab. Com.

www. Sahmy. Com.

www. Islamqifin. Com.

www.kuwaitboorsa.com.25/4/201

www.kuwaites.com

<http://www.kuwaitse.com/A/KSE/Trading.aspx.28/04/2013>

الهيئة العامة للاستثمار، مقال منشور على الموقع،

www.alqabas.com.kw/sites/default13/07/2008.

الملحق رقم: 01

الملحق رقم: أسماء الشركات المدرجة في بورصة الكويت.

تاريخ الإصدار Listing Date	إسم الشركة	القطاع	الشركة	رقم الشركة
1984-09-29	بنك الكويت الوطني (ش.م.ك.)	البنوك	وطني	101
1984-09-29	بنك الخليج (ش.م.ك.)	البنوك	خليج	102
1984-09-29	البنك التجاري الكويتي (ش.م.ك.)	البنوك	تجاري	103
1984-09-29	البنك الأهلي الكويتي (ش.م.ك.)	البنوك	أهلي	104
1984-09-29	بنك الكويت الدولي (ش.م.ك.)	البنوك	التنمذ	105
1984-09-29	بنك الكويت الدولي (ش.م.ك.)	البنوك	الدولي	106
1984-09-29	بنك بيرلن (ش.م.ك.)	البنوك	بيرلن	107
2008-05-15	بنك التمويل الكويتي (ش.م.ك.)	البنوك	ميتة	108
1984-09-29	بنك بومبيان (ش.م.ك.)	البنوك	بومبيان	109
1984-09-29	الشركة الكويتية للاستثمار (ش.م.ك.)	الاستثمار	كويتية	201
1984-09-29	شركة التجميعات التجارية (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	التجميعات	202
1988-07-08	شركة الاستثمارات المالية الدولية (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	أبنا	203
1984-09-29	شركة الاستثمارات الوطنية (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	استثمارات	204
1988-06-07	شركة مشاريع الكويت القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	مشاريع	205
1988-11-05	الشركة العامة للقابضة (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	عامة	206
1986-05-07	شركة السماس لتأسيس والاستثمار (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	سماس	207
1986-05-28	شركة الاستثمار الدولي (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	مستثمر	208
1986-07-08	بنك الأوراق المالية (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	المبتد	209
1986-12-31	شركة الاستثمارات المالية والبنكية (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	البنكية	210
1986-12-31	مجموعة الأوراق المالية (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	الأوراق	211
1987-04-07	الشركة العامة للتمويل (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	م التمويل	212
1987-07-28	المرکز المالي الكويتي (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	المركز	213
1987-11-23	شركة التمويل والتأمين الإسلامية للاستثمار والمصارف (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	مصرفية	214
1988-11-22	مجموعة شركات استثمار (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	المجموعة	215
1989-04-27	شركة دار الاستثمار (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	عارف	216
1989-11-14	شركة الأمان للاستثمار (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	الأمان	217
2001-12-01	الشركة الأولى للاستثمار (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	الأولى	218
2002-01-15	شركة المال للاستثمار (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	المال	219
2002-08-22	بنك الاستثمار المجمع (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	المجمع	220
2002-09-29	شركة أحيان لتجارة والاستثمار (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	أحيان	221
2003-09-08	شركة سيمان للاستثمار (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	سيمان	222
2003-08-02	بنك الاستثمار العالمي (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	عالمي	223
2003-08-30	شركة أصول للاستثمار (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	أصول	224
2003-07-28	الشركة الكويتية الدولية للاستثمار (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	خط المستثمر	226
2003-10-20	الشركة الكويتية للتحويل والاستثمار (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	التحويل	227
2004-07-04	شركة مشاريع الكويت القابضة للاستثمار (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	مشاريع	228
2004-12-27	الشركة الدولية لتجارة والاستثمار (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	م لتجارة	229
2005-01-11	شركة الكويت القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	كويت القابضة	230
2005-05-18	الشركة الوطنية الدولية القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	وطنية م ت	231
2005-06-20	شركة تمويل الإسكان (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	إسكان	232
2005-08-08	شركة المصارف الكويتية (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	مصارف	233
2005-11-21	شركة الميرة القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	الميرة	234
2005-11-28	شركة مجموعة الساسم القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	الساسم	235
2005-12-19	شركة انتخاب القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	السلام	236
2005-12-26	شركة البرين القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	البرين	237
2005-12-27	شركة مسعود القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	مسيود	238
2006-04-24	شركة المدينة للتطوير والاستثمار (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	مدينة	239
2006-05-01	شركة دور للاستثمار المالي (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	المدينة	240
2006-05-19	شركة التمويل الاستثمارية (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	تمويل م	241
2006-04-28	الشركة الكويتية العربية للتطوير العقاري (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	تطوير م	242
2008-06-02	شركة دايما العقارية القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	دايما	243
2008-12-03	الشركة الكويتية العربية القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	العربية	244
2009-11-10	شركة استراتيجيات الاستثمار (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	استراتيجيات	246
2010-03-16	الشركة الكويتية العربية القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	العربية	247
2010-03-25	شركة عنابر للاستثمار (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	عنابر	248
2010-03-24	الشركة القابضة العربية القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	العربية	249
2010-04-16	شركة أوبال الدولية للاستثمار (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	أوبال	250
2011-04-19	شركة المسار الدولية والاستثمار (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	المسار	251
2011-04-19	شركة الاستثمار (ش.م.ك.م.ت.)	الاستثمار	الاستثمار	252

بورصة الكويت للأوراق المالية

تاريخ الإصدار Listing Date	إسم الشركة	القطاع	الشركة	رقم الشركة
1984-09-29	شركة الكويت للتأمين (ش.م.ك.)	التأمين	كويت ت	301
1984-09-29	شركة الخليج للتأمين (ش.م.ك.)	التأمين	خليج ت	302
1984-09-29	الشركة العامة للتأمين (ش.م.ك.)	التأمين	عامة ت	303
2004-09-29	شركة ديرة للتأمين (ش.م.ك.)	التأمين	ديرة	304
2004-12-12	شركة إمامة للتأمين الكويتية (ش.م.ك.م.ت.)	التأمين	الإمامة	306
2004-12-20	الشركة الأولى للتأمين التجاري (ش.م.ك.م.ت.)	التأمين	أولى للتأمين	308
1984-09-29	شركة وثائق للتأمين التجاري (ش.م.ك.م.ت.)	التأمين	وثائق	307
1984-09-29	شركة عقارات الكويت (ش.م.ك.)	العقارات	عقارات ك	401
1984-09-29	شركة العقارات المتحدة (ش.م.ك.)	العقارات	متحدة	402
1984-09-29	الشركة الوطنية العقارية (ش.م.ك.)	العقارات	وطنية	403
1984-09-29	شركة العقارات العامة (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	عامة	404
1987-10-11	شركة توثيق العقارية (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	توثيق	406
1985-08-08	شركة التمويل العقاري (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	تمويل م	408
1987-05-10	شركة أجيال العقارية الترخيفية (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	أجيال	408
1987-08-28	شركة المساهم العامة (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	م المساهم	410
1988-08-22	الشركة العربية العقارية (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	عربية م	410
1988-07-12	شركة اتحاد العقارية (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	اتحاد م	412
1988-11-17	شركة إدميا العقارية (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	إدميا	412
2002-09-17	شركة الصانع (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	الصانع	413
2003-04-07	شركة مبيعات للتطوير العقاري (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	مبيعات	414
2008-11-01	شركة جيران القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	جيران	415
2004-12-13	شركة جوهرة الاستثمار والتطوير (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	الجوهرة	416
2004-12-21	الشركة العامة للتأمينات (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	العامة	417
2004-12-28	شركة سهام العقارية (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	سهام	418
2005-03-14	شركة أحيان العقارية (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	أحيان م	419
2005-04-11	شركة مكا للاستثمارات العقارية (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	مكا م	420
2005-04-12	شركة العقارات العامة القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	العقارية العامة	421
2005-09-02	شركة المزايا القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	مزايا	422
2005-07-02	شركة الفجر العقارية (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	أفجر	424
2008-08-15	شركة الشارقة الدولية القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	الشارقة	426
2008-09-26	شركة المسعود والتطوير العقاري (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	مسعود	426
2008-12-12	شركة التجارة والاستثمار العقاري (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	تجارة	427
2006-12-11	شركة التطوير والاستثمار العقاري (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	التطوير	428
2007-02-23	شركة أرمان الكويت القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	أرمان	429
2007-07-23	شركة المصالح العامة القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	مصال م	430
2007-10-29	شركة أجيال للتطوير العقاري (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	أجيال	431
2007-11-05	شركة مبيعات التطوير العقاري (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	مبيعات	432
2007-12-10	شركة ميم العقارية (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	ميم	433
2008-02-23	شركة ميم العقارية (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	ميم العقارية	434
2010-01-18	شركة منازل القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	منازل	438
2010-01-31	شركة إدارة الأبنية القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	إدارة	437
2010-02-14	شركة مينا العقارية (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	مينا	438
2010-12-28	الشركة العامة للتطوير العقاري (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	العامة	439
2011-01-04	شركة برهان للتجارة العقارية (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	برهان	440
1984-09-29	شركة رجال الكويت القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	العقارات	رجال	441
1984-09-29	مجموعة المصارف الوطنية القابضة (ش.م.ك.)	المصارف	مصارف	501
1984-09-29	الشركة الكويتية لمصارف التأمين والمصارف القابضة (ش.م.ك.)	المصارف	التأمين	502
1984-09-29	شركة أسمنت الكويت (ش.م.ك.)	المصارف	أسمنت	503
1984-09-29	شركة مزارع للتطوير والتأمين (ش.م.ك.)	المصارف	التطوير	504
1984-11-05	شركة الخليج القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	المصارف	الخليج	506
1984-09-29	شركة المصارف العامة القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	المصارف	المصارف	506
1985-04-01	شركة إيمان القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	المصارف	إيمان	507
1986-03-31	شركة الخليج القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	المصارف	بورصة	508
1986-09-05	شركة المصارف العامة القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	المصارف	العامة	509
1987-04-14	شركة المصارف العامة القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	المصارف	العامة	510
1987-04-26	شركة المساهم العامة (ش.م.ك.م.ت.)	المصارف	مساهم م	511
1987-05-03	شركة المصارف العامة القابضة (ش.م.ك.م.ت.)	المصارف	العامة	512
1987-06-07	شركة بومبيان للتطوير والتأمين (ش.م.ك.)	المصارف	بومبيان م	514

الشركات المدرجة

رقم الشركة	الشركة	القطاع	إسم الشركة	تاريخ الإدراج Listing Date
647	المستقبل	الخدمات	شركة المستقبل العالمية للإنشاءات (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2007-04-28
648	الشيخة	الخدمات	شركة الشيخة العالمية (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2007-05-05
649	حيات هوم	الخدمات	شركة حيات هوم للإنشاءات (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2007-05-07
650	جبره	الخدمات	شركة جبره للمقاول (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2007-07-07
651	عشائر	الخدمات	الشركة الكويتية للمقاولات (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2007-07-21
652	التنجم	الخدمات	شركة التنجم للتطوير العقاري (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2007-08-13
653	ياهو	الخدمات	شركة ياهو الطبية (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2007-11-07
654	الوزيرة	الخدمات	شركة طيران الوزيرة (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2008-01-14
655	الصور	الخدمات	شركة الصور للتسويق الإلكتروني (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2008-06-30
656	خطوط وطنية	الخدمات	شركة الخطوط الوطنية الجوية (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2008-12-15
657	فورتشر كيم	الخدمات	شركة كيم فورتشر للتوزيع المعمارية (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2008-12-18
658	لويسيتيك	الخدمات	شركة لويسيتيك (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2009-12-08
659	التواقي	الخدمات	شركة التواقي للتأمين (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2010-06-31
660	الزاي	الخدمات	شركة جويعة الزاي العامة (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2010-10-26
661	زيجا	الخدمات	شركة زيجا القابضة (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2011-01-18
701	جواسين	الأغذية	شركة مقل وجازرة الجواسين (ش.م.ه.ق.م.ك.)	1984-09-29
702	ماتة	الأغذية	شركة ماتة العطية الغذائية (ش.م.ه.ق.م.ك.)	1984-09-29
703	مواين	الأغذية	الشركة الكويتية للخدمات الغذائية (ش.م.ه.ق.م.ك.)	1984-09-29
704	الغنية	الأغذية	الشركة الكويتية للأغذية (أوروبا) (ش.م.ه.ق.م.ك.)	1984-09-29
705	الغذائية	الأغذية	شركة مجموعة المتحدة للمعامات الغذائية (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2004-09-20
706	كوت فود	الأغذية	مجموعة كوت الغذائية (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2007-07-28
804	شركة 1	غير الكويتي	شركة الطارقة للأسمنت والتنجيد الصناعية (ش.م.ه.ق.م.ك.)	1980-04-14
805	اسمنت خليج	غير الكويتي	شركة اسمنت الخليج (ش.م.ه.ق.م.ك.)	1980-06-02
806	أسيون 1	غير الكويتي	شركة صناعات اسمنت أسيون (ش.م.ه.ق.م.ك.)	1989-01-02
807	فجيرة 1	غير الكويتي	شركة صناعات اسمنت فجيرة (ش.م.ه.ق.م.ك.)	1993-10-02
808	اسمنت ابيد	غير الكويتي	شركة رأس الحربة لاسمنت ابيد والمواد الإنشائية (ش.م.ه.ق.م.ك.)	1997-06-30
809	اريد	غير الكويتي	المجموعة العربية للتأمين (ش.م.ه.ق.م.ك.)	1997-12-20
810	خليج باند	غير الكويتي	بنك الخليج للتعمير (ش.م.ه.ق.م.ك.)	1988-01-17
811	قابضة بره	غير الكويتي	الشركة القابضة العمومية الكويتية (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2001-12-02
812	ب هـ تاجين	غير الكويتي	الشركة الهندية العمومية للتأمين (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2003-11-03
813	تداول خليج	غير الكويتي	مجموعة التداول الخليجي (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2004-01-25
817	أريونست	غير الكويتي	الريونست ش.م.ه.ق.م.ك.	2005-09-05
818	ايفر باند	غير الكويتي	البنك ايفر للتعمير (ش.م.ه.ق.م.ك.)	2006-06-26
820	اكتابر	غير الكويتي	بنك اكتوبر ش.م.ه.ق.م.ك.	2006-03-31

المصدر: <http://www.kse.com.kw/PORTAL/A/KSE/Downloads.aspx>

الملحق رقم: 02

متوسط المضاعف السعري الحالي	متوسط ربحية السهم		صافي الأرباح المعلنة				ملخص السوق	
	2008 (فلس)	2007 (فلس)	نسبة التغير	الترتيب إلى السوق	2008 (د.ك.)	الترتيب إلى السوق		2007 (د.ك.)
13.63	46.09	104.05	-70.03%	3	310,275,914	2	1,035,213,311	البنوك
20.30	-29.89	127.93	-161.50%	8	-912,793,153	1	1,484,135,457	الاستثمار
20.68	2.81	101.93	-98.05%	5	1,668,966	7	85,764,517	التأمين
9.95	1.88	35.63	-127.89%	6	-117,825,569	6	422,420,342	العقار
8.12	-23.85	89.57	-170.94%	7	-354,986,369	4	500,368,569	الصناعة
13.12	81.21	89.68	-41.49%	1	459,822,147	3	785,890,388	الخدمات
14.40	67.61	114.08	-60.28%	4	31,260,572	8	78,706,606	الأغذية
12.16	77.47	79.23	-22.11%	2	385,399,396	5	494,805,474	غير الكويتي
13.26	43.10	94.19	-104.03%		-197,178,096		4,887,304,664	السوق

ملاحظات:

- (1) الشركات المظلة ترمز إلى آخر تحديث على الجدول.
- (2) المتوسطات المذكورة هي متوسطات موزونة إلى القيمة الرأسمالية للشركات.

الملحق رقم: 03

متوسط المضاعف السعري الحالي	متوسط ربحية السهم		صافي الأرباح المغطاة				ملخص السوق	
	2009 (فلس)	2008 (فلس)	نسبة التغير	الترتيب إلى السوق	2009 (د.ك.)	الترتيب إلى السوق		2008 (د.ك.)
16.00	41.10	31.76	14.92%	2	355,751,000	3	309,560,000	البنوك
10.96	-16.40	-25.07	7.30%	8	-870,036,512	8	-938,514,927	الاستثمار
13.76	15.15	2.49	150.31%	5	4,182,223	5	1,670,798	التأمين
14.57	6.06	1.38	-59.30%	7	-147,854,176	6	-92,813,125	العقار
20.10	23.03	-34.32	111.23%	4	39,952,526	7	-355,760,845	الصناعة
18.66	66.42	79.50	-1.34%	1	453,473,927	1	459,622,126	الخدمات
16.05	78.63	72.02	56.71%	3	48,989,546	4	31,260,572	الأغذية
12.78	84.63	78.87	-116.93%	6	-60,406,149	2	356,698,157	غير الكويتي
16.57	44.38	37.47	22.92%		-175,947,615		-228,277,244	السوق

ملاحظات:

- (1) الشركات المظلة ترمز إلى آخر تحديث على الجدول.
- (2) المتوسطات المذكورة هي متوسطات موزونة إلى القيمة الرأسمالية للشركات.
- (3) يتم احتساب المضاعف السعري بناء على نتائج آخر 12 شهر.

الملحق رقم: 04

متوسط المضاعف السعري الحالي	متوسط ربحية السهم		صافي الأرباح المعطنة				ملخص السوق	
	2010 (فلس)	2009 (فلس)	نسبة التغير	الترتيب إلى السوق	2010 (د.ك.)	الترتيب إلى السوق		2009 (د.ك.)
20.03	46.28	34.98	61.72%	2	575,320,000	2	355,751,000	البنوك
10.17	10.55	(0.86)	66.33%	8	-164,248,477	8	-487,780,736	الاستثمار
12.16	34.84	17.91	429.58%	5	22,148,069	5	4,182,223	التأمين
18.77	11.74	6.76	37.19%	7	-101,617,777	7	-161,791,463	العقار
16.94	42.49	23.16	184.42%	3	104,631,077	4	36,788,131	الصناعة
8.35	172.29	67.94	142.85%	1	1,085,543,009	1	446,998,019	الخدمات
12.78	99.19	80.64	7.53%	4	52,680,804	3	48,989,546	الأغذية
12.70	11.23	-8.25	97.63%	6	-3,599,043	6	-152,159,946	غير الكويتي
14.98	72.03	36.44	1626.66%		1,570,857,662		90,976,774	السوق

ملاحظات:

- (1) الشركات المظلة ترمز إلى آخر تحديث على الجدول.
- (2) المتوسطات المذكورة هي متوسطات موزونة إلى القيمة الرأسمالية للشركات.
- (3) يتم احتساب المضاعف السعري بناء على نتائج آخر 12 شهر.

الملحق رقم: 05

متوسط المضاعف السعري الحالي	متوسط ربحية السهم		صافي الأرباح المعلنة				ملخص السوق	
	2011 (فلس)	2010 (فلس)	نسبة التغير	الترتيب إلى السوق	2011 (د.ك.)	الترتيب إلى السوق		2010 (د.ك.)
19.30	41.39	44.30	-1.71%	2	565,486,000	2	575,320,000	البنوك
11.93	3.72	10.68	-41.44%	7	-71,791,013	7	-50,757,339	الاستثمار
12.66	28.72	32.07	-11.25%	6	19,189,217	5	21,621,719	التأمين
21.16	10.74	10.00	5.44%	8	-86,558,415	8	-91,540,472	العقار
14.80	32.50	36.62	-31.27%	4	52,865,507	3	76,914,591	الصناعة
9.80	163.11	147.95	-37.29%	1	692,630,998	1	1,104,483,282	الخدمات
10.96	101.05	98.91	-8.86%	5	48,012,348	4	52,680,804	الأغذية
9.11	13.60	7.11	2625.09%	3	91,227,099	6	-3,612,819	غير الكويتي
15.23	65.66	63.49	-22.20%		1,311,061,741		1,685,109,766	السوق

ملاحظات:

- (1) الشركات المظلمة ترمز إلى آخر تحديث على الجدول.
- (2) المتوسطات المذكورة هي متوسطات موزونة إلى القيمة الرأسمالية للشركات.
- (3) يتم احتساب المضاعف السعري بناء على نتائج آخر 12 شهر.

الملحق رقم: 06



نموذج القوائم الربع سنوية لصناديق الإستثمار

		إسم الصندوق
		إسم مدير الصندوق
		تاريخ البدء بالصندوق
الفترة المقارنة	الفترة الحالية (المعد عنها البيان)	البيان
		إجمالي النقد والنقد المعادل
		إجمالي الموجودات المتداولة
		إجمالي الموجودات غير المتداولة
		إجمالي الموجودات
		إجمالي المطلوبات المتداولة
		إجمالي المطلوبات غير المتداولة
		إجمالي المطلوبات
		رأس مال الصندوق الحالي
		صافي قيمة الموجودات
		عدد الوحدات
		صافي قيمة الموجودات للوحدة
		صافي الربح / (الخسارة) للفترة
		ربح / (خسارة) الوحدة فئس

ص.ب. 3913 صفاة 13040 الكويت - P.O.Box: 3913 Safat 13040 Kuwait
Tel.: +965 22992000 - Fax: +965 22992859 www.kuwaitcma.org

قائمة

الجدول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
151	فترات عمل سوق الكويت للأوراق المالية	01
169	نتائج الشركات المدرجة في سوق الكويت للسنة المالية 2008	02
170	نتائج الشركات المدرجة في سوق الكويت للسنة المالية 2009	03
171	نتائج الشركات المدرجة في سوق الكويت للسنة المالية 2010	04
172	نتائج الشركات المدرجة في سوق الكويت للسنة المالية 2011	05
173	نتائج الشركات المدرجة في سوق الكويت للسنة المالية 2012	06
174	نتائج الشركات المدرجة في سوق الكويت خلال الربع الاخير من 2012 الى الربع الأول من 2013	07
176	تطور مؤشرات أداء سوق الكويت من 2008 الى 2012	08
179	حركة التداول في سوق الكويت من الربع الأخير 2012 الى الربع الأول 2013	09