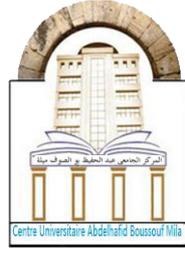


الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية والتجارية



المرجع:/2019

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية
فرع: العلوم الاقتصادية
التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

مذكرة بعنوان

دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة (2003-2017)

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية (ل.م.د.)
تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

إشراف الدكتورة:

كنيدة زوليخة

إعداد الطلبة:

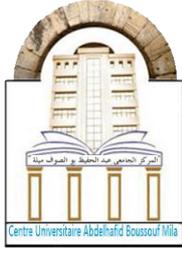
*- بن حمادة سمير

*- زروقي سلمى

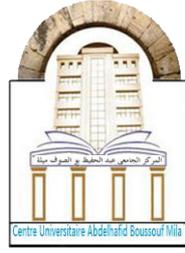
لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيساً	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	دوفي قرميّة
مناقشاً	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	فريد مشري
مشرفاً ومقرراً	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	كنيدة زوليخة

السنة الجامعية: 2019/2018



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية والتجارية



المرجع:/2019

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية
فرع: العلوم الاقتصادية
التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

مذكرة بعنوان

دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة (2003-2017)

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية (ل.م.د.)
تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

إشراف الدكتورة:

كنيدة زوليخة

إعداد الطلبة:

*- بن حمادة سمير

*- زروقي سلمى

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيساً	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	دوفي قرميّة
مناقشاً	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	فريد مشري
مشرفاً ومقرراً	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	كنيدة زوليخة

السنة الجامعية: 2019/2018

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

دعاء

"" بسم الله الرحمن الرحيم ""

اللهم إنا نسألك خير المسألة وخير الدعاء وخير النجاح وخير العلم وخير

العمل وخير الثواب

اللهم لا تجعلنا نصابج بالغرور إذا نجحنا ولا باليأس إذا أخطئنا و ذكرنا

أن الإخفاق هو التجربة التي تسبق النجاح

اللهم إذا أعطيتنا نجاحا فلا تأخذ تواضعنا وإذا أعطيتنا تواضعا فلا تأخذ

اعتزازنا بكرامتنا.

صلى الله على نبينا محمد و على آله و أصحابه الأخيار وسلم تسليما كثيرا

"" ربنا تقبل منا هذا الدعاء ""

شكر وتقدير



نشكر الله العلي القدير الذي أنعم علينا بنعمة العقل والدين،

القائل في محكم التنزيل: "فوق كل ذي علم عليم" (سورة يوسف الآية 76)، والذي أنار لنا درب العلم والمعرفة وأعاننا على هذا البحث، ثم نشكر من أوجب الله تعالى شكرهما والدينا الكريمين.

كما نتقدم بجزيل الشكر الخالص إلى الأستاذة المشرفة (كنيدة زوليخة) التي لم تبخل علينا بنصائحها وتوجيهاتها القيمة في كل مراحل البحث، كما نخص بالشكر الأستاذ (مشري فريد) الذي رافقنا طيلة مراحل إنجاز هذا العمل المتواضع

كما نشكر كل من زرعوا التفاؤل في دربنا وقدموا لنا الأفكار والمعلومات.

ونتقدم أيضا بجزيل الشكر لجميع أساتذة معهد العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية وإلى كافة أسرة جامعة ميلة.

وفي الأخير نحمد الله جل وعلا الذي أنعم علينا بإنهاء هذا العمل.

شكراً



أهدائه

بسم الله الرحمن الرحيم

أهدي هذا العمل إلى:

من بلّغ الرسالة وأدّى الأمانة .. ونصح الأمة إلى نبي الرحمة ونور العالمين محمد صلى الله عليه وسلم.

إلى ينبوع العطاء الذي زرع في نفسي الطموح والمثابرة "والدي العزيز".

إلى نبع الحنان الذي لا ينضب، إلى من علمتني الاحترام والطاعة والدفاع عن الشرف "أمي الغالية".

إلى من يحملون في عيونهم ذكريات طفولتي وشبابي "إخوتي وأخواتي"
إلى رفقاء الدرب .. إلى زميلتي التي تقاسمت معها مشاق هذا العمل
"سلمى".

إلى من ضاقت السطور من ذكرهم فوسعهم قلبي، إلى زملائي الذين رافقوني طوال مشواري الدراسي.

إلى كل محبي العلم والمعرفة.

إلى كل أفراد عائلتي، لكم مني جزيل الشكر على مواقفكم النبيلة.

سلمى

إهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله الذي أوجدني فكنت وهداني فاهتديت ورزقني فشكرت ... وأعطاني فخدمت ... اللهم إني أعوذ بك من علم لا ينفع وعمل لا يقبل ... ودعاء لا يستجاب.

أتقدم بالشكر والإهداء إلى كل من تحمل لهم جوارحي مشاعر راقية لا تستطيع لغات الدنيا التعبير عنها. بدءاً بمن أحمل اسمه بكل افتخار، إلى من بذكره يشتعل قلبي كنار، إلى حكمتي وعلمي، إلى الشمعة التي أنارت دربي، إلى من أعطى الأبوة أسمى المعاني إليك أنت "أبي" رحمك الله وأسكنك فسيح جناته ... إلى من كرمها الله ورفع منزلتها وجعل الجنة تحت أقدامها، إلى من وهبتي الروح وسهرت لأجلي ليالي ورسمت أحلامي وسقت آمالي وبنيت كياني وعوّضت حرمانني إلى "أمي" الغالية أطل الله في عمرك وبارك جهدك وكفالك حسن تربيته أحبكي أمي.

إلى رجل البيت وفارس العائلة إلى تاج رأسي ووسام شرفي أخي الغالي "حسين"، إلى رمز البراءة وسعادة البيت وقرّة عيني وقلدة كبدي ونبض قلبي أخي الغالي "صابر".

إلى اللواتي تقاسمت معهن حنان الأم ودفئ العائلة أخواتي الحبيبات "نحلة" أم العسل ورمز الجهاد والعطاء والكفاح "نسيمة" إلى التي كانت الأب بعطفها ونصحها ونعم الأخت بحرصها إلى حبيبة قلبي "فاتي" إلى لؤلؤة البيت "فيفي"، إلى توأم روحي وبلسم جروحي إلى التي سارت معي الدرب خطوة بخطوة "فوفا".

إلى من أنجبتهم لي الحياة وتقاسموا معي فرحي وحزني وكانوا معي في أصعب أوقاتي "ناصر، ريان، إسحاق".

إلى جميع من شاركوني عملي الذي وجدتهم وعلموني كيف لا أضيعهم إلى من عشت معهم المشوار الجامعي وشاركوني دراستي وأنجزوا معي هذا العمل المتواضع إليك أنت يا صديقي "سمير بن حمادة".

إلى كل أساتذتي أتقدم لكم بكل التقدير والاحترام، إلى كل من تسعهم ذاكرتي ولم تسعهم مذكرتي، إلى كل من أحبه قلبي ولم يذكرهم قلبي ...

سلمى ذروفي

ملخص:

تعد صناديق الاستثمار من أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وذلك لدورها الفعال في تنشيط هاته الأسواق، ولهذا الغرض قمنا بإنجاز هذه المذكرة من أجل إبراز مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية البحرينية خلال الفترة (2003-2017)، فهي تمثل قناة استثمارية تساهم في استقطاب رؤوس الأموال المحلية وبالتالي دعم الاقتصاد البحريني.

ولقد توصلنا في نهاية بحثنا إلى أن لصناديق الاستثمار دور فعال في سوق الأوراق المالية البحريني، وذلك راجع إلى مساهمتها الكبيرة في رفع رأس مال السوق البحريني خلال الفترة (2003-2017)، وبالرغم من الأزمة المالية العالمية التي مست جميع دول العالم سنة 2008 وكذا الأزمة السياسية البحرينية سنة 2011، فإن صناديق الاستثمار كان لها أثر إيجابي على سوق الأوراق المالية البحريني.

- **الكلمات المفتاحية:** سوق الأوراق المالية - صناديق الاستثمار - السوق البحريني للأوراق المالية - رأس مال السوق.

Abstract :

The investment funds are one of the most important financial instruments traded in the stock market, for their effective role in activating these markets. For this purpose, We have completed this note to highlight the contribution of investment funds to the revitalization of the Bahraini stock market during the period 2003-2017. Which contributes to attracting local capital and thus supporting the Bahraini economy.

At the end of our research, we concluded that investment funds play an active role in the Bahraini stock market due to their significant contribution to raising the capital of the Bahraini market during the period 2003-2017. Despite the global financial crisis which hit all countries in 2008, Bahrain's political crisis In 2011, investment funds had a positive impact on the Bahraini stock market.

- **Key words:** Stock Exchange - Investment Funds - Bahrain Stock Exchange - Market Capital.

الموضوع: دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة (2003-2017)	
الصفحة	العنوان
I	ملخص الدراسة
II-III	فهرس المحتويات
IV	فهرس الجداول
V	فهرس الأشكال
مقدمة (أ - هـ)	
الفصل الأول: سوق الأوراق المالية (3-33)	
3	تمهيد
4	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.
4	المطلب الأول: ماهية السوق المالية.
5	المطلب الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية.
10	المطلب الثالث: التنظيم الإداري والأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية.
14	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.
14	المطلب الأول: أدوات الملكية.
18	المطلب الثاني: أدوات المديونية.
21	المطلب الثالث: المشتقات المالية.
26	المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية.
26	المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية.
27	المطلب الثاني: متطلبات وأنواع كفاءة سوق الأوراق المالية.
28	المطلب الثالث: مستويات الكفاءة في السوق والعلاقة بينها.
31	المطلب الرابع: العلاقة بين كفاءة السوق والحركة العشوائية للأسعار.
33	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار (36-71)	
36	تمهيد
37	المبحث الأول: عموميات حول صناديق الاستثمار.
37	المطلب الأول: مفهوم صناديق الاستثمار وأهميتها.

40	المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار.
47	المطلب الثالث: مزايا ومخاطر صناديق الاستثمار.
51	المبحث الثاني: أسس إدارة صناديق الاستثمار.
51	المطلب الأول: كيفية إنشاء صناديق الاستثمار.
55	المطلب الثاني: عمليات صناديق الاستثمار.
57	المطلب الثالث: محافظ صناديق الاستثمار.
61	المبحث الثالث: تقييم أداء صناديق الاستثمار.
61	المطلب الأول: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.
62	المطلب الثاني: خط سوق رأس المال وسوق الأوراق المالية.
65	المطلب الثالث: أثر صناديق الاستثمار على سوق الأوراق المالية.
71	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: دراسة تجربة صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة (2003-2017) (74-92)	
74	تمهيد
75	المبحث الأول: الملامح الأساسية لسوق الأوراق المالية البحرين.
75	المطلب الأول: ماهية سوق البحرين للأوراق المالية.
77	المطلب الثاني: إدارة سوق البحرين للأوراق المالية.
81	المطلب الثالث: نشأة صناديق الاستثمار البحرينية والصناديق المتداولة داخل السوق.
84	المبحث الثاني: دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2003-2017).
84	المطلب الأول: تطور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2003-2017).
88	المطلب الثاني: تطور حجم القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2003-2017).
90	المطلب الثالث: مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2003-2017).
92	خلاصة الفصل
(96-93)	الخاتمة
(103-98)	قائمة المصادر والمراجع

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
41	مقارنة بين صناديق الاستثمار المغلقة والمفتوحة	(1-2)
60	أوجه الاختلاف بين صناديق الاستثمار ومحافظ الاستثمار	(2-2)
69	نماذج تقييم أداء صناديق الاستثمار	(3-2)
82	يوضح صناديق الاستثمار الأكثر شهرة في سوق الأوراق المالية البحريني.	(1-3)
84	تطور عدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2017-2003)	(2-3)
86	تطور أصول صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة (2017-2003)	(3-3)
88	تطور حجم القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2017-2003)	(4-3)
90	مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2017-2003)	(5-3)

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
9	مكونات سوق الأوراق المالية	(1-1)
24	أنواع المشتقات المالية	(2-1)
31	مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية	(3-1)
46	أنواع صناديق الاستثمار	(1-2)
53	الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار	(2-2)
63	خط سوق رأس المال CML.	(3-2)
64	خط سوق الأوراق المالية SML	(4-2)
85	تطور عدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2003-2017)	(1-3)
87	تطور أصول صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة (2003-2017)	(2-3)
89	تطور حجم القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2003-2017)	(3-3)
91	مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2003-2017)	(4-3)

مقدمة

مقدمة

تعد الأسواق المالية لب أي اقتصاد في العالم بغض النظر عن هوية هذا الاقتصاد أو مدى تقدمه، ونتيجة للتطور الكبير الذي شهدته الأسواق المالية في العالم، استجابة للتقدم التكنولوجي الهائل وثورة الاتصالات والمعلومات، حيث أصبحت هذه الأسواق تمثل الوسيلة الرئيسية في توفير التمويل اللازم وذلك من خلال المؤسسات المالية المختلفة المتواجدة في هذه الأسواق وما تمثله من أدوات مالية متنوعة.

إن وجود سوق الأوراق المالية يعتبر المرآة العاكسة التي تعكس الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول وتقدمها، فالبورصة تعد من أهم أجهزة ومكونات الأسواق المالية، فهي تهدف إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية، ومما لا شك فيه هو أن كفاءة سوق الأوراق المالية وتنظيمها يؤثر تأثيراً إيجابياً على النمو الاقتصادي لأي بلد، فبدون هذه الأسواق لا يستطيع أي بلد الحصول على الموارد المالية من أجل تطوير الأنشطة الاستثمارية، ويرافق كفاءة السوق كفاءة تلك الشركات والمؤسسات في خلق وابتكار أدوات مالية جديدة تواكب وتطور السوق المالي.

تعتبر صناديق الاستثمار أداة استثمارية جديدة، تقوم بجمع رؤوس أموال مجموعة من المستثمرين وتديرها وفقاً لاستراتيجية وأهداف استثمارية محددة يضعها مدير الصندوق لتحقيق مزايا استثمارية لا يمكن للمستثمر الفرد تحقيقها بشكل منفرد في ظل محدودية موارده المتاحة، حيث تشتمل على مجموعة من الأوراق المالية تختار وفقاً لأسس ومعايير محددة تحقق أهداف الصندوق الاستثمارية علاوة على تحقيق فائدة للمستثمر بالصندوق والتي تؤدي إلى خفض منسوب المخاطر الإجمالية للاستثمار.

أولاً: الإشكالية

مما سبق يمكن طرح الإشكالية الرئيسية التالية:

- ما هو دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2003-2017)؟

ويهدف توشيح الإشكالية السابقة وتبسيطها، سوف يتم تقسيمها إلى مجموعة من التساؤلات الفرعية التالية:

1. ماذا نقصد بسوق الأوراق المالية وفيما تتمثل أهم الأدوات المتداولة فيها؟
2. ما هي صناديق الاستثمار؟
3. هل تساهم صناديق الاستثمار في رفع القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية البحريني؟

ثانياً: الفرضيات

للإجابة على التساؤلات السابقة نطرح الفرضيات التالية:

- سوق الأوراق المالية هو فضاء مادي يتجمع فيه البائعون والمشترون لتداول الأوراق المالية، وتتحدد فيه أسعار التبادل وفقاً لقانون العرض والطلب، ومن أهم الأدوات المالية المتداولة فيه: الأسهم والسندات والمشتقات المالية.
- صناديق الاستثمار هي أداة من الأدوات الاستثمارية، التي يتم تداولها من طرف أشخاص مختصين في السوق المالي، حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد وتكوين محافظ استثمارية.
- تساهم صناديق الاستثمار في رفع القيمة السوقية (رأس المال) لسوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2003-2017).

ثالثاً: أهمية الدراسة

تتجلى أهمية الدراسة في التعرف على الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار في تنشيط وتفعيل أداء أسواق الأوراق المالية، باعتبار الصناديق أداة من أدوات الاستثمار، وقيامها بتمويل مختلف المشروعات وتشجيع التنمية الاقتصادية على مستوى الدول عموماً وعلى مستوى البحرين خصوصاً.

رابعاً: أسباب اختيار الموضوع

توجد العديد من الأسباب لاختيارنا هذا الموضوع والتي تتمثل فيما يلي:

- تماشي الموضوع المطروح مع التخصص.
- نمو وانتشار صناديق الاستثمار في مختلف الأسواق المالية العالمية.
- الاهتمام المتزايد بصناديق الاستثمار من قبل دول العالم نظراً لأهميتها البالغة في مختلف أسواق الأوراق المالية.

خامساً: منهج الدراسة

من أجل الإلمام بمختلف جوانب المضمون اعتمدنا في دراستنا على المناهج التالية:

- المنهج التاريخي: استخدمنا هذا المنهج من خلال التطرق لنشأة وتطور سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
- المنهج الوصفي: استخدمنا هذا المنهج في التعرف على مختلف المفاهيم النظرية لأسواق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
- المنهج التحليلي: استخدمنا هذا المنهج في تحليل مختلف البيانات المتعلقة بتطور عدد وحجم صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية البحريني، وتحليل الأشكال البيانية المتعلقة بها.

سادساً: الدراسات السابقة

من بين الدراسات السابقة التي تناولت نفس موضوع بحثنا هذا نستعرض التالي:

1. **بلعيد سمية:** دور صناديق الاستثمار في تفعيل سوق الأوراق المالية-دراسة حالة سوق الأوراق المالية السعودية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة قسنطينة 2، 2013-2014.

انطلقت هذه الباحثة من إشكالية مفادها: ما مدى مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية؟

هدفت هذه الباحثة إلى إبراز دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية ومدى أهميتها في النهوض بسوق الأوراق المالية والتعرف على العلاقة بين صناديق الاستثمار ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، من خلال دراسة العلاقة بين صناديق الاستثمار ومؤشرات أداء سوق الأوراق المالية السعودية، حيث توصل الباحث في دراسة حالة سوق السعودية للأوراق المالية بأن صناديق الاستثمار لها دور مميز في الاقتصاد السعودي من خلال توفير التمويل اللازم لقطاعات اقتصادية من خلال تجميع المدخرات، كما تساهم في دعم القطاع المصرفي.

2. **صلاح الدين شريط:** دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية-دراسة تجربة جمهورية مصر العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، فرع نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2011-2012.

انطلق هذا الباحث من إشكالية مفادها: هل يمكن اعتبار التجربة المصرية في خلق أدوات مالية جديدة مثل صناديق الاستثمار كانت السبب الرئيسي في جذب المدخرات المحلية والأجنبية وتحويلها إلى استثمارات من خلال سوق الأوراق المالية؟

هدف هذا الباحث إلى دراسة صناديق الاستثمار في جمهورية مصر العربية لتقييم أدائها وتأثيرها على توجيه الاستثمارات بسوق الأوراق المالية في مصر، حيث توصل الباحث إلى أن الاقتصاد المصري قادر على تخطي العديد من المشكلات والعقبات التي تواجهه، ويؤكد ذلك ما تحقق من بعض النتائج الإيجابية في ظل الإصلاح الاقتصادي وبرنامج الخصخصة وإصدار القوانين والتشريعات المنظمة لسوق رأس المال المصري، وخاصة قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم/95 لسنة 1992، الذي خلق أدوات مالية جديدة تعمل على تنشيط سوق المال في مصر والتي كانت صناديق الاستثمار أداة جديدة كان لها دور رئيسي في تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية.

3. بوكساني رشيد: معوقات الأسواق المالية العربية وسبل تفعيلها-دراسة حالة الأوراق المالية العربية خلال الفترة (1999-2003)، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.

انطلق هذا الباحث من إشكالية مفادها: ماهي المتطلبات الأساسية لإقامة أسواق أوراق مالية فعالة؟ وما هي أوجه القصور في أسواق الأوراق المالية العربية؟ وما هي سبل تطويرها قصد ترابطها؟

هدف هذا الباحث الوصول إلى تقديم إسهامات لتطوير أسواق الأوراق المالية العربية على المستوى المحلي من جهة، وجعلها كأداة للتكامل الاقتصادي العربي من خلال الترابط بين الأسواق المالية العربية، وتوصل الباحث إلى غياب التشريعات في بعض الدول العربية التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بالتنفيذ بمعايير المحاسبة والإفصاح التي أوصت بها الهيئة الدولية المنظمة لأسواق الأوراق المالية.

واستقننا من هذا البحث في تدعيم الجانب النظري الخاص بسوق الأوراق المالية.

سابعاً: هيكل الدراسة

قسّمنا هاته المذكرة إلى مقدمة وخاتمة وثلاث فصول لخصناها كالتالي:

– **الفصل الأول:** بعنوان أساسيات حول سوق الأوراق المالية، حيث تطرقنا في هذا الفصل إلى ماهية الأسواق المالية من تعريف وتقسيمات السوق، إضافة إلى ماهية سوق الأوراق المالية حيث تناولنا فيه تعريف وأهمية الأدوات المالية المتداولة في السوق من أسهم وسندات ومشتقات، مع الإشارة إلى الأنواع والخصائص، وفي المبحث الثالث قمنا بتعريف كفاءة السوق ومتطلبات قيام هذا السوق وأنواعها وعلاقتها بالحركة العشوائية.

- **الفصل الثاني:** تحت عنوان الإطار المفاهيمي لصناديق الاستثمار، حيث تعرفنا من خلال هذا الفصل على صناديق الاستثمار، وهيكلها التنظيمي وأهميتها، بالإضافة إلى أنواع هاته الصناديق، أما المبحث الثاني فقد قمنا بالتطرق فيه إلى تكوين المحفظة المالية، وأخيراً قمنا بتقييم هاته الصناديق.
- **الفصل الثالث:** تحت عنوان دراسة حالة سوق لأوراق المالية البحريني، فتطرقنا إلى نشأة سوق الأوراق المالية البحريني وأهدافه بالإضافة إلى إدارة السوق وشروط الإدراج فيها، كما أضفنا نشأة صناديق الاستثمار في السوق البحريني ودورها في تنشيط سوق الأوراق المالية.
- وفي الأخير خاتمة تضمنت خلاصة عامة حول البحث واختيار الفرضيات، كما تناولنا أهم النتائج المتوصل إليها، وأفاق الدراسة.

الفصل الأول:

سوق الأوراق المالية

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: ماهية السوق المالية.

المطلب الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية.

المطلب الثالث: التنظيم الإداري والأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المستخدمة في سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: أدوات الملكية

المطلب الثاني: أدوات المدبونية

المطلب الثالث: المشتقات المالية

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية.

المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية:

المطلب الثاني: متطلبات وأنواع كفاءة سوق الأوراق المالية:

المطلب الثالث: مستويات الكفاءة في السوق والعلاقة بينها:

المطلب الرابع: العلاقة بين كفاءة السوق والحركة العشوائية للأسعار:

تمهيد:

تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً مهماً في الاقتصاد، حيث تتمتع هذه الأسواق بأهمية كبرى سواء كان ذلك على مستوى الدول المتقدمة أو الدول النامية، وهذا راجع إلى ما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات التي تعمل على دعم الاقتصاد الوطني.

لذلك أصبحت حاجة الدول النامية إلى هذه الأسواق إلزامي وذلك من أجل النهوض باقتصاداتها، وذلك لتأثير هذه الأسواق على المشروعات والإنجازات الاقتصادية، لهذا تسعى هذه الدول إلى إقامة هذه الأسواق ودعمها حتى يكون لها دور فعال في التنمية الاقتصادية.

ولهذا سوف نتعرف من خلال هذا الفصل والذي قسمناه إلى ثلاث مباحث على:

- **المبحث الأول:** ماهية سوق الأوراق المالية.
- **المبحث الثاني:** الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.
- **المبحث الثالث:** كفاءة سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية

إن تطور الأسواق المالية ارتبط بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم الدول خاصة الرأسمالية ونظرا للدور الذي تلعبه هذه الأسواق في الاقتصاد فقد أصبحت تحظى بأهمية كبيرة باعتبارها مصدر الأموال لتمويل المشروعات.

المطلب الأول: ماهية السوق المالية

توجد عدة تعريفات للسوق المالي نوجزها فيما يلي:

أولاً: مفهوم السوق المالية

يختلف مفهوم الأسواق المالية بحسب الوظيفة الأساسية التي تؤديها المؤسسات التي تتكون منها هذه الأسواق وميكانيكية هذه الأسواق تتلخص في نقل الأرصدة المعدة للإقراض من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي، أي نقل الأرصدة القابلة للإقراض ورأس المال التحويلي، من الوحدات التي يقل إنفاقها النقدي الجاري عن تيار دخلها النقدي الجاري إلى الوحدات التي يفوق إنفاقها النقدي الجاري عن دخلها النقدي الجاري، وبهذا هي عملية لخلق الموجودات والمطلوبات في آن واحد.⁽¹⁾

هو مكان يلتقي خلاله المشترين والبائعين والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون، وتتعامل هذه السوق في الأصول والأدوات المالية قصيرة الأجل كالأوراق التجارية وأذونات الخزينة، وطويلة الأجل كالأسهم والسندات.⁽²⁾

كما يعرف السوق المالي أنه الإطار أو الوسيلة أو المجال الذي يجمع البائعين (جانب العرض) والمشتريين (جانب الطلب) لسلعة أو خدمة أو أصل مالي أو أصل نقدي أو لعناصر الإنتاج خلال فترة زمنية معينة وفي منطقة معينة.⁽³⁾

من التعريف السابقة نستخلص أن السوق المالي هو المكان الذي يتم داخله تحويل الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي، وذلك عبر فئات عاملة في السوق تقوم بتنظيم وحسن سير العمليات وذلك عبر تطبيق مجموعة من القوانين.

ثانياً: تقسيمات السوق المالية

ينقسم السوق المالي إلى قسمين:

(1) - حيدر عباس، عبد الله الجنابي: الأسواق المالية والفضل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016، ص 14.

(2) - عيسوي سهام: الأدوات المالية المشتقة - أهميتها، أنواعها واستراتيجياتها، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص 10.

(3) - متولي عبد القادر: الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2010، ص 66.

- سوق النقد: هي السوق التي تتعامل في القروض قصيرة الأجل والتي تكون مدتها من 03 إلى 06 أشهر، من مميزات هذه السوق ارتفاع درجة سيولتها في مقابل انخفاض درجة المخاطر.⁽¹⁾
- سوق رأس المال: يقصد بها السوق التي تباع فيها أوراق مالية طويلة الأجل ولأول مرة، أو تتداول بعد إصدارها ويتكون سوق رأس المال من سوقين وهما (السوق الأولية والسوق الثانوية) ففي السوق الأولية أي سوق الإصدار تكون عملية البيع والشراء بين المستثمرين والمصدرين مباشرة، أما في السوق الثانوية (سوق التداول) يتم تداول الإصدارات المتوسطة والطويلة الأجل.⁽²⁾

المطلب الثاني: ماهية سوق الأوراق المالية

تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم الأسواق الفرعية لسوق المال، والعمود الفقري لسوق رأس المال في ظل الاقتصاد الحر، وتأتي أهمية سوق الأوراق المالية لما لها من آثار مختلفة على الأداء الاقتصادي والرفاهية الاقتصادية.

أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية

سنتناول ضمن هذا المطلب مجموعة من النقاط نلخصها فيما يلي:

1. نشأة سوق الأوراق المالية (البورصة):

من المعلوم أن كلمة بورصة ليست كلمة عربية، وإنما هي فرنسية تعني كيس النقود، وسبب إطلاق هذا اللفظ على السوق الذي تعقد فيه الصفقات أو العقود للسلع والأوراق المالية يرجع إلى أن التجار كانوا يأتون إلى السوق المخصص لذلك وهم يحملون نقودهم في أكياس، وقيل لأن التجار كانوا يفتدون إلى مدينة "بروج" في بلجيكا وينزلون في فندق لعائلة تحترف الصرافة تسمى "فان دير بورص" وكانوا ينقشون على بيوتهم وفنادقهم أكياس النقود.⁽³⁾

وقد ارتبط اسم البورصة باسم "فاندور بورز" حيث تحول الاسم من بورز إلى بورص بالفرنسية أي سوق الأوراق المالية باللغة العربية، ويعتبر المؤرخون عام 1339م بمثابة اليوم الذي ولد فيه مفهوم البورصة، وفي عام 1595م ظهرت بورصة ليون الفرنسية الأقدم والأكثر أهمية لمدة طويلة في فرنسا، إذ أن بورصة باريس لم تحظ بالأهمية القصوى إلا بدءاً من عام 1639م عندما ظهر وجود عملاء الصرف الذين تخصصوا في

(1) - محمود أمين رويل: بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء لنديا الطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 25.

(2) - عبد الباسط كريم مولود: تداول الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة، منشورات حلب الحقوقية، لبنان، 2009، ص 25.

(3) - محمد وجيه حنيني: تحويل بورصة الاوراق المالية للعمل وفق الاحكام الشرعية الإسلامية، دراسة تطبيقية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 31، 32.

موضوع حسم الكميات التجارية، وتؤكد هذا النجاح بعد 100 عام تقريبا (1724م) عند إصدار التنظيم الملكي للبورصة الفرنسية.⁽¹⁾

أما بورصة لندن فلقد وجدت منذ بداية القرن السابع عشر حيث ارتبطت عضويا مع الظهور المبكر للرأسمالية البريطانية، أما فيما يتعلق بالبورصات الأوروبية الأخرى وكذا بورصة "ول ستريت" الأمريكية فلم تظهر إلا في نهاية القرن السابع عشر وبداية القرن الثامن عشر، ولمدة طويلة بقيت بورصة باريس في المركز الثاني بعد بورصة لندن، ومع بداية القرن العشرين أمكن ملاحظة زيادة الوزن النسبي للشركات الصناعية المسلحة في البورصة مقارنة مع الأنواع الأخرى من الشركات، ليس فقط في باريس وإنما أيضا في كافة البورصات العالمية، ومع نهاية عقد الثمانينيات أمكن ملاحظة بأن ترتيب البورصة الدولية قد تغير لصالح الولايات المتحدة الأمريكية واليابان من حيث حجم رؤوس الأموال المتداولة فيها، وتعود المرتبة الأولى من فترة لأخرى للتناوب إما لبورصة نيويورك أو لبورصة طوكيو تاركة ورائها البورصات الأوروبية، لندن، فرانكفورت وباريس.⁽²⁾

2. التطور التاريخي لسوق الأوراق المالية:

أول ما عرفه الناس من الأسواق هو سوق البضائع، فقد أنشأ اليونان وذلك قبل القرن الخامس للميلاد متجرا للمقايضات في أثينا ثم ظهرت أول بورصة للبضائع في باريس سنة 1304م، وأول مبنى للبورصة أنشئ في أنقرس ببلجيكا سنة 1460م، ثم توالى إنشاء بورصات البضائع في أمستردام، لندن، نيويورك، روما وجنيف على التوالي.

ثم مرحلة التعامل بالأوراق النقدية: التي بدأت في فرنسا في القرن الثالث عشر حيث كان يجري تداول الكمبيالات والسحوبات الإذنية، وفي إنجلترا تم التعامل بسندات الائتمان التي تمول التبادل التجاري، وكذلك أسهم الهند الشرقية وبعض الشركات الأخرى، وتأتي أهمية هذه المرحلة أنها طورت عملية تبادل الأوراق المالية التجارية وخاصة الكمبيالات، إذ كانت أسواق الأسهم والسندات بأنواعها مجهولة وعندما انتشرت الشركات المالية وأقبلت الحكومات والأفراد والمؤسسات على الاقتراض نشأت حركة رائجة في الصكوك مستمدة من حركة التعامل السابقة في الأوراق المالية.

ثم مرحلة التعامل بالأوراق النقدية في المقاهي وعلى قارعة الطريق: خلال حرب الاستقلال أصدرت الحكومة الفدرالية الأمريكية صكوك الدين الموحد، وكان يتعامل بهذه الصكوك في المقاهي والطرقات وكذلك الحال في باريس ولندن قبل ظهور البورصات إليهما.

(1) - عصام حسين: اسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 9.

(2) - زكريا سلامة، عيسى شطناوي: الآثار الاقتصادية لسوق الأوراق المالية - منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 34.

ثم مرحلة استقلال أسواق الأوراق المالية: مع التطور الصناعي ظهر نشوء مشاريع ضخمة لا يستطيع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية المترتبة عليها، فظهرت مؤسسات عملت على جذب المدخرات وتوظيفها في المشاريع الإنتاجية، إضافة إلى رواج التعامل بالأوراق المالية، مما أدى إلى ضرورة إقامة أسواق الأوراق المالية المستقلة وضرورة تطوير نظامها وأساليب التعامل بها فبدأ ظهور هذه الأسواق ابتداءً ببورصة لندن ثم باريس ثم بورصة نيويورك ثم بورصة طوكيو على التوالي أما بورصة هونغ كونغ فيرجع قيامها إلى سنة 1891م.⁽¹⁾

3. تعريف سوق الأوراق المالية:

يعرف سوق الأوراق المالية على أنه عبارة عن السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعة وشراء على نحو تشكل إحدى القنوات الرئيسية التي يناسب المال فيها بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع، مما يساعد في تعبئة المدخرات وتميئتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد القومي.⁽²⁾

وتعرف أيضاً على أنها مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار، للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل، حيث تتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد استثمارها فيها.⁽²⁾

كما تعرف على أنها سوق مالية منظمة تتداول فيها الأسهم والسندات وتتحدد فيها الأسعار وقتها للعرض والطلب، ويتم التداول فيها على صورتين:

- **عمليات آجلة:** عقدها يتم مباشرة إلا أن تصنيفها مؤجل في موعد قادم.
- **عمليات عاجلة:** تتم فيها تصفية العملية مباشرة (أو لأجل قريب) ويستلم البائع بثمن البيع الأوراق المالية بها إلى المشتري.⁽³⁾

من التعاريف السابقة نستنتج بأن سوق الأوراق المالية هو المكان الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل سلعة وهي الأسهم والسندات وتعرف باسم سوق المال طويل الأجل، إذ يتحدد فيها سعر واحد للسهم أو السند في وجود عدد كبير من المشتريين، مع سهولة الاتصال بينهم، وتجانس وحدات السلع وهي الأسهم والسندات، مع سهولة نقلها من مكان إلى آخر، وهي أيضاً سوق المنافسة الكاملة يتحدد فيها السعر بفعل قوى العرض والطلب.

(1) - أحمد السعد: الأسواق المالية المعاصرة، دار الكتاب الثقافي، الأردن، عمان، 2016، ص 21، 22، 23.

(2) - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 18.

(3) - عبد الباسط كريم مولود، مرجع سبق ذكره، ص 30.

(4) - وليد صافي، أنس البكري: الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 277.

ثانياً: مكونات سوق الأوراق المالية

1. **السوق الأولية (سوق الإصدار):** "وهي تلك السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية عند إصدارها وفي إطار هذا النوع من الأسواق يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة التي تم إصدارها لأول مرة، وذلك عن طريق ما يسمى بالاككتاب العام، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس وإنشاء الشركات الجديدة، أو زيادة رأس مالها بغرض توسيع وتنويع نشاطها، أو إصدار الأسهم والسندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل، وعادة ما تتولى عملية إصدار الأوراق المالية (أسهم وسندات) مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الإصدار"⁽¹⁾.

"والجدير بالذكر أن هناك نوعين من الاككتاب: طرح الأوراق المالية في السوق الأول اكتتاب عام حيث يتم طرح الأوراق المالية للبيع للمستثمرين في السوق، واكتتاب خاص حيث يتم طرح الأوراق المالية للبيع لعدد محدد من المستثمرين"⁽²⁾.

2. **السوق الثانوية:** وهي التي تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتعمل فيها المؤسسات المالية التي تقوم بتنشيط الأوراق المالية وتوفير عنصر السيولة مثل: شركات السمسرة وصناديق الاستثمار وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية.

وتتمتع الأوراق المالية الحكومية خاصة أدونات الخزائن بوجود سوق ثانوية نشطة، كما تتمتع شهادات الإيداع التي تصدرها البنوك الكبيرة بدرجة عالية من السيولة التي يتم توفيرها من خلال الطلب القوي عليها في السوق الثانوية وتنقسم السوق الثانوية إلى نوعين:

❖ **السوق المنظمة:** وهي أسواق البيع والشراء للأوراق المالية عن طريق المزادات، ويقوم السماسرة brokers في هذه السوق بالتعامل نيابة عن المستثمرين مقابل حصولهم على عمولة وهته الأسواق هي البورصات بالمعنى المعروف.⁽³⁾

❖ **السوق غير المنظمة:** أسواق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة أم غير مسجلة فيها يستخدم هذا المصطلح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة، ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقاً للتفاوض، ويقوم التعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط السماسرة والتجار والمستثمرين، من خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.⁽⁴⁾

(1) - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 18.

(2) - محمد امين عبد النبي: الأسواق المالية - الأصول العلمية والتحليل الأساسي، دار زمزم موزعون وناشرون، الأردن، عمان، 2009، ص 31، 32.

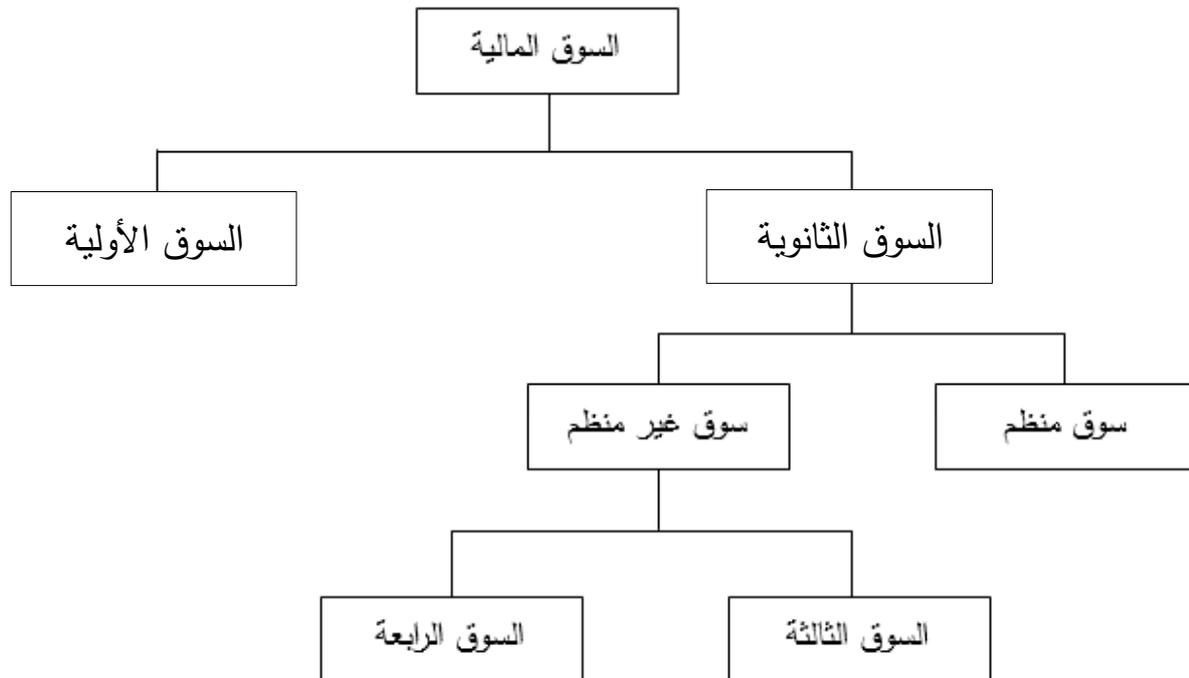
(3) - متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 22.

(4) - عصام حسين، المرجع السابق، ص 22

وتنقسم السوق غير المنظمة إلى قسمين: السوق الثالثة والسوق الرابعة:

- **السوق الثالثة:** تكون بين بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وتعتبر كذلك البيوت مستمدة وعلى استعداد لشراء أو بيع تلك الأوراق وهي تعمل على منافسة المتخصصين من أعضاء السوق المنظمة.⁽¹⁾
- **السوق الرابعة:** يقصد بها المؤسسات الكبرى والأفراد الذين يتعاملون مباشرة فيما بينهم في شراء أو بيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، والتي يكون الهدف منها وذلك كاستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة واستبعادهم لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى، ويساعد في ذلك شبكة قوية من التلغونات والحاسبات الآلية، لذلك ففي ظل السوق الرابعة يتم إبرام صفقات ببراعة وتكلفة أقل.⁽²⁾

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



المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على ما سبق.

ثالثاً: أهمية سوق الأوراق المالية

تلعب البورصات دوراً هاماً في النهوض بالمستوى الاقتصادي، وقد يصل الأمر إلى درجة قياس المستوى الاقتصادي لدولة ما بمستوى وتطور نشاط بورصات الأوراق المالية فيها، وللبورصات وظائف اقتصادية متعددة

(1) - متولي عبد القادر، المرجع السابق، ص 138.

(2) - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 21.

سواء للمستثمر الفرد أو الاستثمار الجماعي (الشركات - المؤسسات) أم للاقتصاد الوطني ككل، وفيما يأتي عرض لأهمية بورصات الأوراق المالية:

- تشكل البورصات سوقاً ثانوية، السوق التي تتداول فيه الأوراق المالية بعد إصدارها في السوق الأولية بالنسبة إلى بائع أو مشتري الأوراق المالية على حد سواء.⁽¹⁾
- تساهم سوق الأوراق المالية في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي.
- تقوم سوق الأوراق المالية بنقل الموارد المالية من الفئات التي لديها فائض (المدخرين أو الفارضين) إلى الفئات التي لديها عجز أو التي تحتاج هاته الأموال (المستثمرين أو المقترضين) لإقامة مشاريعهم الاستثمارية الأمر الذي ينعكس على زيادة التشغيل وتحسين مستوى المعيشة في المجتمع.⁽²⁾
- تعد سوق الأوراق المالية وسيطاً حيويًا يسهل عملية تعبئة المدخرات وإدارة المخاطر ومن دون هذا الوسيط لن يكون هناك تدفق للأموال نحو الاستثمار ومن ثم ينعكس على انخفاض النمو الاقتصادي.⁽³⁾
- حماية المدخرات الوطنية من قناصي الفرص البديلة أو حتى من هروبها نحو الخارج، وذلك عن طريق النظام المصرفي الفعال الواجب إحداثه إلى جانب السوق المالية.⁽⁴⁾
- تلعب سوق الأوراق المالية دوراً كبيراً في خلق السيولة إذ تؤثر على النشاط الاقتصادي من خلال خلقها للسيولة النقدية.
- تسعى سوق الأوراق المالية إلى جلب الاستثمارات الأجنبية، إذ تعمل نفقات رؤوس الأموال الأجنبية على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدراً مالياً تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها.⁽⁵⁾

المطلب الثالث: التنظيم الإداري والأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية

أولاً: التنظيم الإداري لسوق الأوراق المالية

يدار سوق الأوراق المالية من خلال مجموعة من التقسيمات الإدارية والتنظيمية تتمثل كلها في:

1. لجنة البورصة: تشكل في كل بورصة من بورصات الأوراق المالية لجنة مؤلفة من خمسة عشر عضواً، ثمانية من السماسرة (كأعضاء عاملين) وأربعة من الأعضاء المنظمين (من المصارف) وثلاثة يعينهم

(1) - عبد الباسط كريم مولود، مرجع سبق ذكره، ص 32.

(2) - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 81، 82.

(3) - حيدر يونس الموسوي: المصارف الإسلامية أداءها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 88.

(4) - عصام حسين، المرجع السابق، ص 29.

(5) - زيدان محمد، نورين بومدين: الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وآثارها على الاقتصاديات والمؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، يومي

21 و 22 نوفمبر 2006، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص 1-4.

وزير المالية والاقتصاد لمدة سنتين وذلك حتى يكون إلى جانب السماسرة والأعضاء المنظمين أعضاء محايدون يحققون التوازن بين من عهد إليهم بالإشراف على سير العمل في البورصة.

مهمة هذه اللجنة تحقيق حسن سير العمل في البورصة باتخاذها لما تقتضيه الظروف من إجراءات.⁽¹⁾

2. الجمعية العامة: تتكون من أعضاء البورصة العاملين حيث تختص بانتخاب لجنة أو مجلس إدارة

البورصة والتصديق على الميزانية العمومية والحسابات الختامية ومناقشة كافة الأعمال والأنشطة.⁽²⁾

3. اللجنة الكلية لبورصة الأوراق المالية: رئيسها هو رئيس هيئة سوق المال أو نائبه، ويتكون أعضاؤها

من عضوان منظمان من كل بورصة واحد الأعضاء المعيّنين من كل بورصة ومندوب الحكومة لدى

كل بورصة.⁽³⁾

4. مندوب الحكومة: يجب تواجد ممثل الحكومة داخل الأعضاء، أو داخل تنظيم البورصة يقوم ويعمل

على تطبيق القوانين والأنظمة المتعلقة بها، ويكون له الحق في الاعتراض على قرارات لجنة البورصة

التي يراها مخالفة للقوانين والأنظمة.⁽⁴⁾

5. هيئة التحكيم: تشكل هيئة التحكيم للفصل في جميع المنازعات التي ترفع بين أعضاء البورصة والمندوبين

الرئيسيين والوسطاء أو بين أحدهم وأحد العملاء بشرط أن يتفق الطرفان على التحكيم وتتألف هذه الهيئة

من:

– رئيس لجنة البورصة، ومن أربعة أعضاء تختارهم اللجنة كل سنة.⁽⁵⁾

6. مجلس التأديب: يكون برئاسة لجنة البورصة أو نائبه، وعضوية أحد الأعضاء العاملين، ويختص

بالفصل في المخالفات وفقاً للتوازن والأنظمة القائمة.⁽⁶⁾

ثانياً: الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية

توجد العديد من الجهات التي تتعامل في سوق الأوراق المالية والتي تقوم بشراء أو بيع الأوراق المالية

متوسطة وطويلة الأجل من أجل الحصول على عائدة هذا التعامل إضافة إلى توفير الموارد التمويلية لجهات

العجز في الاقتصاد من خلال هذه الأسواق.

وأهم المتعاملين في السوق المالية:

(1)– عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة، دار الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2010، ص 93.

(2)– فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في البورصة-الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 60.

(3)– مصطفى كمال طه: شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2009، ص 91.

(4)– وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 229.

(5)– محمد عبد القادر الحمزة، المرجع السابق، ص 46.

(6)– فيصل محمود الشواورة، المرجع السابق، ص 60.

1. فئة المقرضين أو المستثمرين: وتشمل كل المستثمرين من الأفراد والمؤسسات في كل القطاعات مثل البنوك التجارية، وشركات التأمين وشركات الاستثمار وغيرها التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها وترغب بتوظيف مدخراتها في السوق المالية والمتاجرة بالأوراق المالية والمتاحة من الأسهم والسندات.⁽¹⁾ ونلاحظ أن مدخرات الأفراد تبقى هي المصدر الرئيسي للاستثمار وذلك بدون النظر للمؤسسات المالية أو البنوك التجارية المخصصة وشركات التأمين والاستثمار.

وذلك لأن الفوائض النقدية المجتمعة لدى المؤسسات ليست سوى محصلة لمدخرات الأفراد فيها.

مهما كانت طبيعة المستثمر أو القرض فإنه يهتم بمجموعة من العوامل أهمها:

- معدل العائد المتوقع - عامل الأمان - عامل السيولة - تاريخ الاستحقاق.⁽²⁾

2. فئة المقترضين أو المصدرين: "تمثل هذه الفئة مستخدمي الأموال في السوق، حيث تتمثل في الأفراد وشركات التي تقل مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها وترغب في تغطية الاستثمار أو العجز الذي لديها، وذلك بالاقتراض المباشر أو بيع أوراقها المالية".⁽³⁾

3. فئة الوسطاء الماليين أو الوكلاء: يقوم الوسطاء في السوق المالية بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهة.

ويقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخص بموجب قانون السوق المالية وأنظمتها وتعاليمه، وتظم فئة الوسطاء عادة ثلاث مجموعات هي السماسرة وصانعو الأسواق ومتعهدو تغطية الإصدارات المالية.

ويمكن توضيح مهام الوسطاء حسب فئاتهم على النحو التالي:

- إذا كان وسيطا بالعمولة تتحدد مهمته في شراء أو بيع الأوراق المالية لصالح العميل بناءً لأوامر محددة منه وذلك مقابل عمولة محددة من قبل لجنة إدارة السوق.

- إذا كان وسيطا يشتري ويبيع لصالح محفظته بموجب ترخيص خاص فهو يقوم حينئذ بدور صانع الأسواق.

- ويمكن أن يقوم الوسيط بدور المغطي لإصدارات الأوراق المالية الجديدة وبذلك بشكل حلقة الوصل بين مصدري الأسواق المالي الجديدة كالأسهم والسندات، وبين الجمهور عامة وذلك مقابل عمولة تحدد في اتفاقية التغطية والتي تكون لضمان السوق الكامل للإصدار.

(1)- زياد رمضان، مروان شموط: الأسواق المالية، الشركات العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007، ص 132.

(2)- وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 40

(3)- الداوي خيرة: تقييم كفاءات وأداء الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012م، ص 22.

- كما يمكن للوسيط خصوصا إذا كان ما كان مؤهلا لذلك أن يقوم بدور المستثمر المالي للمستثمرين في الأوراق المالية وتغلب على الوسيط الذي يقوم بهذا الدور أن يكون شركة استثمار.⁽¹⁾

(1) - زياد رمضان، مروان شموط، المرجع السابق، ص 135، 136.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تستخدم في أسواق رأس المال الأدوات المالية التي يمكن تقسيمها إلى أوراق ملكية وأوراق مديونية، فبالنسبة لأوراق الملكية فعني منح جزء من رأس مال الشركة للمساهمين مقابل دفع أموال تستخدم في نشاطات الشركة المختلفة، وقد يتم إصدار أوراق الملكية عند تأسيس الشركة أو عند رفع رأس مالها، أو عن طريق سوق الأوراق المالية مباشرة.

وقد ظهر في سبعينيات القرن العشرين فئة أخرى من الأدوات المالية هدفها الرئيسي التغطية ضد مخاطر تقلب الأسعار تعرف بالمشتقات المالية تكون بمثابة عقود بين المشتري والبائع وتعمل بيوت المقاصة على تنفيذ تلك العقود، ويجري تداول المشتقات المالية في أسواق متخصصة تعرف أسواق المشتقات المالية، وترتبط الورقة المالية في هذا النوع من الأدوات بأصل مادي (سلع، مواد...) أو بأصل مالي (أسهم، سندات...) أو بأصل صوري (مؤشرات البورصة، مؤشرات الأسعار) بحيث يتغير سعر الورقة المالية بتغير سعر الأصل.

وتنقسم المشتقات المالية إلى عقود إلزامية تلزم طرفي العقد بتنفيذ الصفقة تاريخ الاستحقاق بالسعر المتفق تاريخ إبرام العقد مهما بلغت الأسعار المالية الجارية، ومن أنواعها العقود الآجلة، العقود المستقبلية وعقود المقايضات، أو عقود اختيارية وتضم عقود اختيار البيع أو الشراء.

المطلب الأول: أدوات الملكية

تشكل الأسهم رأس مال مكتسب من قبل المستثمرين والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة وبالتالي فإن رأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه هي عبارة عن مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للسهم التي اقتناها المستثمرون.

أولاً: تعريف الأسهم

عرف الفقه السهم بأنه حصة المساهم في شركة الأموال ويقابل حصة الشريك في شركة الأشخاص كما يقصد بالسهم أيضاً الصك الذي تصدره الشركة ويمثل حصة المساهم فيها.⁽¹⁾

وهي عبارة عن صك يمثل حصة رأس مال منشأة قابل للتداول وله عدة قيم مثل القيمة الاسمية، القيمة السوقية، القيمة الدفترية، القيمة العادلة، القيمة التصفوية، وتقسم هذه الأسهم إلى ثلاثة أنواع (سهم لحامله، سهم اسمي، السهم الأذني).⁽²⁾

(1) - عبد الباسط كريم مولود، مرجع سبق ذكره، ص 66.

(2) - شقيري نوري موسى: إدارة المشتقات المالية - الهندسة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2015، ص 130.

من خلال ما سبق نستنتج أن السهم هو عبارة عن صك له قيم متساوية، وقابل للتداول وتخول لحامله ممارسة حقوقه في الشركة المصدرة له.

وللسهم عدة قيم من جهة نظر المستثمر ويمكن استعراضها فيما يلي:
قيمة الإصدار (nominal value القيمة الاسمية) وهي القيمة التي يحددها عقد التأسيس ويتم إصدارها في السوق الأولية عند الاكتتاب.

القيمة المحاسبية (book value القيمة الدفترية) وهي القيمة التي تحدها قائمة المركز المالي والتي تمثل في حاصل قسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم المعلنة والمنتبئ بها.

القيمة المتداولة (market value القيمة السوقية) وهي القيمة التي يتم التداول بموجبها على السهم في السوق الثانوية وبهذا المعنى فإنها تعبر عن قيمة ثروة حامل السهم الحالية في السوق وتعد أكثر أهمية من القيمتين السابقتين.

القيمة العادلة أو الحقيقية وهي عبارة عن حاصل قسمة الصفقات النقدية المتوقعة على معدل العائد المطلوب أي هي القيمة التي تعبر عن مدى قدرة السهم على تحقيق نفقات نقدية مستقبلية.

قيمة التصفية (value) تمثل قيمة التصفية قيمة الإيرادات النقدية من بيع موجودات المنشأة التي يتوقع المساهم الحصول عليها مقابل السهم العادي الذي يحمله من قيمة الإيرادات بعد تسديد حقوق الدائنين وحملة الأسهم الممتازة.⁽¹⁾

ثانياً: خصائص الأسهم: وتتمثل فيما يلي:

1. القابلية للتداول: تعطى للسهم مرونة كبيرة في السوق المالي إذا كانت صفة المرونة تتوفر في بعض الأوراق المالية الأخرى بشكل جزئي ومحدد فإن هذه الصفة توجد في السهم بشكل مطلق.
2. الأسهم متساوية القيمة: إن جمع الأسهم العادية تصدر بقيمة متساوية وقيمة اسمية مقدارها دينار واحد بعكس التعامل بالسندات (بقيم مختلفة) والإصدارات (الأسهم الممتازة).
3. تقادم حق المساهم: لا يتقادم حق المساهم المشتري للسهم بسبب عدم الاستخدام وذلك طالما أن الشركة المصدرة قائمة، ويبدأ التقادم في الأسهم في اليوم التالي الذي يبدأ ويتنقل فيه حق المساهم من حق ملكية إلى حق دين أي عند تصفية الشركة.⁽²⁾

(1) - فيصل محمود الشواروة، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

(2) - عبد القادر الحمزة، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

ثالثاً: أنواع الأسهم

تنقسم الأسهم إلى عدة أنواع بحسب اعتبارات وذلك تعددها وتنوعها ويمكن بيان ذلك على النحو التالي:

1. الفئة الأولى:

تقسم الأسهم حسب معيار شكل الإصدار:

- **السهم لحامله:** وهي الأسهم التي لا تحمل اسم صاحبها عليها، وإنما تكتب على السهم أنه لحامله، ويتم نقل الملكية بالتسليم المادي من البائع للمشتري، ويعتبر حامل السهم هو مالكة في نظر الشركة.
- **السهم الإسمي:** وهي تحمل اسم صاحبها على وجه صك السهم، وعند تداوله يتعين إثبات اسم المالك الجديد عليه في سجل التنازلات بالشركة.
- **السهم الأدنى (لأمر):** وهي الأسهم التي يذكر فيها اسم مالكة، مع التخصيص لكونها لأدنه أو لأمره، ويتم تداولها بطريقة التظهير وذلك بأن يكتب البائع على ظهر شهادة السهم ما يدل على انتقال ملكيته للمشتري.⁽¹⁾

2. الفئة الثانية:

تقسم الأسهم حسب معيار الحقوق المترتبة عليها لحاملها:

- **الأسهم العادية:** وتضل أداة الملكية في الشركة المساهمة العامة وهي عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بالطرق التجارية حيث تمثل مشاركة في رأس المال في إحدى الشركات، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة الذي يساهم في رأس مالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت حصة نقدية أم حصة عينية⁽²⁾، وتتمثل خصائص الأسهم العادية فيما يلي:
 - الحق في الاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم بنفس نسبة ما يمتلكه حالياً فيها.
 - الحقوق في فحص دفاتر الشركة للتأكد من سلامتها.
 - الحق في الحصول على توزيعات الأرباح بمجرد إعلان إدارة الشركة.⁽³⁾
 - حق حضور الجمعية العامة للمساهمين والتصويت فيها.
 - حق الحصول على الأرباح التي يتقرر توزيعها.
 - حق تحويل ملكية الأسهم إلى شخص آخر.
 - حق الترشح والانتخاب لمجلس إدارة الشركة.⁽⁴⁾

(1) - محمد وجيه حنيني: تحويل بورصة الأوراق المالية، دار النفاس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 50، 51.

(2) - فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص: 78، 79.

(3) - محمد أحمد عبد النبي: مرجع سبق ذكره، ص: 59.

(4) - محمد وجيه حنيني، المرجع السابق، ص: 51.

❖ الاتجاهات الجديدة للأسهم العادية:

إلى جانب الأسهم التقليدية ظهر مؤخرا على نطاق محدود أنواع مستحدثة من الأسهم العادية تتمثل في:

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: أي تربط فيها التوزيعات بكمية الانتاج أو قيمة الأرباح لقسم معين.
- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: أي خصم التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة.
- الأسهم العادية المضمونة: أي تعطي الحق لحاملها في العودة على الشركة المصدرة بالتفويض فيها لو تعرض سعر بيع أسهمها في السوق إلى انخفاض خلال فترة محددة.⁽¹⁾

- **الأسهم الممتازة:** تعتبر الأسهم الممتازة من أدوات حقوق الملكية وهي أداة مالية هجينة تأخذ صفات وخصائص الأسهم العادية كما تأخذ من صفات وخصائص السندات فهي تشبه الأسهم العادية من حيث كونها تشكل حصة في ملكية الشركة، وفي حالة توزيع الأرباح يحق لمالكها المطالبة بحصته، كما وتشبه السندات من حيث كونها أرباحا محدودة في غالب الأحوال حيث تضمن الشركة حد أدنى أو أعلى من الأرباح لحملة الأسهم الممتازة، كما لا يشترك حملة الأسهم الممتازة في التصويت ولهم أولوية في استرجاع حقوقهم⁽²⁾، وتتميز الأسهم الممتازة بالخصائص التالية:

- إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا ثابتا لا يتغير، فإن السهم الممتاز يشبه السند، وأحيانا تكون لأصحاب هذه الأسهم نسبة ثابتة من الأرباح الإضافية إلى مشاركتهم في حصص الأرباح الموزعة.
- إن العائد لا يتغير ومنه فإن سعر السهم الممتاز مستقر نسبيا.
- حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشتركون في التصويت إلا إذا فشلت الشركة في العائد المستحق لهم.
- حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية للشركة وعلى قيمتها في التصفية ككل حملة الأسهم العادية، ولكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات.⁽³⁾

❖ أنواع الأسهم الممتازة:

- **الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح:** فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها حق الحصول على نصيب من الأرباح عن سنوات سابقة وذلك قبل توزيعات الأرباح على الأسهم العادية.
- **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:** فئة من الأسهم الممتازة توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية وذلك بإعطائه حق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو بشكل جزئي، وهذا يعني أن يكونوا قد حصلوا على حصتهم من التوزيع الأولي.⁽⁴⁾
- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** تعطي حق التحويل لأسهم عادية بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، الأمر الذي يحقق له مكاسب رأس مالية.

(1)- فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص: 82.

(2)- شقيري موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 67.

(3)- بوكساني رشيد: **معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر، 2006، ص 58.

(4)- وليد صافي أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 125.

- تعطي مصدرها حق استدعائها من حاملها: أي إمكانية استرجاع وسداد قيمتها لحاملها، وخصوصا عند ارتفاع أسعارها السوقية.⁽¹⁾

3. الفئة الثالثة:

تقسيم الأسهم حسب معيار حصة المساهم:

- أسهم نقدية: يسد المساهم قيمتها نقودا، وقد تكون محررة أي مدفوعة بالكامل أو غير محررة أي مدفوعة جزئيا والمتبقي دينا على المساهم.

- أسهم عينية: يسد المساهم قيمتها عينا في شكل عقارات أو آلات أو بضاعة، ويجب أن تكون محررة بالكامل، ولا يجوز تداولها قبل التنفيذ وتقويم الحصة العينية بالنقد، وعادة تخصص للمؤسسين.

- أسهم مختلطة: يدفع منها جزء نقدا وجزء عينا.

- حصص التأسيس: هي صكوك قابلة للتداول بدون قيمة اسمية وتمثل جزء من رأس مال الشركة، تصدر مقابل بعض الخدمات التي قدمت للشركة وتمنح صاحبها الحق في أرباح محدودة ومحتملة.⁽²⁾

المطلب الثاني: أدوات المدبونية (السندات)

تمثل السندات أوراق دين تستخدم للتمويل وذلك سواء تعلق ذلك بالسوق المنظمة أو السوق غير المنظمة حيث تميز بثبات سعر الفائدة على الاستثمار مما يجعلها أقل مخاطرة من أوراق الملكية.

أولا: مفهوم السندات

هو التزام مالي تعاقدى مكتوب، يتعهد بموجبه المقرض (المصدر للسند)، تقديم مدفوعات إلى المقرض (المحفظ بالسند)، والتي هي فائدة تدفع خلال عدد محدود من السنوات بالإضافة إلى أصل المبلغ.⁽³⁾

السند هو وعد مكتوب من قبل المقرض (المصدر) يدفع مبلغ معين من المال (القيمة الاسمية) إلى حامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المحققة على القيمة الاسمية بتاريخ معينة.⁽⁴⁾

مما سبق نستخلص أن السند هو عبارة عن قرض طويل الأجل حيث تقوم الشركة المقرضة بموجبه بتسديد قيمته في تواريخ محددة.

وتتميز السندات بجملة الخصائص التالية:

(1) - فيصل محمود الشاورة، مرجع سبق ذكره، ص 84.

(2) - محمد وجيه، مرجع سبق ذكره، ص 50.

(3) - المرجع نفسه، ص 60.

(4) - فيصل محمود الشاورة، المرجع السابق، ص 75.

1. **السند أداة دين:** يرتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنيه، في حيث يترتب السهم لحامله حق ملكية، لذا يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استيفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.
2. **السند أداة استثمارية ثابتة الدخل:** يعتبر السند من أدوات الاستثمار ثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة ثابتة سنويا.
3. **محدودية الأجل:** يصدر السند بأجل محدد يستحق بطوله، وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار، ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند (الكبوت) و كذلك سعره السوقي.
4. **القابلية للتداول:** خاصية التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي، حيث تسري بخصوص تداول السند نفس الأحكام المطبقة بشأن تداول الأسهم.⁽¹⁾

ثالثا: أنواع السندات

يكون تقسيم السندات بناء على عدة اعتبارات:

1. من حيث الإصدار:

- أ. **السندات الحكومية:** تصدرها الدولة ومؤسساتها للاكتتاب العام، وتمثل قروضا من أجل تمويل عمليات التنمية، حيث تتميز بأنها أكثر أمانا للمستثمرين، لأنها غالبا ما تكون مضمونة من الحكومة وأكثر سيولة ومقاة من الضرائب.
- ب. **السندات الأصلية (سندات الشركة):** تصدرها شركات مالية أو شركات مساهمة عاملة في القطاع الخاص، وتصدرها بفائدة أعلى من معدلات الفائدة على السندات الحكومية، إلا أن حاملها يتعرض لمخاطر أكثر من السند الحكومي، إلا أن هذه السندات غالبا تصدر مضمونة ولها عدة أنواع:
 - **السند العادي (السند ذو الاستحقاق الثابت):** تصدرها الشركات بقيمة اسمية لمدة معينة.
 - **السند المضمون:** هذا السند متعلق بتقديم الضمانات العينية برهن رسمي على عقارات أو منقولات الشركة.
 - **السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار:** تصدره الشركة بقيمة معينة تسمى "سعر الإصدار" وتتعهد برد المبلغ عند الاستهلاك بسعر أعلى مضاف إليه علاوة تسمى "علاوة الإصدار".⁽²⁾
 - **سند ذو النصيب:** وهو مبلغ يمنح إلى حملة السندات التي تعينهم القرعة وهو نوع من أنواع اليانصيب، لا يجوز إصداره إلا من الحكومة ولا يقتطع النصيب من الفائدة التي كان يستولي عليها صاحب السند لو لم يقرر النصيب.

(1) - محمد مطر، فايز تيم: إدارة المحافظة الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2005، ص 99.

(2) - أحمد السعد: الأسواق المالية المعاصرة، دار الكتاب الثقافي، عمان، الأردن، 2016، ص 61، 62.

- سند النصيب: بإمكان صاحب هذا السند استرداد رأس ماله في حالة الخسارة.⁽¹⁾

2. من حيث شكل الإصدار:

أ. سند لحامله: هي السندات التي تكون ملكا لحاملها، وتعد من قبل المنقولات المادية التي يطبق بشأنها قاعدة حيازة المنقول سند الملكية.

ب. سندات إسمية: هي سندات تحمل اسم صاحبها ويستحق وحده الفوائد المستحقة لها وتنتقل حيازتها من طرف لآخر من خلال عمليات التداول في سوق الأوراق المالية، ويتم إثبات اسم المتنازل إليه على السند بمعرفة الجهة المصدرة لتلك السندات.⁽²⁾

3. من حيث المدة (الأجل):

أ. سندات قصيرة الأجل: وهي سندات لا يتجاوز أجلها مدة سنة، تتداول في سوق النقد تتمتع بدرجة عالية من السيولة وانخفاض درجة المخاطرة الرفقة لها لذلك تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبيا.

ب. سندات طويلة الأجل: وهي السندات التي يزيد أجلها عن سبعة أعوام، تتداول في سوق رأس المال، تصدر بمعدلات فائدة مرتفعة.⁽³⁾

4. من حيث الجنسية:

أ. سندات محلية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين.

ب. سندات أجنبية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين أجانب ويتم التداول عليها أيضا في الداخل.

ج. سندات دولية: تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين محليين كذلك التي يصدرها البنك الدولي.⁽⁴⁾

5. من حيث الضمان:

أ. سندات مضمونة: قد تكون مضمونة بضمان شخصي كالسندات المضمونة من أحد البنوك أو الحكومة،

أو مضمونة بضمان عيني كالسندات المضمونة برهن رسمي على العقارات وموجودات الشركة.

ب. سندات غير مضمونة: هذا النوع يكون غير مضمون بأصل ثابت معين، لذلك إذا عجزت الشركة

المصدرة لها عن سداد قيمتها لأصحابها فإنه يمكنهم المطالبة بإفلاس الشركة لاستيفاء حقوقهم.⁽⁵⁾

6. من حيث طبيعة الفائدة:

أ. سندات ذات فائدة ثابتة: تكون الفائدة عليها ثابتة طويلة الأجل.

ب. سندات ذات فائدة متغيرة: تكون الفائدة عليها متغيرة وتتغير نسبيا على ضوء تغير أسعار الفائدة السائدة

في السوق.

(1) - عبد القادر الحمزة، مرجع سبق ذكره، ص 30.

(2) - عبد الكريم أحمد قندوز: المشتقات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص 44.

(3) - محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 102.

(4) - فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص 78.

(5) - عبد الكريم أحمد قندوز، المرجع السابق، ص 45.

7. من حيث قابلية التحويل:

- أ. سندات قابلة للتحويل: يعطى لحاملها حق استبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معين وخلال مدة معينة.
ب. سندات غير قابلة للتحويل: لا تعطي لحاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية للشركات المصدرة.⁽¹⁾

المطلب الثالث: المشتقات المالية

تسمح المشتقات للمتعاملين بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على الأصل موضوع العقد، كما تختلف هذه العقود كل حسب طبيعتها ومن أهمها العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود الخيارات، عقود المبادلة.

أولاً: مفهوم المشتقات المالية

يقصد بالمشتقات المالية العقود التي تشتق من قيمة الأصول المعينة أي الأصول التي تمثل موضوع العقد، وهته الأصول تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية، حيث تسمح بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد.⁽²⁾
تعرف أيضاً أنها أدوات خارج الميزانية، لأنها وإن كانت تنشئ التزاماً متبادلاً مشروطاً إلا أنها لا تسبب أي تدفق نقدي مبدئي، أو أنها تتسبب في تدفق نقدي ضئيل نسبياً يتمثل في الهامش المبدئي⁽³⁾، وتتميز المشتقات المالية بالخصائص التالية:

- ترتبط العقود المالية للمشتقات بـ (سعر فائدة محدد، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف أجنبي، مؤشرات الأسعار أو المعدلات، تقييم انتمائي، مؤشر انتمائي، متغير مشابه).
- تشتق قيمة العقود المالية من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد مثل سعر الفائدة الحالي أو سعر الورق المالي الحالي.
- يتم تسوية العقود المالية للمشتقات في تاريخ مستقبلي.
- لا تتطلب العقود المالية للمشتقات عادة استثمارات مستقبلية.
- تستخدم العقود المالية للمشتقات للتحوط ضد مخاطر التغيرات المتوقعة في أسعار تلك الأصول.
- تتيح العقود المالية للمشتقات تحديد أو تثبيت سعر السلعة أو الصرف أو الفائدة أو الورقة المالية محل التعاقد في الوقت الحاضر لتسليمها أو تبادلها بهذا السعر في المستقبل.⁽⁴⁾

(1) - فيصل محمد الشاورة، مرجع سبق ذكره، ص 78.

(2) - عبد الكريم احمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص 81.

(3) - عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 58.

(4) - عادل رزق: إدارة الأزمات المالية العالمية-منظومة الإصلاح الإداري بين النظرية والتطبيق، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2010، ص 48.

ثانياً: أنواع المشتقات المالية:

1. العقود المستقبلية: هي عقود لشراء السلع أو أصول مالية يتم استلامها أو تسليمها في وقت محدد في المستقبل ويتيح لأحد أطراف العقد شراء أو بيع أصل معين إلى طرف آخر بسعر محدد متفق عليه مسبقاً يسمى بـ "السعر المستقبلي" على أن يتم التسليم أو تنفيذ الاتفاق في تاريخ لاحق هو تاريخ استحقاق العقد.⁽¹⁾

تتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية:

- إن للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد لآخر تحددها سوق الأوراق المالية.
 - في العقود المستقبلية يعرف طرفي العقد بعضهما البعض.
 - تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير آلية تعطي كل منها ضماناً بأن العقد سينفذ وهذه الآلية تسمى بغرفة المقاصة.
 - يتم تداول العقود المستقبلية في السوق المنظمة.
 - إن التعامل في العقود المستقبلية يتطلب إيداع كل طرف مبلغ يعرف بهامش الضمان أو الهامش المبدئي وذلك لضمان العقد.
 - إن أسواق العقد المستقبلي تلعب دورها في توفير المعلومات الخاصة بالأسعار حيث قدرة السوق لكشف أسعار تعد الوظيفة الأساسية وراء وجود هذا النوع من الأسواق.⁽²⁾
 - توفر أسواق العقود المستقبلية معلومات عن الأسعار الحاضرة والمستقبلية باستخدام الوسائل والميكانيزمات التي يمكن من خلالها التوصل إلى الأسعار الحالية والمستقبلية.
 - معرفة جميع أطراف السوق على هاته المعلومات التي من شأنها رفع كفاءة السوق.
- 2. العقود الآجلة:** هو اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل معين بتاريخ مستقبلي بسعر متفق عليه يتحدد عند التعاقد، ولا يتم تداول العقد الآجل في البورصة.⁽³⁾

وهناك نوعين رئيسيين للعقود الآجلة وهما من أهم هذه العقود وهما:

- **العقود الآجلة لأسعار الفائدة:** وهي العقود الآجلة التي تم ربطها بأدوات الدين، وتنطوي على بيع أو شراء مستقبلاً صك الدين. وهنا يتم الاتفاق على سعر فائدة الصك ويتم الحصول عليها في المستقبل ويتم بعدها تثبيت سعر الفائدة من تاريخ العقد الآجل وحتى تاريخ التنفيذ، وتستخدم هذه العقود في الحماية ضد تقلبات أسعار الفائدة.

(1)- د. دريد كامل آل شبيب: الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، ص 411.

(2)- بن اعمر بن حاسين: فعالية السوق المالية في الدول النامية، دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013، ص 31، 32.

(3)- عبد الكريم أحمد قندوز: مرجع سبق ذكره، ص 213.

- العقود الآجلة لأسعار الصرف: وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية وذلك بتاريخ أجل وسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد، ويتم تثبيته حتى تاريخ التنفيذ وتستخدم هاته العقود للحماية من مخاطر تقلبات أسعار الصرف الأجنبي.⁽¹⁾

3. عقود الخيارات: هي نوع من العقود المالية غير الملزمة لحاملها بينما هي ملزمة لمن يصدرها، تعطي لحاملها (المستثمر) حق خيار ممارسة أو عدم ممارسة شراء أو بيع ورقة مالية أو مجموعة أوراق مالية بسعر محدد و متفق عليه مسبقاً، بينما سعر التنفيذ أو سعر الممارسة وذلك قبل حلول تاريخ محدد أو في تاريخ محدد يسمى تاريخ نفاذ صلاحية العقد.⁽²⁾

تنقسم عقود الخيار إلى نوعين:

أ. خيار الشراء: يعطى لصاحبه الحق في الشراء، وليس الالتزام بالشراء، إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسر محدد متفق عليه، وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد فإن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقاً للسعر المحدد سابقاً، إذ يمكنه الشراء في السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون له الحق في شراء الأصل بالسعر المنخفض السابق للاتفاق عليه.⁽³⁾

ب. خيار البيع: وهو عملية عكسية لخيار الشراء، فهو عقد دفع مبلغ معين مقابل الحصول على حق بيع أصل حالي معين، خلال فترة محددة أو في تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق) وبالسعر المسمى في العقد الذي يسمى سعر التنفيذ وعليه فعقد البيع يلزم بائع الخيار على شراء الأصل من مشتري الخيار إذا رغب في البيع، أما الأخير فله الحق في واحد من ثلاثة:

- ممارسة حق في بيع الأصل مقابل السعر المحدد.
- بيع الخيار في السوق وإلغاء وضعيته.
- المحافظة على حقه دون تنفيذ إلى أن ينقضي تاريخ الاستحقاق ويسقط حقه في البيع.⁽⁴⁾

4. عقود المبادلات:

هو اتفاق بين عدة أطراف لتبادل سلسلة من النفقات النقدية خلال فترة معينة، فعلى سبيل المثال الطرف (أ) يحدد التزام تعاقدية يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط التنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد.⁽⁵⁾

(1)- عيساوي سهام، مرجع سبق ذكره، ص 178، 179.

(2)- زياد رمضان: مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، ط4، عمان، الأردن، 2007، ص 91.

(3)- سميحة بن معاوية: دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية-دراسة حالة بعض الدول العربية، رسالة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة محمد خيضر، بسكر، الجزائر، 2014-2015، ص 47.

(4)- عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص 112، 113.

(5)- شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 172.

وتنقسم عقود المبادلة إلى:

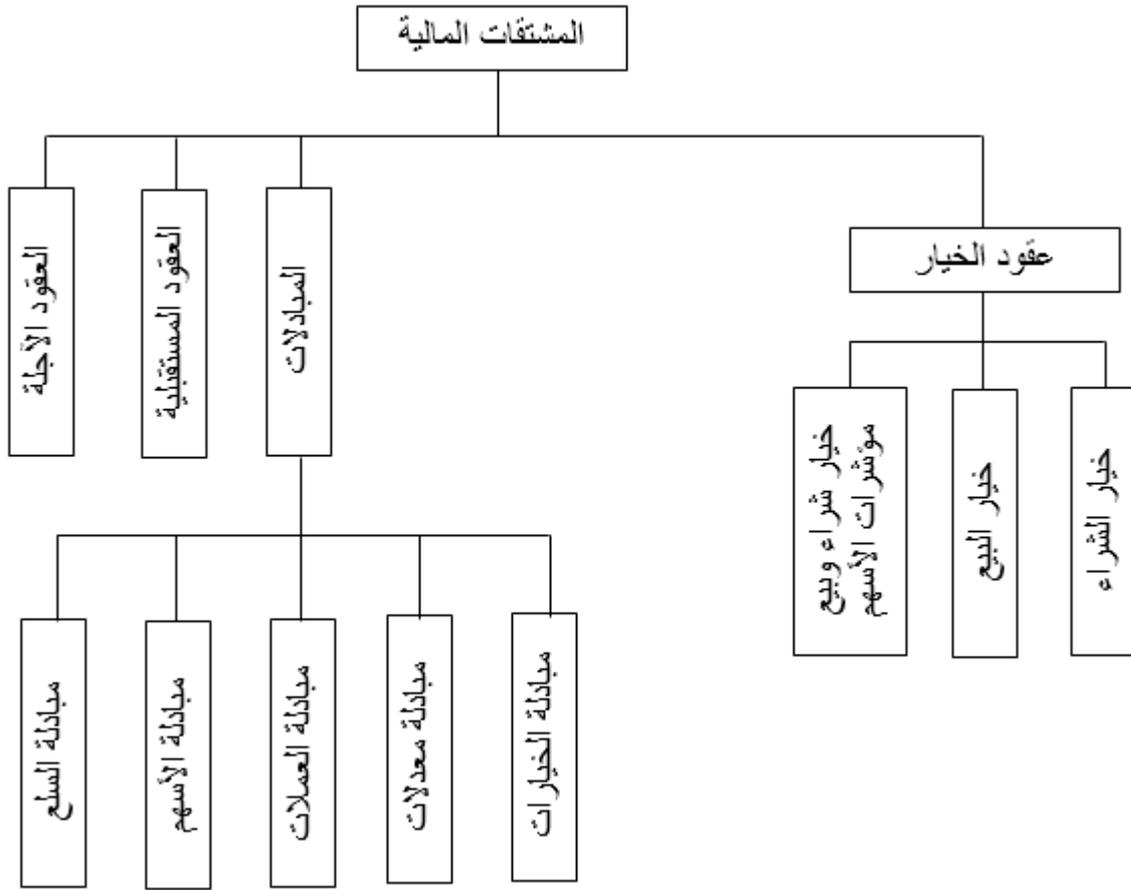
- أ. **مبادلة أسعار الفائدة:** هي اتفاق بين طرفين للتبادل في مدفوعات الفائدة وعادة تحدث عندما يحتاج شخص أو مؤسسة إلى التحويل بفائدة ثابتة، وهو قادر على الحصول على فائدة معومة، فيحاول إيجاد طرف آخر يحتاج للفائدة المعومة ويكون قادر على الحصول على فائدة ثابتة.⁽¹⁾
- ب. **مبادلات العملات:** تتضمن مبادلات العملات في أبسط صورها مبادلة أصل قرض ومدفوعات فائدة ثابتة على قرض بعملة ما بأصل قرض ومدفوعات ثابتة على قرض مكافئ تقريبا بعملة أخرى، ويمكن استخدام مبادلة العملة في تحويل قرض بعملة ما إلى قرض بعملة أخرى.
- ج. **مبادلات الخيارات:** هي عقد خيار لمبادلة أسعار فائدة ويعطي لحامله الحق وليس الالتزام بالدخول في صفقة مبادلة أسعار الفائدة، ثابتة أو متغيرة، خلال مدة محددة مستقبلية بشروط يتم الاتفاق عليها وقت التعاقد على الخيار.⁽²⁾
- د. **مبادلة سلع:** هي مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر المحدد ويتم سداد الثمن فورا وبيعها في نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا وبحيث يتم التسديد على فترات متفق عليها.
- هـ. **مبادلة الأسهم:** هو الاتفاق على المبادلة في تاريخ لاحق لمعدل عائد على سهم معين أو أصل مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر.⁽³⁾

(1) - حاكم الربيعي وآخرون: المشتقات المالية - عقود المستقبلات والخيارات والمبادلات، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 372.

(2) - عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص 258، 259.

(3) - عادل رزق: إدارة الأزمات المالية العالمية، منظومة الإصلاح الإداري بين النظرية والتطبيق، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2010، ص 70.

الشكل رقم (1-2): أنواع المشتقات المالية



المصدر د. دريد كامل آل شبيب: الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن،

ص: 402.

المبحث الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية

تعتر كفاءة سوق الأوراق المالية من المفاهيم التي تم اكتشافها بالصدفة حيث عندما قام موريس كاندال بدراسة سلوك أسعار الأسهم وذلك من أجل ضبط نماذج متكررة لتلك الأسهم وفي فترات مختلفة من الرواج والكساد، حيث كانت النتائج المتوصل إليها أن الأسعار تتقلب بشكل عشوائي، حيث لا يمكن التنبؤ بسعر سهم معين، وحسب رأي كاندال فإن هذه الأسعار لا تستجيب إلا إلى المعلومات الجديدة التي ترد إلى السوق بشكل عشوائي، الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى عدم تحقيق أي أرباح غير عادية، لذلك نجد كفاءة السوق المالي ترتبط بكفاءة تدفق المعلومات وذلك بالشكل الذي يضمن الشفافية والدقة والسرعة وبالتالي التقليل من حالات عدم التأكد بمستقبل الاستثمارات.

المطلب الأول: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية

يمكن اعتبار كفاءة السوق عالية وذلك من خلال قدرتها على توظيف رؤوس الأموال في المشاريع الأكثر ربحية في الاقتصاد الوطني، حيث تقوم نظرية السوق الكفؤ على مدى توفر المعلومات لدى المستثمرين في نفس الوقت وبدون تكلفة.

أولاً: تعريف كفاءة سوق الأوراق المالية

تعني كفاءة أسواق الأوراق المالية (market efficiency) أن أسعار الأسهم في جميع الأوقات تعكس جميع المعلومات المتاحة، وأن أي معلومات جديدة عن السهم ستعكس وبصورة فورية على السعر فور إتاحة هذه المعلومات للمتعاملين في السوق وهذا يعني أن كفاءة الأسواق ترتبط ارتباطاً وثيقاً بتوفر المعلومات والإفصاح عنها، وبالتالي فإن أساس كفاءة السوق يكمن بسرعة الاستجابة للمعلومات المنشورة عن الأوراق المالية أو عن السوق ككل، وباختصار يمكن القول أن توفر الشفافية في المعلومات والإفصاح يعني وجود كفاءة السوق المالي وغيابها يعني غياب الكفاءة.⁽¹⁾

وتعرف أيضاً على أنها تمثل سرعة استجابة الأسعار فيه وبطريقة غير متحيزة للمعلومات المتاحة للمتعاملين منه، وتصبح الأسعار للأوراق المالية المتداولة فيه دالة للمعلومات المتاحة، وتوفير للمتعاملين في السوق المالية معلومات مختلفة ستؤدي إلى تقلب هذه الأسعار.⁽²⁾

(1) - سهيل مقابلة: كيف تستثمر بسوق الأسهم، ط 1 2013، دار الحرية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 223.

(2) - وليد صافي، أنس البكري: الأسواق المالية الدولية، ط 1 2009، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 233.

يعرف أيضا على انه مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وخاصة الأسهم وبين المعلومات والبيانات المتاحة والمتوفرة لدى جمهور المتعاملين سواء كانت هذه المعلومات تاريخية أو عامة أو خاصة، أي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة عن الأوراق المالية المتداولة على سعر هذه الأوراق.⁽¹⁾

مما سبق يتضح لنا أن كفاءة سوق الأوراق المالية هو عبارة عن السوق الذي تتم فيه استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للمتغيرات والمعلومات الواردة للسوق، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، حيث في ظل السوق الكفاء فإن سعر الورقة يعكس جميع المعلومات المتاحة وذلك في ظل توفر مجموعة من الشروط.

المطلب الثاني: متطلبات وأنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

سننتظر في هذا المطلب إلى النقاط التالية:

أولاً: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

يتحدد الهدف الرئيسي لسوق الأوراق المالية في التخصيص الكفاء للموارد وتحقيق التخصيص الكفاء لتلك الموارد لا بد من توفر سمتان أساسيتان هما:

- **كفاءة التسعير:** يطلق على كفاءة التسعير (بالكفاءة الخارجية) ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في الوقت بسرعة دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كفاءة المعلومات المتاحة، كما أن المعلومات تصل إلى للمتعاملين دون أن يدفعوا في سبيل الحصول عليها تكاليف باهظة وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرص لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.⁽²⁾
- **كفاءة التشغيل:** كما يطلق عليها (الكفاءة الداخلية) للسوق وهي مقدرة السوق المالي على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون عناء التكاليف العالية عن العمولات للوسطاء الماليين ودون أن يتاح لصناع السوق فرصة تحقيق هامش ربح مالي فيه.

وبذلك فإن كفاءة الأسعار تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل إذ ينبغي أن تكون كلفة الحصول على المعلومات منخفضة مقارنة بفرصة الحصول على العائد المتوقع أي أن كلفة إتمام الصفقات عند حدها الأدنى.⁽³⁾

(1) - دريد كمال آل شبيب: الاستثمار والتحليل الاستثماري، الطبعة العربية 2009، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 202.

(2) - شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 102.

(3) - دريد كمال آل شبيب، المرجع السابق، ص 205، 2016.

ثانيا: أنواع كفاءة سوق الأوراق المالية

1. الكفاءة الكاملة: يقصد بهذا النوع من الكفاءة أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الحصول على نتائج محددة بشأن السعر حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر فالتوقعات متماثلة لدى المستثمرين والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف حيث تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توفر مجموعة من الشروط تتمثل في:

- شفافية المعلومات وسرعة نقلها للجميع بدون تكاليف.
- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب كذلك حرية الدخول والخروج لأي مستثمر من السوق، أو بيعه وشراؤه لأي كمية من الأسهم التي يرغب فيها.
- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أي لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.

- رشادة المستثمرين، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.⁽¹⁾

2. الكفاءة الاقتصادية: تستند إلى فرضية سعي المستثمر في تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل في سباق المتعاملين الآخرين في الحصول على المعلومات والبيانات التي تساعده في تحقيق أهدافه، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة والسوق وبين انعكاس أسعارها على الأسعار السوقية، وبذلك فإنه استنادا إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية فإن السوق الكفء للأوراق المالية، هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عالي من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المرفقة إلى السوق، مما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة المحورية للأوراق المالية.⁽²⁾

المطلب الثالث: مستويات الكفاءة في السوق والعلاقة بينها

سنتطرق في هذا المطلب إلى النقاط لتالية:

أولا: مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

قبل الخوض ببحث هذه المستويات لابد من توضيح المقصود ببعض المصطلحات التي سيتم استعمالها عند البحث في مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية:

إن أهم هذه المصطلحات ما يلي:

(1)- الداوي خيرة: **تقييم كفاءة وأداء الأسواق المالية**، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012، ص 90.

(2)- صلاح الدين شريط: **دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية**، رسالة دكتوراه علوم في علوم الاقتصاد، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012، ص 142.

1. نظرية السير العشوائي لأسعار الأسهم: تعني هذه النظرية أن أسعار الأسهم في الأسواق المالية ذات الكفاءة لا تتبع نمط معين تسلكه باستمرار ويمكن التنبؤ به، بل تتخبط تخبطاً عشوائياً، ولذلك يصعب التنبؤ بسلوك هذه الأسعار وبما ستكون عليه في المستقبل بسبب هذا السلوك.

2. الأرباح الإضافية أو غير العادية: والمقصود بها الأرباح الرأسمالية الناتجة عن بيع السهم بسعر أعلى من سعر شراءه، وأن يكون هذا الربح الرأسمالي ربحاً إضافياً أي أكبر من الربح الذي قد يحققه أي متعامل آخر من جمهور المتعاملين بذلك السهم من بيع ذلك السهم في ذلك الوقت.

3. المعلومات: والمقصود بها معلومات ذات العلاقة والشركات التي أصدرت الأوراق المالية التي يتم التعامل بها أو المعلومات ذات الطابع الاقتصادي أو السياسي التي قد تؤثر بشكل أو بآخر على السوق المالية في البلد هذا بشكل عام، أما فيما يتعلق بكفاءة الأسواق في التسعير ووجود هذه الكفاءة وعدم وجودها ومستويات هذه الكفاءة إن وجدت فالمقصود بها الأنواع التالية:

أ. المعلومات التاريخية: وهي أسعار الأسهم التي كانت سائدة خلال الفترة الماضية وعدم التعامل الذي كان بينك الأسعار.

ب. المعلومات المنشورة: أي المعلومات المتوفرة لعامة المتعاملين في الأسواق ولعامة الناس ويقصد بها جميع المعلومات ذات العلاقة بالأسهم والسندات والشركات التي أصدرتها وغيرها من الشركات والمعلومات ذات العلاقة بالاقتصاد الوطني والعالمي وبالأوضاع السياسية الداخلية والخارجية والتي تؤثر على أسعار الأسهم صعوداً أو نزولاً، وتتضمن المعلومات المنشورة على سبيل المثال: تقارير الشركات السنوية (أو ربع السنوية في بعض البلدان) وبيانات اللجان الاستثمارية للاستثمار، المقالات المنشورة في الصحف عن تلك الشركات وعن الأسواق المالية والمؤشرات المالية وعن الأوضاع الاقتصادية والسياسية.

ج. المعلومات الخاصة: وهي المعلومات غير المنشورة والتي لا يعرفها إلا متخذو القرار في الإدارات العليا للمشاريع والحكومة.⁽¹⁾

ويمكن تقسيم كفاءة السوق إلى ثلاثة مستويات هي:

أ. فرض الكفاءة الضعيفة: بموجب هذه الفرضية فإن القيمة السوقية للسهم تحدد على أساس المعلومات التاريخية مثل حجم الصفقات السابقة أو حركة أسعار الأسهم للأيام أو الأسابيع أو الأشهر أو السنوات الماضية، وتؤكد هذه الفرضية بأن التغيرات تطرأ على سعر السوق في المستقبل تكون مستقلة عن التغيرات التي تطرأ على سعر الأسهم في الماضي أي أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط، وهذا ما يمكن أن يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار، فهذه الفرضية لا تؤمن إطلاقاً بالتحليل الفني.⁽²⁾

(1) - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص 201، 202، 203.

(2) - غازي فلاح المومني: إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 150، 151.

ب. **المستوى المتوسط:** أي أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية والحالية، وأن المستثمر لا يتمكن من تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة والمعلومات المتاحة للجميع و السبب الأساسي في عدم تحقيقه للأرباح غير عادية هو أن المعلومات المتاحة والتاريخية قد أثرت بالفعل في الأسعار، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن يستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبينة على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات، غير أنه إذا أدرك المستثمر (ومنذ اللحظة الأولى) القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين.⁽¹⁾

ج. **فرضية الشكل القوي (الصيغة القوية):** بموجب هذا الشكل للكفاءة فإن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات العامة (information public) والمعلومات الخاصة (private information) ولا يمكن لأي مشترك تحقيق عوائد غير عادية باستخدام المعلومات العامة أو الخاصة على الرغم من الجدل في أن بعض المطلعين في السوق قد يمتلكون معلومات إضافية ذا قيمة قبل أن تصبح تلك المعلومات متاحة للآخرين، وتعد الأسعار السوقية للأوراق المالية بموجب هذا الشكل من الكفاءة أسعار حقيقية مادامت جميع المعلومات العامة والخاصة تعكس في الأسعار السوقية.

إن لكفاءة السوق المالية مضامين هامة بالنسبة لعملية تقييم الأسهم العادية، وفي ظل السوق المالية الكفوءة بالشكل الضعيف يكون التباين كبيراً بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية للأسهم العادية في حين أن التباين بين القيمة الحقيقية وبين السعر في السوق المالية الكفوءة بالشكل القوي مساوياً للصفر، أي أن بمعنى أن أسعار السوق هي في توازن مستمر، ومن ثم فإن سعر السهم العادي يساوي قيمته الحقيقية في أي وقت.⁽²⁾

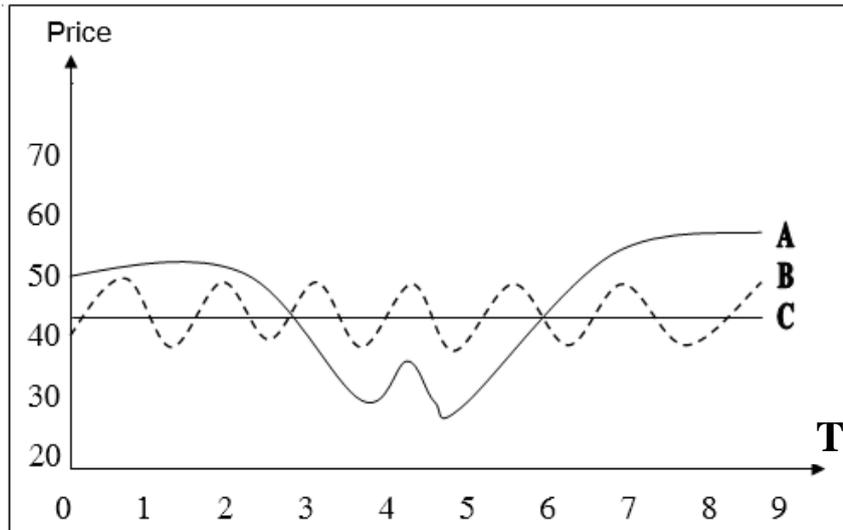
ثانياً: العلاقة بين مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية

تحظى الكفاءة الضعيفة للسوق المالي بقبول عام من قبل محلي الأوراق المالية وعموم المتعاملين في السوق المالي، ويشند الخلاف حول حقيقة افتراضات الشكل القوي وشبه القوي للكفاءة، ويعود السبب في ذلك إلى طبيعة التداخل الحاصل بالمعلومات المتعلقة بكل شكل من الأشكال السابقة الذكر، فقد وضع (Sharp Alexander) عام 1990 هذه الأشكال ضمن مجاميع المعلومات وتم تصنيفها من حيث السلعة والشمول، أي من المجموعة الأضيق للمعلومات والخاصة بالكفاءة الضعيفة إلى المجموعة الأوسع والأشمل للمعلومات والخاصة بالشكل القوي وهذا يعني تداخل هذه المجاميع من المعلومات بكل شكل من أشكال الكفاءة، وكما هو موضح في الشكل التالي:

(1) - يوسف مسعداوي: كفاءة الأسواق المالية العربية، مجلة العلوم الاقتصادية، عدد 42، جامعة سعد دحلب، البليدة، الجزائر، 2014، ص 124.

(2) - محمد علي إبراهيم العامري: إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، مكتبة الجامعة، الشارقة، الأردن، 2013، ص 175، 176.

الشكل رقم (1-3): مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية



المصدر: أرشد فؤاد التميمي: الأسواق المالية - إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 49.

ويتضح من الشكل أن سعر السهم ما هو إلا انعكاس للمجاميع الثلاثة من المعلومات وهي معلومات الكفاءة الضعيفة، معلومات الكفاءة شبه القوية، ومعلومات الكفاءة القوية، وعليه فإذا كان السوق كفوً بشكل شبه قوي، فلا بد أن يكون كفوً بالشكل الضعيف أولاً، وكذلك لكي يكون كفوً بالشكل القوي لا بد أن يمر السوق بمرحلة الكفاءة الضعيفة وشبه القوية، ففي ظل السوق بالكفاءة الضعيفة وكما يمثلها المنحنى A هناك اختلاف كبير بين سعر الورقة في السوق وقيمتها العادلة (القيمة التي تعكس حقائق مالية واقتصادية)، أما المنحنى B فيوضح الفجوة بين سعر السوق والقيمة العادلة وقد تكاد تكون الفروقات بينهما في بعض الفترات الزمنية قريبة من الصفر لتعكس الكفاءة القوية المتمثلة في الخط المستقيم C.⁽¹⁾

المطلب الرابع: العلاقة بين كفاءة السوق والحركة العشوائية للأسعار

يمكن شرح العلاقة فيما يلي:

أولاً: الحركة العشوائية لأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية

لقد اكتشفت الحركة العشوائية لأسعار الأسهم منذ زمن بعيد من خلال الباحثين والدارسين أمثال لويس باشيلين (Louis Bachelien) عام 1920 وكارل يسر علم 1905 وعدد كبير بعدهم لا سبيل لحصرهم وأفضل من وصف الحركة العشوائية الإحصائي المعروف كارل بيرسون (Karl Person) في دراسته التي نشرت عام 1905 حيث شبه الحركة العشوائية بالشخص المغمور، فإذا تركت هذا الشخص المغمور في مكان ما وأردت العودة إليه ستجده في نفس المكان، لأن الشخص المغمور سيتحرك بدون اتجاه محدد بل بكل

(1) - أرشد فؤاد التميمي: الأسواق المالية - إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 48، 49، 50.

الاتجاهات، فالسوق كالشخص المخمور يعتمد في حركة الأسعار على المعلومات فإذا كانت المعلومات حسنة تحسن سعر السوق وتوجه السعر إلى الارتفاع، أما إذا كانت المعلومات غير حسنة فإن الأسعار ستتناقص.⁽¹⁾

ثانيا: العلاقة بين الحركة العشوائية وكفاءة السوق

إن أساس قيام مفهوم كفاءة هو أن المستثمرين هدفهم هو تعظيم أرباحهم ومنه فإنهم يسعون لتحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن وبما يؤدي في النهاية إلى أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات، غير أن لطبيعة المعلومات التي ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي أو غير منتظم وتلك الأخبار قد تكون سارة أو غير سارة، ومنه يمكن لأي أحد أن يتوقع شكل معين لاتجاه حركة الأسعار في السوق لأن الحركة المتوقعة في ظل هذا المتاح لا بد أن تكون عشوائية.

لكن المعلومات الجديدة تأتي دون سابق إنذار فورود هذه المعلومات تكون عشوائية فلذلك حركة سعر الأوراق المالية ستنفذ بناء على المعلومات الجديدة التي تستطيع التنبؤ بها، ولو كان الاستطاعة التنبؤ بها لا تكون معلومات جديدة بل تكون معلومات شخصية من خلال الدراسة أو التحليل أو تطبيع أساليب التنبؤ.

والمعلومات المقصودة هنا هي المعلومات التي توزع على السوق لا المعلومات الجديدة وتواردها يكون قطعا عشوائية فالأسواق الكفاءة أيضا تفيد أن الأسعار تسير عشوائيا أيضا.

فالحركة العشوائية هي نتيجة للأسعار التي تعكس كل المعلومات الجارية فإذا أمكن التنبؤ بتحركات أسعار الأسهم فإن ذلك يعد دليلا على عدم كفاءة السوق، لأن القدرة على التنبؤ بالأسعار تشير إلى أن كل المعلومات لم تنعكس على الأسعار.⁽²⁾

(1) - غازي فلاح المومني: مرجع سبق ذكره، ص 152، 153.

(2) - مونية سلطان: كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، رسالة دكتوراه الطور الثالث Imd في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، ص 103.

خلاصة الفصل:

تعتبر سوق الأوراق المالية القناة التي تمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج، وبالتالي فإن أسواق الأوراق المالية تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها.

كذلك تمثل سوق الأوراق المالية سوقاً بالمفهوم الاقتصادي للسوق، حيث تمثل المكان المنظم الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون من خلال السماسرة لتبادل السلع هي الأسهم والسندات التي تتميز بسهولة نقلها من مكان إلى آخر، وعنصر الجذب الوحيد هو السعر بالنسبة للبائع والمشتري وتصنف أسواق الأوراق المالية ضمن سوق المنافسة الكاملة إذ تتحدد قيم السعر بفعل قوى العرض والطلب.

وتتمتاز الأوراق المالية بخاصية التجانس، فسهم أو سند شركة معينة ما تكون متجانسة في قيمتها وشروط إصدارها، وهذا ما يسهل أيضا من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة مالية.

ولقيام سوق أوراق مالية يجب توفر مقومات رئيسية حتى تحقق الهدف الذي أنشأت من أجله والمتمثلة في المناخ الاستثماري الملائم، ومتطلبات أساسية على المستوى الكلي ولضبط هذه العناصر يجب توفر متطلبات متعلقة بالجانب القانوني.

ونظرا لأن أسواق الأوراق المالية هي الإطار التي تحدد فيها القيمة السوقية للأدوات المالية وقد زاد اهتمام إدارة السوق بكفاءة أسواق الأوراق المالية.

الفصل الثاني:

الإطار المفاهيمي لصناديق

الاستثمار

المبحث الأول: عموميات حول صناديق الاستثمار.

المطلب الأول: مفهوم صناديق الاستثمار وأهميتها.

المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار.

المطلب الثالث: تقييم صناديق الاستثمار.

المبحث الثاني: أسس إدارة صناديق الاستثمار.

المطلب الأول: كيفية إنشاء صناديق الاستثمار.

المطلب الثاني: عمليات صناديق الاستثمار.

المطلب الثالث: محافظ صناديق الاستثمار.

المبحث الثالث: تقييم أداء صناديق الاستثمار.

المطلب الأول: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

المطلب الثاني: خط سوق رأس المال وسوق الأوراق المالية.

المطلب الثالث: أثر صناديق الاستثمار على سوق الأوراق المالية.

تمهيد:

تلعب صناديق الاستثمار دورا هاما في الأسواق المالية، لأنها تعتبر وسيلة فعالة لتجميع المدخرات وإتاحة فرص الاستثمار لصغار المستثمرين تحت إشراف أجهزة متخصصة، كما أنها تعتبر أكثر القطاعات الرائدة حاليا في صناعة الاستثمار وتمثل قطاعا كاملا يتميز بالفرص والتحديات التي يجب التعامل معها، وهي تعد الرافد الحديث لسوق الأوراق المالية التي يمكن من خلالها خروج قطاع البنوك من العمل المصرفي التقليدي إلى دور أوسع وأكثر شمولاً يواكب التغيرات الدولية في الأداء المصرفي، فهي تسمح لصغار المستثمرين بتوظيف أموالهم لتحقيق لهم مزايا لا يمكنهم تحقيقها منفردين من عوائد مرضية ومخاطر محدودة لأن أموالهم تدار عبر جهات مختصة (صناديق الاستثمار)، وعليه من خلال هذا الفصل سيتم التطرق إلى ثلاث مباحث وهي:

- **المبحث الأول:** عموميات حول صناديق الاستثمار.
- **المبحث الثاني:** أسس إدارة صناديق الاستثمار.
- **المبحث الثالث:** تقييم أداء صناديق الاستثمار.

المبحث الأول: عموميات حول صناديق الاستثمار

تعتبر صناديق الاستثمار إحدى الوحدات العاملة في مجال الأوراق المالية، وتمثل شكلاً من الأشكال التنظيمية الحديثة التي تعمل على إدارة الأموال وفقاً لرغبات جمهور المستثمرين، واحتياجاتهم ودرجة تقبلهم للمخاطر، وعليه سنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم صناديق الاستثمار وكيفية إنشائها وإدارتها بالإضافة إلى تقييم أدائها.

المطلب الأول: مفهوم صناديق الاستثمار وأهميتها

سنتطرق من خلال هذا الفصل إلى:

- أولاً: نشأة صناديق الاستثمار.

- ثانياً: تعريف صناديق الاستثمار.

أولاً: نشأة وتطور صناديق الاستثمار

تعود فكرة إنشاء صناديق الاستثمار إلى الربع الأول من القرن التاسع عشر، في أوروبا تحديداً هولندا في عام 1822م، تلتها إنجلترا في عام 1870م، مرت صناديق الاستثمار بالعديد من التطورات والتغيرات التي طرأت على العالم الاقتصادي والمالي حتى وصلت إلى شكل يقارب ما هي عليه الآن، وقد تبلورت فكرة صناديق الاستثمار بالمفاهيم القائمة حالياً في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1924م، حينما أنشئ أول صندوق في بوسطن باسم (Massachusetts Investment Trust) على يد أستاذ جامعة هارفرد الأمريكية، واستمرت هذه الصناديق بعدها في التوسع والتنوع داخل الولايات المتحدة وخارجها، لاسيما بعد الحرب العالمية الثانية، حتى وصلت في عام 1966م إلى نحو 550 صندوق استثماري، بلغ صافي أصولها نحو 50 مليار دولار أمريكي.

وعلى الصعيد العربي، كانت المملكة العربية السعودية الأسبق إلى خوض هذه التجربة، حين أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل في ديسمبر 1979م، في حين صدرت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية بعد هذا التاريخ بنحو 14 عاماً، أي في بداية عام 1993م، واستقرت البنوك السعودية نتيجة لنجاح هذه التجربة في إصدار العديد من الصناديق الاستثمارية المتنوعة⁽¹⁾.

أما باقي الدول العربية، فقد خاضت التجربة نفسها بنسب متفاوتة من النجاح والإقبال، واتسمت أغلب تلك التجارب بصدور الصناديق الاستثمارية قبل صدور التشريعات المنظمة لها وجاءت الكويت ثاني دولة عربية

(1) - بوجلال محمد، زايدى مريم: مداخلة بعنوان دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي 8-9 ديسمبر 2013.

بعد السعودية في خوض تجربة الصناديق الاستثمارية، إذ بدأت تجربتها في عام 1996م، وتبعتها بعض الدول العربية بعد نحو عقد من الزمن وهي: مصر، البحرين وعمان في عام 1994م، ثم المغرب في عام 1995م، ثم لبنان عام 1996م، وأخيراً الأردن في عام 1997م⁽¹⁾.

ثانياً: تعريف صناديق الاستثمار

تعد صناديق الاستثمار من أهم صيغ تعبئة مدخرات في الوقت الحاضر، ولقد تعددت تعاريفها، ولعل من أهمها:

تعرف صناديق الاستثمار على أنها: >>كيانات مالية تعمل على تجميع مدخرات الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية في وعاء واحد، واستثمارها في تجارة الأوراق المالية من قبل جهات متخصصة في مجال إدارة وتنظيم الاستثمارات المشتركة<<⁽²⁾

كما تعرف على أنها: >> محافظ تجمع فيها المدخرات الصغيرة لتكون حجماً من الأموال يمكن أن يستفيد من ميزات التنويع والذي يؤدي إلى تقليل مخاطر الاستثمار، وتؤسس هذه الصناديق على صفة شركة استثمار (Investment Company)، تشرف عليها جهات حكومية متخصصة لغرض الرقابة والتوجيه وتقوم هذه الصناديق بجمع الاشتراكات عن طريق إصدار وحدات استثمارية متساوية القيمة عن الإصدار وحدات استثمارية القيمة عند إصدار شبيهه بالاسم<<⁽³⁾.

كما تعرف أيضاً: >> بأنها مؤسسات مالية تتميز بالسيولة ذات طبيعة وأغراض خاصة يتم عن طريقها تجميع مدخرات الأفراد في صندوق تديره شركة ذات خبرة استثمارية، لقاء عمولة معينة وهي بمثابة أدوات استثمارية توفر للأشخاص الذين لا يملكون القدرة على إدارة استثمارهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في الأسواق العالمية والمحلية، ولتكون محافظ استثمارية متنوعة، وإن الخبرة التي يوفرها مدير الاستثمار قد تضمن تحقيق عوائد أعلى مما لو قام المستثمر بمفرده بتشغيل أمواله في أسواق لا يعرف عنها إلا القدر القليل<<⁽⁴⁾.

ويمكن تعريفها كذلك: >>هي محافظ استثمارية غير تقليدية تعمل على تجميع المدخرات الفردية والأموال الفائضة على حاجة الأفراد، المؤسسات المالية والشركات واستثمارها في الموجودات المالية، الأمر الذي يؤدي إلى تحويل أكبر قدر من الفوائض المالية المحصلة من وحدات الفائض (Serplus Units) إلى وحدات ذات الحجز (Defecit Units)<<⁽⁵⁾.

(1) - غسان الطالب: صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق، المؤتمر الدولي والمصرفية الإسلامية، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، يومي 6-7 أوت، 2014، ص: 8.

(2) - محمد إبراهيم العامري: إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص: 329.

(3) - حسين محمد سمحان: أسس العمليات المصرفية الإسلامية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان، الأردن، 2013، ص: 163.

(4) - إخلاص باقر النجار: دور صناديق الاستثمار في تفعيل الاستثمار الإسلامي، مجلة العلوم الاقتصادية، مجلد7، عدد25، جامعة البصرة، العراق، 2009، ص: 138.

(5) - محمد إبراهيم العامري، المرجع السابق، ص: 329.

إضافة إلى ذلك تعرّف بأنها: >>تشكيلات من الأوراق المالية المختارة بدقة وعناية ليناسب كل منها أهداف فريق معين من المستثمرين الذين لا تتوفر لديهم موارد مالية كافية أو تنقصهم الخبرة والمعرفة أو لا يتوفر لديهم الوقت الكافي لإدارة استثماراتهم بالشكل الذي يحقق لهم أهدافهم الاستثمارية"<<(1).

ويمكن تعريفها كذلك بأنها: "عبارة عن محفظة استثمارية مشتركة تسمح لعدد من المستثمرين حسب رغبتهم وقدرتهم المالية وبمبالغ مختلفة بالاشتراك فيه من خلال شراء حصة من أصوله، وتستثمر الصناديق الاستثمارية في الأسهم والسندات والنقد، والعملات، وما شابه من الأدوات الاستثمارية"(2).

من خلال التعريف السابقة يمكن استخلاص التعريف التالي لصناديق الاستثمار:

"هي أوعية استثمارية تقوم بجمع رؤوس الأموال من المستثمرين، وتديرها وفقا لاستراتيجية وأهداف استثمارية محددة يضعها مدير الصندوق لتحقيق مزايا استثمارية لا يمكن للمستثمر الفرد تحقيقها بشكل منفرد في ظل محدودية الموارد المتاحة، بهدف تعظيم الأرباح وتدنية المخاطر".

ثالثاً: خصائص صناديق الاستثمار

تتميز صناديق الاستثمار في الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص والتي نذكر منها:

1. **الاستفادة بخبرات الإدارة المحترفة:** في حالة الاستثمار المباشر أي في حالة قيام المستثمر بشراء أسهم المنشآت من السوق المنظم وغير المنظم، يصبح لازماً عليه الاضطلاع بنفسه بكافة متطلبات العملية، فهو يتخذ القرار الاستثماري بنفسه بما يتضمنه ذلك من بناء التشكيلة الملائمة ... كل هاته المهام يلقي بمسئوليتها على الإدارة المحترفة التي تتولى إدارة صندوق الاستثمار، وذلك إذا ما فضل المستثمر توجيه موارده المتاحة إلى شراء أسهم إحدى شركات الاستثمار.
2. **التنوع الكفاء:** في مقدمة مزايا شركات الاستثمار في قدرتها على تنويع التشكيلات التي يتكون منها صناديق الاستثمار، بطريقة تسهم في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها حملة أسهمها.
3. **المرونة والملائمة:** في صناديق الاستثمارات النهائية المفتوحة، يحق للمستثمر أن يحول استثماراته من صندوق لآخر، وذلك في مقابل رسوم ضئيلة، هذه المرونة من شأنها أن تقدم خدمة متميزة لأولئك الذين قد تتغير أهدافهم الاستثمارية عبر الزمن، بل ونضيف أن تلك الشركات تقف مستعدة على الدوام لاسترداد أسهمها إذ ما رغب المستثمر في التخلص منه كلياً أو جزئياً.
4. **تنشيط حركة أسواق رأس المال:** في دول العالم الثالث التي اتجهت إلى إنشاء أسواق من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين في تلك البلدان فخاصة التنويع التي

(1) - قاسم نايف علوان: إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 216.

(2) - عصام حسين: مرجع سبق ذكره، ص: 213.

تتم بها صناديق الاستثمار التي تديرها تلك الشركات وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار، من شأنها أن تشجع المستثمرين قليل الخبرة والمرونة بأسواق رأس المال.⁽¹⁾

رابعاً: أهمية صناديق الاستثمار

تتمثل أهمية صناديق الاستثمار فيما يلي:⁽²⁾

- توفير الأموال المجمعة من أصحاب المدخرات الصغيرة بطريقة تحقق طموحهم في الحصول على عائد مناسب وبمخاطر أقل؛
- المساهمة في استقطاب مدخرات بالعملة الصعبة واستعمالها في استثمارات مجدية تحقق لصاحبها عائد وتعود بالنفع على الاقتصاد الوطني؛
- توفر أداة جذب للاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة التي تبحث عن فرص استثمارية آمنة؛
- تتيح للبنوك العاملة في الجهاز المصرفي من توفير فائض السيولة لديهم والحصول على معدلات عائد مجزية مع درجة مخاطر أقل؛
- لا يقتصر الاستثمار بواسطة هذه الصناديق على الاستثمار قصير الأجل بل يمكن لها من أن تقوم بالاستثمار متوسط وطويل الأجل مما ينعكس إيجابياً على الاقتصاد الوطني؛
- سهولة الاستثمار في صناديق الاستثمار حيث تضع معظم الصناديق حدود دين للاستثمار فيها لا تتجاوز مبالغ بسيطة تكون في متناول المستثمر ذي الإمكانيات المادية المحدودة؛
- "التنوع: حيث تقوم استراتيجيات الاستثمار داخل صناديق الاستثمار على مبدأ تنوع الاستثمارات بين الأسهم والسندات وودائع البنوك وأذونات الخزينة وغيرها، وهو ما يتيح الفرصة للمستثمرين لخفض المخاطر من خلال التنوع"⁽³⁾.

المطلب الثاني: أنواع صناديق الاستثمار

تصنف صناديق الاستثمار حسب الأوراق المالية المكونة لها إلى ما يلي:

أولاً: من حيث رأس المال

حسب هذا المعيار تنقسم صناديق الاستثمار إلى:

(1) - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 214.

(2) - غسان الطالب، مرجع سبق ذكره، ص 9.

(3) - الإمام أحمد يوسف محمد وآخرون: دور المراجعة الداخلية في تحسين كفاءة وفعالية صناديق الاستثمار، غمار البحث العلمي، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة كسلا، السودان، 2015، ص: 287.

1. **الصناديق المغلقة:** وترجع تسميتها بهذا الاسم لأن هذا النوع من الصناديق ذات رأسمال ثابت لا يتغير، حيث قيمة وعدد الوثائق المصدرة الإسمية ثابت في معظم الأحوال ويتم قيد هذا النوع من سوق الأوراق المالية لكي تتم عليها عمليات التداول⁽¹⁾.

وحسب القوانين المنظمة لمثل هذا النوع من الصناديق، يفترض عدم إمكانية بيع أي من محتويات الصندوق دون أن يحاط المستثمرون فيه باحتمالاته السوقية عن طريق أمناء الصندوق الذين يبيعون مباشرة إلى العامة أو شركات الوساطة (بما فيهم وكلاء شركات التأمين الذين يبيعون العديد من المحافظ المالية الصادرة من جهات مختلفة)⁽²⁾.

2. **الصناديق المفتوحة:** وهي صناديق تتميز بأنها تفتح المجال أمام المستثمرين للدخول والخروج منها دون تقييد بأي شروط، وأنها تقدم عروض مستمرة بلا انقطاع للأوراق المالية الجديدة للبيع لجمهورها، وتتميز صناديق الاستثمار المفتوحة أيضاً بأن عدد الأسهم التي تحتويها محفظة الصندوق غير ثابت وغير محدد وإنما يتقلب نتيجة عمليات البيع والشراء والاستيراد، ويبقى الصندوق مفتوحاً للدخول والخروج منه طالما أن نشاط الصندوق ظل قائماً⁽³⁾، ويمكن توضيح الفرق بينها في الجدول التالي:

الجدول رقم (2-1): مقارنة بين صناديق الاستثمار المغلقة والمفتوحة

عنصر المقارنة	الصندوق المفتوح	الصندوق المغلق
رأس المال	- متغير بصورة دورية حسب رغبة المستثمرين.	- ثابت ويحدد نهاية فترة الاكتتاب للوحدة الاستثمارية.
الإدراج والتداول في السوق	- غير مدرج وغير متداول	- مدرج ويتداول في السوق المالي.
أساس شراء وبيع الوحدات الاستثمارية	- حسب صافي قيمة الموجودات للوحدة الاستثمارية بتاريخ الشراء أو الإطفاء.	- حسب القيمة السوقية للوحدة الاستثمارية والتي قد تكون أقل أو أعلى من صافي قيمة الموجودات.
مدة الصندوق	غالباً غير محدد.	محددة في معظم الأوقات.

المصدر: غسان طالب: **صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق**، المؤتمر الدولي الأول المالية والمصرفية الإسلامية، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، يومي 6-7 أوت 2014، ص 10.

ثانياً: وفقاً لمكونات الصندوق

وفقاً لهذا المعيار تنقسم صناديق الاستثمار إلى ما يلي:

(1) - سيد سالم عرفة: **إدارة المخاطر الاستثمارية**، دار الزاوية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص: 25.
(2) - الإمام أحمد يوسف محمد وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 289.
(3) - نزيه عبد المقصود مبروك: **صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي**، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص: 97.

- **صناديق الأسهم العادية:** هذه الصناديق تقتصر على الأسهم العادية "Commen S'tock Funds"، وتقتصر على نوع معين من الأسهم⁽¹⁾.

وتختلف صناديق الأسهم العادية فيما بينها باختلاف سمات تلك الأسهم، فهناك الصناديق التي تركز على الأسهم العادية التي تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو، وهناك صناديق تركز على الأسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعة معينة بل وربما المنشآت العاملة في منطقة جغرافية معينة وهكذا...، لذا فإن القرار الأول الذي ينبغي أن يتخذه المستثمر هو ما إذا كان يرغب في استثمار أمواله في الأسهم العادية أم لا؟... وإذا كانت الإجابة نعم، حينئذ يصبح قراره التالي هو اختيار نوعية الأسهم التي يفضلها، ويمكن أن نميز في هذا الصدد بين نوعين من الصناديق: صناديق تدار باستمرارية ويقظة "Managed Activily Ffunds"، وصناديق لا تحظى سوى بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة "Pssively Managed Funds"⁽²⁾.

- **صناديق السندات:** يقصد بصناديق السندات "Bond Funds" تلك التي تكون من السندات فقط، وفي هذا الصدد توجد صناديق تتكون من تشكيلة من سندات تصدر من منشآت الأعمال وبعض السندات التي تصدرها الحكومة، بشكل يتسنى معه خدمة قطاع معين من المستثمرين، وهناك الصناديق التي تتكون من سندات مرتفعة الجودة، التي تولد عائداً منخفضاً نسبياً ولكننا نتطوي على مستوى منخفض من المخاطر، بما يتناسب مع ظروف المستثمر غير الراغب أو غير القادر على تحمل المخاطر⁽³⁾.

- **الصناديق المتوازنة:** الصناديق المتوازنة "Balanced Funds" تعتمد هاته الصناديق على تشكيل محافظ متوازنة من الأسهم والسندات وعادة ما يستثمر مديرو هذه الصناديق من 50 إلى 60% من أموالهم في الأسهم مع الاحتفاظ بالباقي في صورة سندات نقدية⁽⁴⁾.

تقوم بتقسيم استثماراتها فيما بين الأوراق المالية ذات معدل الفائدة الثابت وبين الأسهم العادية منخفضة المخاطر⁽⁵⁾.

- **صناديق الاستثمار النقدية:** يقصد بصناديق الاستثمار النقدية "Money Market Funds" تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل⁽⁶⁾.

(1) خلفان احمد عيسى: إدارة الاستثمار والمحافظ المالية، دار الحنادرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص: 92.

(2) دكتور منير إبراهيم هندي: أدوات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، توزيع دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2014، ص: 120.

(3) المرجع نفسه، ص: 122.

(4) سيد سالم عرفة، مرجع سبق ذكره، ص: 206.

(5) دكتور عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 222.

(6) دكتور منير إبراهيم، المرجع السابق، ص: 124.

التي عادةً ما تتداول في سوق النقد من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية، ومن أمثلة تلك الأوراق أدونات الخزينة وشهادات الإيداع، الاستثمار والكمبيالات المصرفية، وعادة ما يكون الحد الأدنى للمشاركة في أموال تلك الصناديق كبيراً نسبياً⁽¹⁾.

ثالثاً: وفقاً لأهداف الصندوق

يتحدد هدف صندوق الاستثمار بطريقة تجذب فئة معينة من المستثمرين، ويمكن أن نميز بين أربعة أهداف أساسية هي: النمو، والدخل، الدخل والنمو، وإدارة الضريبة، لإضافة إلى الصناديق ذات الأهداف المزوجة.

- **صناديق النمو:** صناديق النمو "Growth Funds" وهي الصناديق التي تحتوي على قسم كبير من الأسهم العادية والتي يكون لها دخل عال ويزداد سنة بعد أخرى من أجل القيمة السوقية للصناديق، مع العلم أن هذه الأسهم تحمل مخاطر عالية أيضاً، وتوجه الصناديق للمستثمرين الذين يريدون تحقيق دخول عالية وسريعة، ولكن على الإدارة أن تكون حذرة لاختيارها الأسهم وتتوعها من أجل عدم الوقوع في أخطار تؤدي إلى خسارة رأسمال الصندوق، لأن الأسهم التي تحقق عوائد عالية تحمل في طياتها مخاطر عالية أيضاً⁽²⁾.

- **صناديق الدخل:** تتناسب صناديق الدخل "Income Funds" أولئك المستثمرين الذين يعتمدون على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء معيشتهم، لذا عادة ما تشمل التشكيلة على سندات وأسهم منشآت كبيرة ومستقرة "Blue-Chip"، توزع الجانب الأكبر من الأرباح المتولدة، مثل هؤلاء المستثمرين عادة ما يخضعون لشريحة ضريبية صغيرة، أو ربما لا يخضعون للضريبة على الإطلاق، وهو ما يعني عدم اهتمامهم بالفرق بين معدل الضريبة على التوزيعات والفوائد ومعدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية⁽³⁾.

- **صناديق الدخل والنمو:** تستهدف صناديق الدخل والنمو "Partially Income, Partially Growth Funds" أولئك المستثمرين الذين يعتمدون جزئياً على عائد استثماراتهم في تغطية أعباء المعيشة، ويرغبون في الوقت نفسه في تحقيق قدر من النمو المضطرب لاستثماراتهم، مثل هذه الصناديق عادة ما تتكون من تشكيلة من الأسهم العادية والأوراق المالية ذات الدخل الثابت، وعادة ما تمثل الأسهم العادية بشكيلة واسعة تتضمن أسهم المنشآت الخدمية العامة (مياه، كهرباء، هاتف...) في مناطق تنسم بمعدل مرتفع للنمو السكاني، ويمكن التمييز في هذا الصدد بين صناديق الدخل والنمو التي تعطي فيها الأولوية لهدف الدخل وصناديق النمو والدخل التي تعطي فيها الأولوية لهدف النمو⁽⁴⁾.

- **صناديق إدارة الضرائب:** يقصد بصناديق إدارة الضرائب "Tax-Managed Funds" تلك الصناديق التي لا تجري توزيعات على المستثمرين، بل تقوم بإعادة استثمارها يتولد من أرباح، في مقابل حصول

(1) - محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الجامعة، جامعة الإسكندرية، مصر، 2002، ص: 216.

(2) - غازي فلاح المومني: مرجع سبق ذكره، ص: 29.

(3) - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 126.

(4) - نزيه عبد المقصود مبروك، مرجع سبق ذكره، ص: 98.

المستثمر على أسهم إضافية بما يعادل قيمتها، وبالطبع ليست هناك محل لدفع الضريبة طالما لم يحصل المستثمر على التوزيعات نقداً، فالضريبة تستحق عند بيع الأسهم أما وعاؤها فهو الفرق بين حصيلة البيع والمبلغ الأصلي للمستثمر، هذا النوع من الصناديق ربما يلائم المستثمر الذي يرغب في تأجيل دفع الضريبة إلى سنوات لاحقة، كما يلائم المستثمر الذي يخضع لشريحة ضريبية عالية، في ظل نظام ضريبي يكون فيه معدل الضريبة على الأرباح أو الربح الإيرادي أكبر من مثيله على الربح الرأسمالي⁽¹⁾.

- **الصناديق ذات الأهداف المزدوجة:** الصناديق ذات الأهداف المزدوجة " Dual-Purpose Funds or Dual Funds" هي نوع خاص من الصناديق ذات النهاية المغلقة التي يمكنها تلبية احتياجات فئتين مختلفتين من المستثمرين: المستثمرون الذين يهدفون إلى الحصول على الدخل "Income" من استثماراتهم، ربما لاعتمادهم على ذلك الدخل في تغطية أعباء معيشتهم، والمستثمرون الذين يهدفون إلى تحقيق نمو مضطرد لاستثماراتهم خاصة إذا ما كان معدل الضريبة على التوزيعات يقل عن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية، ولتلبية تلك الأهداف يصدر الصندوق عند إنشائه نوعين من الأسهم: أسهم الدخل وأسهم النمو، أسهم يتوقع أن يتولد عنها أرباح رأسمالية "Capital shares"، وعادة ما تكون القيمة الكلية للأسهم المصدرة من النوعين متساوية، أما حصيلة بيع أسهم الدخل فتشتري بها أوراق مالية، تدر عائد دوري مرتفع، في حين تستخدم حصيلة أسهم النمو في شراء أسهم شركات عرف عنها ميلها لاحتجاز الأرباح، وعادة ما تتراوح فترة ممارسة الصندوق لنشاطه بين عشرة سنوات وعشرين سنة، وهذا بالطبع لا يمنع من إعادة تأسيس الصندوق أو حتى تحويله إلى صندوق ذات نهاية مفتوحة⁽²⁾.

رابعاً: أنواع خاصة من صناديق الاستثمار

تتضمن هذه الأنواع باقي صناديق الاستثمار التي يمكن تصنيفها وفقاً للمعايير التالية:

1. صناديق الاستثمار الإسلامية: وهي أوعية مالية تهدف إلى تجميع أموال المدخرين لاستثمارها في الأوعية والمجالات التي تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية للحصول على الأرباح وتوجد عدة أنواع للصناديق الإسلامية أهمها:⁽³⁾

- **صناديق الأسهم الإسلامية:** هي تلك الصناديق التي تستثمر محصلاتها في أسهم الشركات المساهمة وتوزع العائدات على شكل مكاسب رأسمالية وحصص وأرباح على أساس التناسب بين المستثمرين⁽⁴⁾، وظهرت هذه الصناديق استجابة لرغبات المسلمين الملتزمين الذين يحرصون للحصول على الدخل الحلال.

(1) - إخلاص باقر نجار، مرجع سبق ذكره، ص: 145.

(2) - منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، ص: 128-129.

(3) - زكرياء سلامة عيسى شنتاوي: الآثار الاقتصادية للأسواق المالية من المنظور الاقتصادي الإسلامي، دار النفائس، عمان، الأردن، 2009، ص: 30.

(4) - حيدر يونس الموسوي: مرجع سبق ذكره، ص: 138.

- **صناديق السلع**: تعد من أهم الصيغ التي تطبقها هذه الصناديق، ويقصد بها بيع آجل بعاجل يتم تسليمه في آجل لاحق، ويمثل بيع شيء يسلم المبلغ عند التعاقد بسلعة يؤجل تسليمها في المستقبل⁽¹⁾.
- تقوم بشراء السلع المباحة ثم بيعها بأجل، على أن يكون لهذه السلع بورصة منظمة مثل النحاس والألمنيوم والبتترول، يمكن أن تعمل هذه الصناديق بصيغ الآجل أو المربحة أو السلم⁽²⁾.
- **صناديق المربحة**: المربحة هي البيع برأس مال وريح معلوم، والريح في بيع بالمربحة إما أن يكون مسمى على جملة الثمن أو مسمى بالنسبة لأجزاء الثمن، فصناديق المربحة تعرف بأنها تلك الصناديق التي تقوم فكرتها على إمكانية الاستفادة من الأرباح التي تحقق من تجارة السلع، وذلك من خلال استثمار أموال المستثمرين في هذا المجال، حيث يقوم الصندوق بشراء كمية من السلع ويقوم ببيعها إلى طرف آخر (خير من اشتراها منه) بأجل، ويكون الآجل قصير في الغالب يتراوح بين شهر وستة أشهر⁽³⁾.
- **صناديق التأجير**: وهي صناديق تقوم باستخدام الأموال المكتتبة في شراء الأصول المولدة وتأجيرها لمدة طويلة إلى العملاء ذي الملاءة حيث تولد دخلاً مستقراً على الاستثمار، وتبقى ملكية هذه الأصول للصندوق كما يتم تحصيل الإنجازات التي تعد مصدر دخله من المستخدمين للأصول، وتوزع بالنسب على المكتتبين إذ يحصل كل مكتتب على شهادة تضمن وتحدد نسبة ملكيته في الصندوق⁽⁴⁾.
- **صناديق السلم**: السلم بيع يؤجل فيه قبض المبيع ويعجل فيه قبض الثمن، ويمكن توليد الربح من بيع السلع في الصناديق الاستثمارية عن طريق الدخول في عقد سلم محله بضاعة موصوفة في الذمة كالقمح أو الشعير أو الزيوت...⁽⁵⁾.
- 2. صناديق الاستثمار الأخلاقية (صناديق الاستثمار المسؤولة اجتماعياً):** هي مصطلح عام للاستثمارات واستراتيجيات الاستثمارات التي تأخذ بعين الاعتبار المحاولة لخلق التغيير الاجتماعي الإيجابي، وتقليل الضرر البيئي ودمج الاعتقادات الدينية أو الأخلاقية⁽⁶⁾.

(1) - هشام جبر: **صناديق الاستثمار الإسلامية**، المؤتمر العالمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين، بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2008، ص: 19.

(2) - حيدر يونس الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص: 140.

(3) - أشرف محمد دواية: **صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق**، ط2، دار السلام، الإسكندرية، 2006، ص: 73.

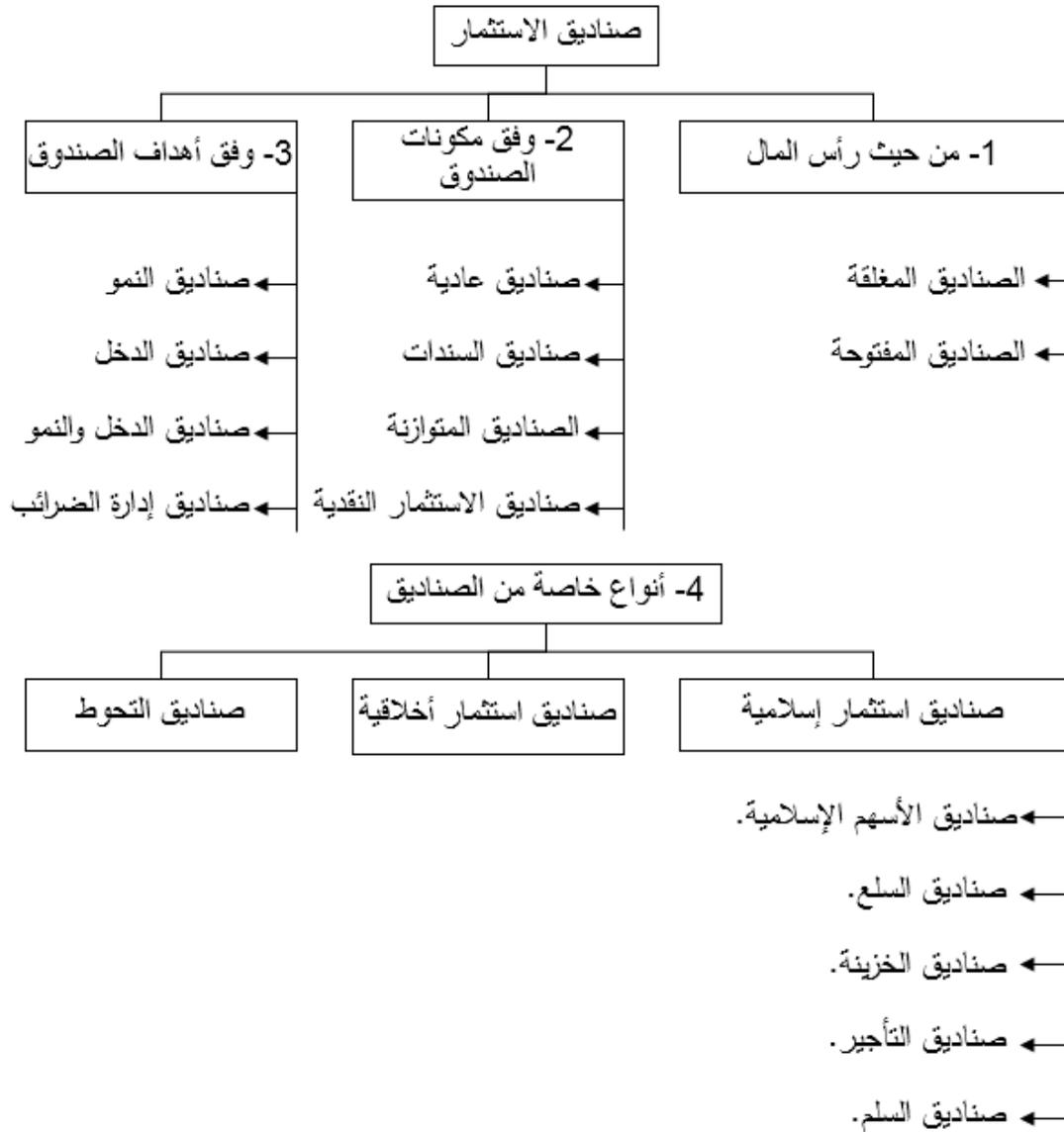
(4) - سواق محمد، قمان مصطفى: **أداء صناديق الاستثمار والمسؤولية اجتماعياً وصناديق الاستثمار الإسلامية**، الملتقى الدولي الأول للاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، 2011، ص: 10.

(5) - عمر أبو بكر: **صناديق الاستثمار الإسلامية مفهومها، أنواعها وخصائصها، دراسة تأصيلية**، مجلة المدينة العالمية، السعودية، عدد12، أبريل 2015، ص: 203.

(6) - سواق محمد، قمان مصطفى، المرجع السابق، ص: 7.

3. صناديق التحوط: ظهر هذا النوع من صناديق الاستثمار لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1949م، بهدف تجميع الأموال من المستثمرين وتوظيفها باستخدام المستقبلات والخيارات المالية أو حتى سياسة البيع على المكشوف، من أجل حماية رأس المال وتوليد عوائد إيجابية⁽¹⁾.

الشكل رقم (1-2): أنواع صناديق الاستثمار



المصدر: من إعداد الطلبة بناءً على ما سبق.

(1) - فتحة كحلي: تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلوي، الشلف، الجزائر، 2010-2011، ص: 15.

المطلب الثالث: مزايا ومخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار

مما لا شك فيه أن صناديق الاستثمار كوسيلة من وسائل الاستثمار الجماعي تنتعم بالعديد من المزايا التي لا تقتصر على مؤسسيها فقط، بل يمتد ليشمل الاقتصاد الوطني برمته، كما لصناديق الاستثمار مزايا هناك أيضا عيوب قليلة لها ومخاطر أيضاً، ومن هذا المنطلق يمكن تقسيم هذا المطلب إلى:

أولاً: مزايا صناديق الاستثمار

تعتبر عملية الاستثمار في الصناديق بالشكل المؤسسي المنظم من الأساليب المالية الحديثة التي لاقت رواجاً كبيراً في العالم، وفي الدول العربية والإسلامية بشكل خاص، التي تميزت بـ:

- إدارة الأصول بواسطة خبراء متخصصين: وهذا يهيئ لمن لديهم مدخرات ولا يملكون الخبرة الكافية لتشغيلها بأن يعهدوا بتلك المدخرات لفئة من الخبراء المتخصصين المحترفين في هذا المجال⁽¹⁾.
- ملاءمته لشتى شرائح المستثمرين: حيث أن الوحدات الاستثمارية ذات الفئات المختلفة، منها الفئات الصغيرة والكبيرة، وهي بذلك تتناسب مع قدرات شتى شرائح المستثمرين⁽²⁾.
- الإدارة المتخصصة: من مسلمات الصندوق الاستثماري توظيف المهارات العالمية من المتخصصين ذوي الخبرات الطويلة والقدرات المتميزة في مجال إدارة الأموال نظراً للحجم الكبير للصندوق، وهذا المستوى من الإدارة ليس بمقدور صغار المدخرين الحصول عليه إلا من خلال صناديق الاستثمار التي تعبئ مدخراتهم الصغيرة حتى تصبح ذات حجم كبير يمكن معها الإنفاق على مثل ذلك المستوى من الخيارات⁽³⁾.
- سهولة الاشتراك والاسترداد: من مزايا هذه الصناديق أن إدارة الصندوق تقف على استعداد دائم لإعادة شراء الوحدات التي بيعت على المستثمرين، كما أن الاشتراك غير مقيد في حده الأقصى، إذ يمكن للمستثمر إضافة أي مبالغ مالية جديدة للاشتراك وفي فترات يراها مناسبة⁽⁴⁾.
- إمكانية استخدام محتويات الصندوق كضمان للتسهيلات الائتمانية (الرافعة): من الميزات التي تستفيد منها الصناديق الاستثمارية ولا تتوفر للأفراد ذوي المدخرات القليلة هي مسألة اقتراض الصندوق للأموال لرفع قدرته على الاستثمار وهو ما يسمى بالرافعة، حيث يستطيع أن يقترض من البنوك بضمان الصندوق فيستكمل ما يتطلبه المشروع الاستثماري وهذا ما تلجأ إليه الصناديق التقليدية باعتبار أن

(1) - مصطفى علي أحمد: صناديق الاستثمار مزاياها وأنواعها والتكيف الشرعي لها، أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، الجزء الثاني، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر في الفترة 22، 23 مارس 1997، ص: 112.

(2) - عبد المطلب عبد الحميد: صناديق الاستثمار سياستها وآلياتها، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ط1، القاهرة، (د،ت)، ص: 37.

(3) - Cooper J. Michael, 2003, Changing names with the style : Mutual Funds name changes and their effects on fund flows, purdue university economics and management journal, volume 13, number 2, 2005, P 120.

(4) - مصطفى علي أحمد، مرجع سبق ذكره، ص: 113.

- سعر الفائدة على القرض هو أقل في غالب الأحوال من العائد على الاستثمار ولذلك يحقق الصندوق أرباح إضافية⁽¹⁾.
- **تنشيط حركو سوق المال:** تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط سوق رأس المال عن طريق جذب المستثمرين خاصة صغارهم للاستثمار في الأوراق المالية، وتبدو الحاجة الملحة لمثل هذه الصناديق خاصة في الدول النامية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين المحتملين في تلك البلدان⁽²⁾.
- **التنوع الكفاء:** في مقدمة مزايا صناديق الاستثمار هي قدرتها على تنوع التشكيلة التي يتكون منها الصندوق، بالطريقة التي تسهم في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم⁽³⁾.
- **توفر الإفصاح والشفافية:** في الحقيقة إذن المستثمر يستفيد من هذه الميزة قبل وأثناء عملية الاستثمار، فالمشرع ألزم صندوق الاستثمار بأن يضمن نشرة الاكتتاب في بيانات عديدة، وهو ما يمثل الإفصاح، وهو متوفر لدى المستثمر قبل أن يقدم على الاستثمار في الصندوق، وفي ذات الوقت إذ ما أخذ المستثمر قراراً بالاستثمار في الصندوق فإن المشرع أيضاً ألزم الصندوق وإدارته بتوفير الشفافية للمستثمر أثناء السير في عملية الاستثمار، فيتم تقييم الوثائق أسبوعياً، أو يومياً، والإعلان عن سعر الوثيقة من خلال التقييم الصافي لأصول الصندوق، وهو ما يجعل المستثمر على معرفة دائمة ومستمرة على عائد استثماره، وبالتالي يستطيع اتخاذ قراره المناسب بخصوص الاستثمار أو التسييل أو زيادة استثماره في وثائق الصندوق⁽⁴⁾.
- **السيولة:** تنسم وثائق صناديق الاستثمار خاصة المفتوحة منها بخاصية السيولة المرتفعة إذ يمكن لحاملها استرداد قيمتها في المواعيد المحددة، وتوفر السيولة تامة لحصة المشترك والمتمثلة في الاستعداد الدائم لتلبية طلبات الاسترداد التي يتقدم بها المشتركون⁽⁵⁾.
- **المرونة والملائمة:** من مزايا صناديق الاستثمار كذلك الاستفادة من المرونة والملائمة، ذلك أنه في صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة يحق للمستثمر أن يحول استثماراته من صندوق إلى آخر مقابل رسوم ضئيلة ما يحقق خدمة متميزة للمستثمرين الذين تتغير أهدافهم الاستثمارية من وقت لآخر، أو على دفعات شهرية أو ربع سنوية أو سنوية⁽⁶⁾.

(1) عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

(2) صفوان عبد السلام عوض الله: **صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي**، مداخلة المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 805.

(3) منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 131.

(4) عبد المطلب عبد الحميد، المرجع السابق، ص: 39.

(5) فتحة كحلي: مرجع سبق ذكره، ص: 15.

(6) علي توفيق الحاج وعامر علي خطيب: **إدارة البورصات المالية**، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص: 176، 177.

ثانياً: عيوب صناديق الاستثمار

إن الانتقادات التي وجهت لصناديق الاستثمار أهمها:⁽¹⁾

- مزاحمة المدخرين الذين رغبوا في إنشاء محافظ مالية خاصة بهم، وبالتالي القضاء على ركن أصلي في نشاط سوق الأوراق المالية.
- ارتفاع تكلفة "إدارة" الصناديق مما يؤثر على العائد الذي يحققه المستثمر في وثائق الصناديق، وخاصة وأن الاعتماد الأكبر هو على شركات الإدارة الأجنبية.
- قيام الصناديق بشراء أوراق مالية في بورصات إقليمية أو عالمية، فتنبعه أموال المدخرين إلى خارج دون تحقيق فائدة للاقتصاد الوطني.
- فرض المعاملة الضريبية لصناديق الاستثمار ولحملة الوثائق.
- نقص بالمعلومات والبيانات التي ظهرت في نشرة إصدار الصناديق مما يعطي صورة غير كاملة عن الصندوق أو عملياته المستقبلية.
- لم تظهر حتى الآن "شركات مساهمة مستقلة" لصناديق الاستثمار، وبالتالي لم يترتب على ظهور الصناديق تنشيط حركة البورصة بإجراء تداول الوثائق.
- السماح للصناديق بالاستثمار في أصول أخرى غير الأوراق المالية، قد يؤدي إلى العجز في توفير السيولة في الوقت المطلوب لحاملي الوثائق وخاصة في شركات المساهمة المزعم إنشاؤها.
- وأخيراً فإن المستثمر في صناديق الاستثمار الدولية يكون عرضة لمخاطر أسعار الصرف، إذ تنخفض قيمة أموال المستثمر في الأوراق المالية كلما انخفضت العملة الأجنبية المقومة بها تلك الأوراق.

ثالثاً: مخاطر الاستثمار في صناديق الاستثمار

يتضمن الاستثمار في صناديق الاستثمار العديد من المخاطر أهمها:

- **مخاطر أسعار الفائدة:** يمكن أن يؤدي انخفاض قيمة أدوات الدين الثابت مثل السندات وارتفاع أسعار الفائدة، إلى التأثير على قيمة الأسهم وعدم قدرة الشركات على النمو بسبب تحول المستثمرين من سوق الأسهم إلى سوق السندات⁽²⁾.
- **مخاطر السوق:** تتأثر أسعار صناديق الاستثمار ككل في السوق الواحدة بعوامل كثيرة نذكر منها:⁽³⁾
 - الأحداث السياسية المحلية والعالمية.
 - نفسية المستثمر تجاه المناخ الاقتصادي.

(1) - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، ص: 344.

(2) - قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص 224.

(3) - محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشدفيات: الاستثمار في البورصة، أسهم-سندات-أوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص: 49، 50.

- الأحداث العسكرية المحلية والعالمية.
- **مخاطر السيولة:** ترتبط أساساً بصناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، وهي ضرورة توفر مستوى ملائم من السيولة على الدوام، بما يمكنها من دفع قيمة استرداد أسهمها في أي لحظة يطلب فيها المستثمر ذلك، ومن المعروف أنه كلما ارتفع مستوى السيولة، ارتفعت تكلفة الفرصة الضائعة أي كلما زاد العائد الضائع الذي يمكن تحقيقه لو أن تلك الأموال السائلة قد أعيد استثمارها، وبالطبع يتحمل المستثمر في النهاية عبء تلك التكاليف⁽¹⁾.
- **خطر التضخم:** إن أكثر الاستثمارات تأثراً بالتضخم هي تلك القائمة على إيداع الأموال في البنوك في حسابات التوفير، ورغم ذلك فإن خطر التضخم لا يحيط فقط بحسابات التوفير، بل يهاجم أيضاً بشدة أغلب الاستثمارات، خاصة في الأسهم والسندات، وذلك أن البنوك المركزية تعتمد عادة على رفع الفوائد لكبح جماح التضخم، الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض في أسعار الأسهم والسندات خاصة تلك طويلة الأجل⁽²⁾.

(1) - حسين محمد سمحان: أسس العمليات المصرفية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013، ص: 170.

(2) - محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشدفيات، مرجع سبق ذكره، ص: 50.

المبحث الثاني: أسس إدارة صناديق الاستثمار

نظام عمل صناديق الاستثمار يختلف من مدير إلى آخر، وذلك وفقاً للسياسة الاستثمارية التي تضعها الإدارة التي تتولى إدارة صناديق الاستثمار، هذه الإدارة التي تتوفر على قوانين وقواعد عمل تضمن السير الجيد لهاته الصناديق، وفي هذا المبحث سنتطرق إلى كيفية إنشاء هاته الصناديق وضوابط الاستثمار فيها بالإضافة إلى عمليات صناديق الاستثمار، وأخيراً كيفية إدارة هذا الصندوق:

المطلب الأول: كيفية إنشاء صناديق الاستثمار

سنتطرق إلى الشكل القانوني للصندوق وجهة الترخيص على النحو التالي:

أولاً: الشكل القانوني للصندوق

بالنسبة للصناديق التي تنشؤها البنوك وشركات التأمين فهي صناديق استثمار مفتوحة لا تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة عن الجهة المالكة، وإنما هي أحد الأنشطة الجديدة التي يباشرها البنك أو شركة التأمين وإن كانت لا تتمتع بالاستقلال التام في شخصيتها المعنوية فهذا لا يمنع تمتعها بالاستقلال التام في حساباتها وإراداتها اللازمة لممارسة نشاط الصندوق⁽¹⁾.

أما صناديق الاستثمار التي تؤسس في شكل شركة مساهمة للعمل في مجال الأوراق المالية طبقاً لأحكام سوق المال ولأئحته التنفيذية فإنها تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة مثل أي شركة أموال على أن يقتصر غرض الصندوق التي تنشؤه على التعامل في الأوراق المالية بحيث لا يجوز له مباشرة أي نشاط آخر إلا بترخيص خاص من مجلس الإدارة للهيئة العامة لسوق المال⁽²⁾.

ثانياً: جهة الترخيص

من حيث الترخيص تحصل صناديق الاستثمار بنوعها على ترخيص بممارسة نشاطها من الهيئة العامة لسوق المال مقابل رسم يدفع للهيئة وفي هذا الصدد يشترط حصول البنك وشركات التأمين على موافقة البنك المركزي ويتضمن هذا الترخيص:⁽³⁾

- قيمة المبلغ المحصل لمباشرة النشاط.
- السياسة الاستثمارية لهذا الصندوق.
- كيفية إدارة الصندوق وتقدير أتعاب الإدارة.
- نظام استرداد الوثائق وإعادة إصدارها بالنسبة لصناديق وشركات التأمين.

(1) - قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص: 190.

(2) - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 213، 214.

(3) - قاسم نايف علوان، المرجع السابق، ص: 191.

- اسم البنك الذي سيتم الاحتفاظ لديه بالأموال النقدية للصندوق والأوراق المالية التي سيستثمر أمواله فيها (بالنسبة لصناديق شركات المساهمة).
- طريقة التقييم الدوري لأصول الصندوق وكيفية تحديد حقوق حملة الوثائق.
- حالات وقواعد تصفية الصندوق.
- رسم مدير الاستثمار خبراته السابقة وصورة العقد المبرم بينه وبين الصندوق.

ثالثاً: الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار

التعرف على الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار يعد أمراً هاماً عند تناول موضوع إدارة صناديق الاستثمار، وذلك لمعرفة الوظائف الأساسية التي تمارس داخل الصندوق.

إن الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار يختلف حسب تنوع أغراض الصندوق، وكذلك تبعاً لحجم استثماراته وفقاً لشروط عقد تكوينه، وبصفة عامة يمكن التمييز بين الوظائف الرئيسية التالية:⁽¹⁾

1. مدير الصندوق (Fund Manager):

تلزم القوانين المصرفية الجهة المعنية للصندوق بأن تعهد بإدارته لشركة مستقلة ذات خبرة ودراية في هذا المجال، ويطلق على هذه الشركة اسم "مدير الاستثمار" وهذه الشركة مهمتها توظيف وإدارة أموال صناديق الاستثمار بصفتها مسؤولة عن إدارة أموال عملائها على أن تكون الإدارة المسؤولة عن هذه الصناديق مستقلة عن الإدارة بأن غرضها يكاد ينحصر في جميع الدول في إدارة مال الصندوق الذي تنشئه، ويمكنها إدارة أكثر من صندوق استثماري بشرط مسك حسابات منفصلة لكل وعاء ولذلك تعتبر هذه الجهة هي المخولة بإدارة الصندوق أو الصناديق وتوجيه الاستثمار وفقاً لأحكام نظام كل صندوق، وقرارات جهة الإشراف، والقوانين السائدة، كما أنها تمثل الصندوق قانوناً في علاقاتها مع الغير وأمام القضاء.⁽²⁾

2. أمين الصندوق (Fund Custodian):

وهي أيضاً مؤسسة مالية يتم اختيارها من بين المؤسسات ذات السمعة الجيدة والمركز المتين، وفي الغالب تكون بنك يكون من مهامها حفظ الأصول التي تتكون منها المحفظة الاستثمارية، ويتولى أمين الاستثمار مهام الصكوك المالية المودعة لديه من بيع وشراء واستبدال وغير ذلك، كما يعهد إليه بتسوية العلاقات المالية التي تنشأ بين مدير الاستثمار والمستثمرين، لذا يعتبر بمثابة الوكيل عن حملة شهادات الاستثمار ويتقاضى أمين الصندوق هو الآخر عمولة تحدد في صورة نسبة مئوية من القيمة السوقية لصافي أصول الصندوق، وتتجه معظم الأنظمة إلى إلزام الصندوق بأن يكون الأمين جهة مستقلة عن المدير، مع مراعاة أن تكون أموال الصندوق وحقوقه مفرزة

(1) - عصران جلال عصران: تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات الأوراق المالية، مدخل مقارن، دار التعليم العالي، ط1، الإسكندرية، 2010، ص: 148.

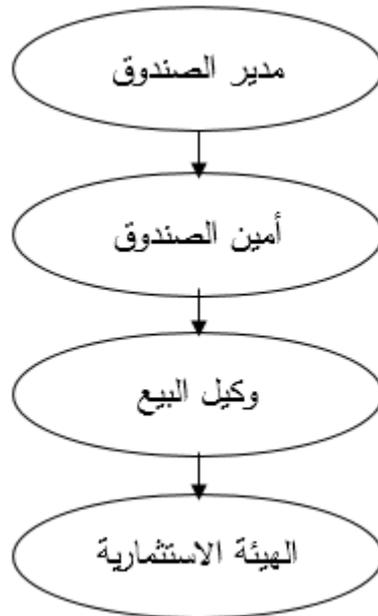
(2) - منى قاسم: صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، ط1، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1995، ص: 95.

عن أعمال البنك الخاصة به، وأن يفرد للصندوق حسابات مستقلة عن أي أنشطة أخرى أو ودائع مصرفية لا علاقة لها بالصندوق⁽¹⁾.

3. **وكيل البيع (Pealer):** هو مؤسسة مالية "بنك أو شركة استثمار" يعهد إليها بتوزيع شهادات الاستثمار التي يصدرها الصندوق، وتسويقها على المكتتب في بداية الصندوق بالسعر الوارد بنشرة الاكتتاب، أي أن مهمته هي إيجاد السوق الأولي لشهادة الاستثمار، وقد تتجاوز مهمة الوكيل ذلك بضمان تصريف جميع أو بعض الكمية المقرر إصدارها، أو يقوم بشرائها ثم بيعها على المكتتبين، وفي هذه الحالة يخرج من كونه مجرد وكيل إلى كونه كفيلاً⁽²⁾.

4. **الهيئة الاستثمارية (Consultats):** وتضم مجموعة من الخبراء المتخصصين في الاستثمار والتحليل المالي، يعينهم مدير الصندوق ودورها يتمثل في إساءة النصيحة للشركة وتوظيف أموال الصندوق في المجالات الأكثر جدوى، والمساعدة في اتخاذ القرارات الخاصة بالبيع والشراء لأصول الصندوق، من أجل توجيه الاستثمارات للمجالات المناسبة، وتتقاسم مع مدير الصندوق أتعاب الإدارة، ويمكن أن تكون هذه الهيئة من أفراد أو من هيئات متخصصة، ولكن هناك قوانين دول أخرى تسمح بأن يقوم بهذا الدور الشركة المديرة للصندوق، بحيث يستفيد بالكامل من أتعاب الإدارة دون اشتراك طرف آخر معها في ذلك⁽³⁾.

الشكل رقم (2-2): الهيكل التنظيمي لصناديق الاستثمار



المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على ما سبق.

(1) محمد مطر: الإستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 93.

(2) هشام أحمد عبد الحي: الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية "دراسة تطبيقية فقهية"، ط1، منشأة المعارف بالإسكندرية، 2011، ص: 78.

(3) عصران جلال عصران، مرجع سبق ذكره، ص: 150.

رابعاً: الجوانب الرئيسية لعملية إدارة الصندوق

عادة ما تتضمن عملية إدارة صناديق الاستثمار بمجموعة من النقاط الأساسية وتتمثل في سياسات الاستثمار الرئيسية التي تحكم إدارة صناديق الاستثمار والتكاليف المقرر أن يتحملها المستثمر⁽¹⁾.
السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار.

تختلف شركات الاستثمار فيما بينها في شأن سياسات الاستثمار ويأتي في مقدمة هذه السياسات سياسة تنويع مكونات صناديق الاستثمار، فهناك شركات تفرض أن المستثمر يوجه كل مخصصات الاستثمار لشراء أسهمها ومن ثم يسعى بلوغ درجة عالية من التنويع كما توجد شركات تفرض أن المستثمر يمتلك محفظة خاصة به وأن أسهمها ليست سوى واحدة من مكونات تلك المحفظة، ومن ثم فإنها لا تستهدف بلوغ مستوى عالي من التنويع، لكل سياسة مؤيديها الذين يفضلونها على سياسة أخرى.

نظراً لأهمية التنويع الجيد لغالبية المستثمرين في الصناديق فقد حدد قانون الشركات الاستثمارية الأمريكية الصادر في 1940م سمات شركات الاستثمار التي تولي أهمية خاصة لسياسة التنويع في مقدمة تلك السمات أن يتوافر في (75%) على الأقل من استثمارات الصندوق شرطين هما:

- **الشرط الأول:** ألا يزيد الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها جهة معينة عن (5%) من القيمة الكلية للتشكيلة التي يتضمنها الصندوق.

- **الشرط الثاني:** أي يزيد الاستثمار في الورقة المالية عن (10%) من مجموع الإصدار من تلك الورقة.

أما السبب في إعفاء باقي استثمارات الصندوق (25%) من متطلبات التنويع المشار إليه فهو تشجيع شركات الاستثمار لتوجيه جزء من مواردها للاستثمار في رؤوس أموال المؤسسات الصغيرة، إذ يمكن أن توجه تلك النسبة بالكامل إلى الاستثمار في شركة واحدة أو عدد محدد من الشركات، هذا إذا لم يتوافر هذين الشرطين حينئذ يتم تصنيف الشركة على أنها لا تأخذ في سبيل التنويع ونذكر أن بعض الشركات تفضل أن تصنف على هذا النحو طلب للمرونة أو لرغبتها في التخصص في الأوراق المالية التي تصدرها صناعة معينة أو مؤسسة معينة.

(1) - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 233.

المطلب الثاني: عمليات صناديق الاستثمار

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

أولاً: التسعير

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

أما إذا كان الصندوق مفتوحاً فإن المدير يحدد يوماً معيناً كالأربعاء من كل أسبوع إذا كان أسبوعياً أو اليوم الأول من كل شهر إذا كان شهرياً وهكذا يسمى يوم التسعير، وفي هذا اليوم يعلن المدير سعر الوحدة الاستثمارية وهو السعر الذي يمكن بناء عليه خروج المستثمرين الراغبين في الحصول على السيولة ودخول أولئك الراغبين في الاستثمار، ويعتمد التسعير الذي يعتمد عليه المدير على تقييمه للأصول المملوكة في الصندوق، فإذا كان الصندوق خاصاً بالأسهم اعتمد سعر الوحدة الاستثمارية على السعر السوقي للأسهم التي يملكها الصندوق مضاف إليه الدخل المتولد لهذا الصندوق من أرباح الشركات أو فروقات سعر الصرف، أو ما إلى ذلك، فإذا أراد المستثمر الخروج يمكن له أن يبيع الوحدات التي يملكها إلى الصندوق بالسعر المعلن، وإذا أراد مستثمر جديد أن يشتريها بالسعر السوقي، فهو عندئذ يستمر في إصدار وحدات جديدة للمستثمرين الجدد، وقد يفرق بين سعر الدخول والخروج.

ثانياً: الرسوم على المشتركين

تفرض صناديق الاستثمار أحياناً رسوماً على المشتركين لتغطية جزء من تكاليفها ولا سيما تلك المتعلقة بعملية توظيف الأموال، وتنبئ بعض الصناديق المفتوحة التي تتداول وحداتها في السوق المنظمة طريقة فرض رسوم ابتداءً عند الاشتراك وتسمى Load Funds، وتظهر هذه الرسوم على صفة زيادة في القيمة الصافية للأصول عند الشراء ولكن يحصل عليها المسوق، بينما تتنبئ صناديق أخرى طريقة فرض الرسوم عند الخروج من الصندوق، وترتبط بعض الصناديق هذه الصناديق بمدة بقاء المستثمر في الصندوق بحيث تتناقص تلك الرسوم بقدر ما تطول هذه المدة، أما إذا مصدر الصندوق يقوم بنفسه بتسويقه فلا يعرض في العادة رسوماً على الدخول والخروج، وتسمى هذه الصناديق No Load Funds، وفي الصناديق المغلقة التي يجري تداول وحداتها في الأسواق المنظمة ربما احتاج المستثمر إلى دفع رسوم للمسار في السوق⁽¹⁾.

(1) - فريدة بن يوسف رنيني: صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات، تجربة جمهورية مصر العربية وإمكانية تطبيقها في سوريا، رسالة

ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2006، ص: 24.

(2) - فريدة بن يوسف رنيني، مرجع سبق ذكره، ص: 29.

ثالثاً: الاسترداد والتداول

ما كان عنصر السيولة يعد من أهم عناصر الجذب لصناديق الاستثمار، فقد صممت لتوفر المستثمرين طرائق فعالة لتحقيق هذا المطلب وتعتمد الصناديق المفتوحة على ما يسمى بالاسترداد حيث يمكن للمشاركين فيها استرداد أموالهم بصفة دورية، أما الصناديق المغلقة فلا تحقق السيولة فيها إلا بتداول الوحدات في السوق المنظمة ويقوم حمل الصناديق الاستثمارية المفتوحة على حرص المدير على الاحتفاظ بقدر من السيولة يمكنه من شراء وحدات أولئك المستثمرين الذين يرغبون باسترداد أموالهم في يوم تسعير، ويعتمد حجم هذه السيولة على خبرة المدير وعلى عمر الصندوق والظروف والبيئة الاقتصادية التي يعمل فيها الصندوق، ومن الجلي أن هذه السيولة المستبقة لا تدر عائد للصندوق لذلك يحرص المدير على الاحتفاظ بالحد الأدنى منها، ويفترض أن جزءاً كبيراً من عمليات الاسترداد في يوم التسعير سيتم تغطيته من الأموال الجديدة التي يقدمها الراغبون في الدخول فيه ولذلك فإن السيولة المستبقة تكون عند الحد الأدنى، وفي كثير من الأحيان يحرص المدير على توزيع فترات الاستثمار بطريقة تحقق معها قدر من السيولة في كل يوم تسعير دون الحاجة إلى تعطيل الأموال خلال مدة الصندوق حتى لو كانت المدة قصيرة كالأسبوع، ومع ذلك فإن المدير يواجه أحياناً حجماً من الاسترداد يزيد عن السيولة الموجودة في الصندوق وعن حجم الأموال المستثمرة فيه⁽¹⁾.

رابعاً: رسوم الإدارة

يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته وتصميم طريقة احتساب رسم المدير بحيث تولد حوافز لديه على تحقيق النمو للصندوق بما يفيد جميع المشاركين ولذلك يعتمد حسابها على ما يسمى بالقيمة الصافية لأصول الصندوق، يقوم المدير عندئذ بحساب هذه القيمة الصافية بصفة دورية وفي حالة الصناديق المفتوحة يفعل ذلك يوم التسعير ويقتطع أجره بالنسبة المتفق عليها ويتراوح أجر الإدارة غالباً من 1% إلى 5% سنوياً⁽²⁾.

خامساً: الاحتياطات

تحتفظ الصناديق عادة باحتياطات تقتطعها من الأرباح الغرض منها تحقيق الاستقرار فيما يدفعه الصندوق من أرباح للمشاركين فيه وتعويض الخسائر التي قد تحصل في بعض الأوقات، وتستمر هذه الاحتياطات في التراكم في الصندوق وتعد جزءاً من الأموال فيه بحيث يستحقها أولئك الذين كانوا يملكون وحداته عند انتهاء مدته إن كان له مدة⁽³⁾.

(1) - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 282.

(2) - قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص: 200.

(3) - سعيد عبد المنعم محمد: المعاملات الضريبية لصناديق الاستثمار، مجلة البنوك، العدد 1، 1995، ص: 28.

المطلب الثالث: محافظ صناديق الاستثمار

يعتبر تكوين المحفظة الاستثمارية من أهم الطرق والوسائل المتبعة لعمليات تخفيف مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية ذات العوائد المرتفعة والتي تعود بالمخاطر على مستثمريها، ولذلك يعتبر التنويع داخل المحفظة الاستثمارية هو الطريق الصحيح لوضع الاستثمار في الأوراق المالية، في طريق تخفيض فوائد مرتفعة مع تحمل مخاطر قليلة.

أولاً: تعريف المحفظة الاستثمارية

هي كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكه هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة⁽¹⁾.

ينطلق مفهوم المحفظة من طبيعة سلوك المستثمر وقراراته فيما يتعلق بالموازنة بين العائد والمخاطرة والاتجاه نحو تعظيم المنفعة من خلال تفضيل العائد الأعلى بمخاطر عند حدها الأدنى ويعتبر قرار التنويع (Diversification) من القرارات الهامة التي تتخذها المحفظة الاستثمارية ويعتمد التنويع على تحديد خط المزج (lines combination) بين الأدوات المختارة من خلال تحديد العائد المتوقع و المخاطر بكل أداة استثمارية يتم اختيارها⁽²⁾.

هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار، تتكون من أصلين أو أكثر تخضع لأداة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، الذي يكون مالكا أو مأجوراً فقط، وتتنوع المحافظ حسب أصولها إلى ثلاث أنواع⁽³⁾:

- المحافظ ذات الأصول المالية.
- المحافظ ذات الأصول الحقيقية.
- المحافظ ذات الأصول المختلطة وهو النوع الغالب.

تعتبر محافظ الاستثمار أدوات استثمارية توفر للأشخاص الذين لا يملكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في الأسواق الحالية، سواء العالمية أو المحلية⁽⁴⁾.

ثانياً: أهمية المحفظة الاستثمارية

تكمن أهمية المحفظة الاستثمارية فيما يلي:

- ارتفاع السيولة والفوائد المالية لدى المستثمرين الأفراد والشركات.

(1)- د. وليد صافي ومداني البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 204.

(2)- د. عبد الكامل آل بشير: إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان، الأردن، 2010، ص: 15.

(3)- د. خلفان أحمد عيسى: إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، الجنادرية للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2015، ص: 74.

(4)- د. رندة جميل: إدارة المحافظ الاستثمارية، أمجد للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2015، ص: 45.

- توسيع نشاط صناديق الاستثمار المشتركة (Mutual Funds) ومحافظ المؤسسات المالية كشركات التأمين والبنوك و وحدات الضمان الاجتماعي، وتنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة الدولية والمحلية.
- الاستثمار الأمثل للموارد المالية المتاحة والاهتمام بتحقيق الاستثمارات المالية لهذه الموارد بأدوات استثمارية قصيرة، أو طويلة الأجل.

ثالثاً: أنواع إدارة المحافظ الاستثمارية

يختلف نوع الإدارات في المحافظ الاستثمارية وفقاً لأهداف وغايات إدارة كل محفظة استثمارية، ويمكن حصر الأنماط المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية إلى النحو التالي:

- **السياسة الهجومية Aggressive Policy:** تتميز هذه السياسة بسرعة جني الأرباح الرأسمالية الاستثنائية وتستغل إدارة المحفظة عادة وجود اختلاف بين القيمة السوقية للأدوات المالية المختارة وبين قيمتها الحقيقية أو العادلة⁽²⁾.

يهدف هذا النوع من الإدارات إلى كسب الأرباح السريعة العالية وتحمل مخاطر عالية لذلك تكون محتويات المحفظة من الأسهم النامية التي تحقق أرباحاً عالية ولكن هذه الأسهم تحمل مخاطر عالية بسبب تأثرها الشديد بالتغيرات الاقتصادية المختلفة، حين يطلب من مدير المحفظة أن يكون دقيقاً في قراراته خوفاً من الوقوع في الخسائر، ويفضل تطبيق هذا النمط من الإدارات عندما يكون الاقتصاد في حالة رواج وازدهار حيث أن الأسهم الخطرة تحقق أرباحاً عالية وذلك لأنها سريعة التأثير بالتغيرات الاقتصادية، فهي تحقق أرباحاً عالية الرواج كما تحقق أرباحاً قليلة أو خسائر في حالة كساد⁽³⁾.

- **السياسة الدفاعية Defensive Policy:** وهي تلك السياسة التي تتبناها إدارة المحفظة تلبية لرغبة المستثمرين المحافظين فتكون حساسة للمخاطر وتمنح الأولوية لعنصر الأمان على حساب العائد⁽⁴⁾.

يكون المستثمر متحفظاً جداً تجاه المخاطرة، يعطي أهمية لأدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت (يطلق عليها محفظة الدخل)، وأهم أدواتها هي (السندات) الحكومية والأسهم الممتازة وغالباً ما تستخدم في حالات الركود الاقتصادي⁽⁴⁾.

- **السياسة الهجومية الدفاعية أو المتوازنة Balanced Policy:** وهي عبارة عن نمط مشترك لسلوك الإدارات ما بين المغامرة (الهجومية) والمتحفظة (الدفاعية)، وتقوم إدارة المحافظ من هذا النوع بتقسيم رأس المال إلى نوعين:

(1) - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 17-295.

(2) - قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص: 199.

(3) - دريد كامل آل شبيب، المرجع السابق، ص: 296.

(4) - وليد صافي، أنيس البكري، مرجع سبق ذكره، ص: 208.

أ- الأوراق المالية ذات الربحية والمخاطرة العالية.

ب- الأوراق المالية ذات الدخل شبه الثابت والتي لا تتأثر بتقلبات السوق.

ويمكن تقييم رأسي ما بين الدفاعي والهجومى، ففي حالة النشاط الاقتصادي والحركة القوية للسوق المالية لابد من زيادة نصيب رأس المال المخصص للهجوم، وفي حالة الكساد والركود في سوق الأوراق المالية يتوجب زيادة رأس المال الموجه إلى الأسهم والسندات الدفاعية، ويفضل تطبيق هذه السياسة في حالة عدم وضوح الرؤيا للأوضاع الاقتصادية القادمة⁽¹⁾.

رابعاً: أوجه الاختلاف والاتفاق بين المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار

على الرغم من وجود نقاط التشابه بين المحفظة الاستثمارية وصناديق الاستثمار إلا أن هذا لا يمنع من وجود فروق جوهرية بينها.

1. أوجه التشابه: تتفق صناديق الاستثمار مع محافظ الاستثمار فيما يلي:⁽²⁾

- تعتبر كل من المحافظ الاستثمارية وصناديق الاستثمار وعاء مالي لجميع المدخرات واستثماراتها في مختلف الأوراق المالية ولذلك فالتعريف اللغوي لكل منهما يوضح أن لهما نفس الغرض وهو حفظ المال.

- كل منهما يعتمد على استراتيجية التنويع بين أدوات الاستثمار.

- قابلية وحدات الصناديق والمحافظ الاستثمارية للتداول.

2. أوجه الاختلاف: تختلف صناديق الاستثمار ومحافظ الاستثمار فيما يلي:⁽³⁾

(1) - قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص: 200.

(2) - ماجد أحمد عطا الله: إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص: 141.

(3) - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص: 156، 157.

الجدول رقم (2-2): أوجه الاختلاف بين صناديق الاستثمار ومحافظ الاستثمار

	صناديق الاستثمار	المحافظ الاستثمارية
من ناحية الإدارة	المستثمر في الصناديق الاستثمارية لا يملك أي سلطة إدارية أو رقابية ويقتصر دوره على اختيار الصندوق المناسب لأهدافه.	المستثمر في المحافظ الاستثمارية له السلطة والقرار خاصة إذا كانت الإدارة بواسطته.
من ناحية نوعية المستثمر	صناديق الاستثمار مكونة من مجموعة.	المحافظ الاستثمارية تكون لمستثمر واحد.
أطراف العلاقة	العلاقة في صناديق الاستثمار بين ثلاثة أطراف يتمتع كل منهم باستقلالية تامة عن الآخر، وهم المستثمرون، مدير الصندوق ورئيس الاستثمار.	العلاقة في المحافظ الاستثمارية تكون بين طرفين اثنين ولا ينفرد المدير بالاستقلالية ولا بالقدر الذي يسمح له العميل.
من ناحية الشخصية القانونية	صناديق الاستثمار تتمتع بشخصية اعتبارية مستقلة عن أصحاب رؤوس الأموال وتتمتع بكيان اقتصادي قوي.	المحافظ الاستثمارية لا تتمتع بالشخصية الاعتبارية.
من ناحية الاكتتاب	لصناديق الاستثمار وحدات استثمارية تطرح للاكتتاب خلال مدة زمنية معينة.	محافظ الاستثمار لا يوجد لها نشرة للاكتتاب لأنها خدمات استثمارية فردية.
من ناحية الترخيص	ترخيصها من قبل وزارة التجارة بعد موافقة البنك المركزي.	لا يشترط وجود ترخيص لمحافظ الاستثمار بل يكفيها ترخيص الشركة التي تعمل على إدارتها لأنها تعتبر إحدى الخدمات الاستثمارية التي تقوم بها الشركة فلا تحتاج إلى ترخيصها.
من ناحية الاسم	لا بد للصندوق لاستثماري من اسم.	المحفظة لها رقم حساب خاص تمسكه الشركة.
من ناحية العمر	لا بد من تحديد عمر الصندوق يرخص على أساسه.	عمر المحفظة تنظمه بنود العقد المتفق عليه بين الطرفين.
من ناحية الاستحقاق	انتهاء الصندوق قد يرجع إلى العديد من الأسباب منها لإنهاء المدة المحددة للصندوق، أو في حال انخفاض الوحدات عن 50% من سعرها في آخر تقييم أو بموافقة 75% من المشتركين على التصفية.	يحق للمستثمر في المحافظ إنهاء المحفظة في أي وقت شاء.

المصدر: من إعداد الطلبة، اعتمادًا على ما سبق.

المبحث الثالث: تقييم أداء صناديق الاستثمار

من الضروري لكل من الإدارة والمستثمر القيام بعملية تقييم أداء صناديق الاستثمار، وذلك من أجل الحصول على نتائج أداء هاته الصناديق من أجل اتخاذ الآليات والإجراءات الواجب اتخاذها بغرض تطوير أدائها في المستقبل، للحصول على أفضل النتائج والمتمثلة أساساً في تعظيم العوائد وتدنية المخاطر، ومن أبرز المعايير الشهيرة المستخدمة في عملية التقييم النموذج البسيط والمزود إضافة إلى نموذج تسعير الأصول الرأس مالية وهذا ما سنتناوله في هذا المبحث.

المطلب الأول: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية المعروف باسم (Capital Asset Pricing Model) CAPM هو النموذج النظري الذي يمكن استخدامه في حساب معدل العائد المطلوب للشركة الذي يعكس تكلفة حقوق الملكية يعبر عن قيمة معدل العائد المطلوب⁽¹⁾، وتبنى الفكرة الجوهرية لهذا النموذج على أنه في حالة توازن السوق يتوقع للسهم أن يحقق عائد ينسجم مع مخاطر نظامية⁽²⁾.

أولاً: معادلة هذا النموذج

$$E(Rs) = Rf + B (Rm - Rf)$$

← علاوة المخاطرة أي متوسط العائد المطلوب إضافة إلى معدل العائد الخالي من المخاطر مضروب في بيتا.

حيث أن:

$$E(Rs) = \text{معدل العائد المطلوب.}$$

$$Rf = \text{معدل العائد الخالي من المخاطرة، ويقاس من خلال معدل العائد على السندات الحكومية.}$$

$$B = \text{معامل بيتا وهو مقياس تقريبي للمخاطر النظامية لحقوق الملكية.}$$

$$Rm = \text{معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق.}$$

$$(Rm - Rf) = \text{علاوة مخاطر السوق وتسمى أيضاً بسعر المخاطرة.}$$

(1) - فؤاد عبد المجيد النواجحة: قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المصرية في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2014، ص: 75.

(2) - عماد عبد الحسين دلول: تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفوة باستخدام نموذج التأكد العادل، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 21، العراق، 2010، ص: 44.

ثانياً: فرضيات هذا النموذج

هناك العديد من الافتراضات يقوم عليها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM من أهمها: (1)

- جميع المستثمرين في السوق يخططون لفترة احتفاظ واحدة.
- الأصول المالية قابلة للتجزئة ويمكن للمستثمر بيع وشراء ما يشاء.
- الإقراض والاقتراض بين المستثمرين يتم وفقاً للمعدل الخالي من المخاطرة.
- عدم وجود تكاليف للتبادل وعدم وجود ضرائب.
- جميع المستثمرين يشتركون برؤية اقتصادية واحدة، ويتمثلون في توزيعاتهم الإجمالية للنقدية المتوقعة.

ثالثاً: عيوب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يعاب على نموذج تسعير الأصل الرأسمالي أنه يقوم على بعض الفروض غير الواقعية، فعلى سبيل المثال يفترض النموذج أن المستثمر لا يتكبد أي مصروفات عند شراء أو بيع الأوراق المالية، كما يفترض أن المعلومات متاحة عن الأوراق المالية في السوق لكل المستثمرين، كما يعاب عليه أنه نموذج محدود الأبعاد، وذلك لأنه يقوم على فرض أساسي وهو أن معدل العائد المطلوب يتوقف على متغير واحد وهو المخاطر المنتظمة والتي يتعرض لها عائد السهم، والتي تتحدد بمدى التغير في عائد السهم كنتيجة للتغيير في عائد محفظة السوق، بالإضافة إلى أن النموذج يستند في حساب بيتا المستخدمة في تقدير العائد محسوبة وفقاً للبيانات التاريخية التي لا تعكس توقعات المستثمرين حول المخاطر المستقبلية (2).

المطلب الثاني: خط سوق رأس المال وسوق الأوراق المالية

هناك نموذجين اثنين مشتقين من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية وهما:

- **خط سوق رأس المال (CML):** هو الخط الذي يمثل بيانياً العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة النظامية للأوراق المالية، ومنه يمكن التعبير عن العلاقة المثالية بين المخاطرة ومعدل العائد المتوقع للمحفظة الكفوءة بالعلاقة التالية: (3)

$$Rp = Rf + Gp + \frac{Rm - Rf}{Gm}$$

(1) - فؤاد عبد المجيد النواجحة، مرجع سبق ذكره، ص: 76.

(2) - حشاشي سليمة: **التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية**، الملتقى الدولي حول الأزمات المالية والاقتصادية الدولية والحكومة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 20-21 أكتوبر 2019، ص: 15.

(3) - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 195.

حيث أن:

$$R_p = \text{العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية.}$$

$$R = \text{العائد المتوقع لمحفظة سوق رأس المال.}$$

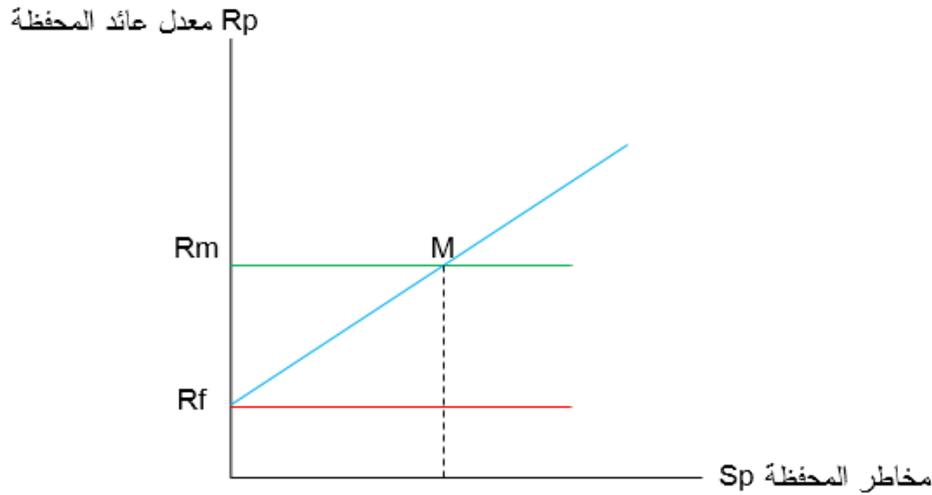
$$G_m = \text{الانحراف المعياري لعوائد محفظة السوق.}$$

$$R_f = \text{العائد الخالي من المخاطرة.}$$

$$G_p = \text{الانحراف المعياري لعوائد المحفظة.}$$

ويمكن تمثيل خط سوق رأس المال بيانياً كالتالي:

الشكل رقم (2-3): خط سوق رأس المال CML.



المصدر: محمد إبراهيم العمري: إدارة محافظ الاستثمار، اثناء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2013م، ص 84.

حيث أن:

$$S_p = \text{مخاطر السوق.}$$

$$M = \text{محفظة السوق.}$$

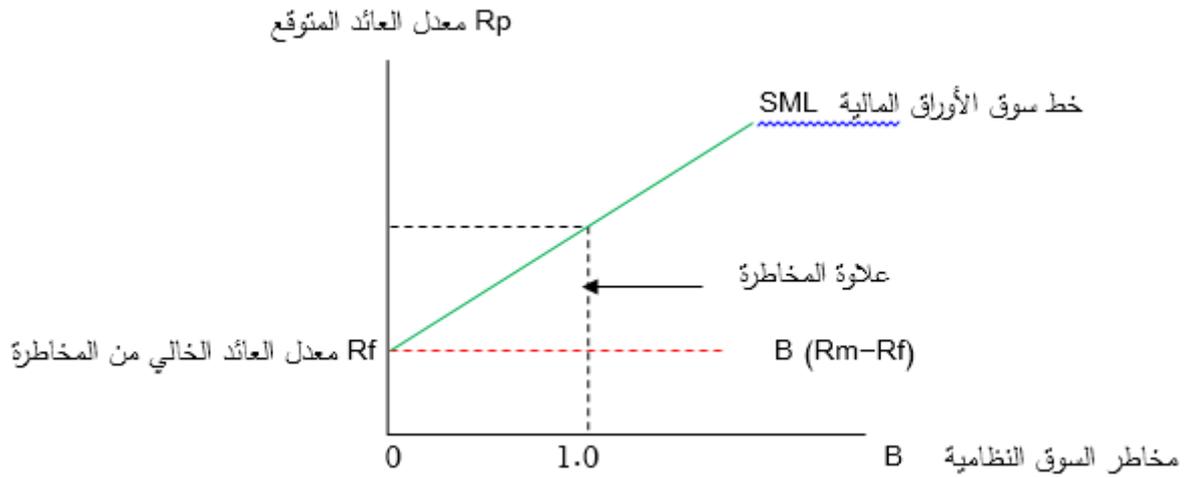
من الشكل أعلاه الذي يمثل خط سوق رأس المال، يتضح أن S_p يمثل المحور الأفقي لمخاطر المحفظة مقاسة بالانحراف المعياري، أما R_p يمثل المحور العمودي الذي يدل على معدل العائد المطلوب لنفس المحفظة، وهذا يعكس خط سوق رأس المال العلاقة الخطية بين العائد والمخاطر المنتظمة، أما النقطة M تمثل محفظة السوق و R_p المعدل الخالي من المخاطرة، أما المحافظ التي تنتزع على طول الخط الذي منطلقه معدل العائد الخالي من المخاطرة ويمر على النقطة M تعتبر محافظ كفاءة⁽¹⁾.

(1) - توفيق عوض بشير، مرجع سبق ذكره، ص: 61.

أما المجاميع الكفوة لنموذج تسعير الأصول الرأس مالية (CAPM) فإنها تمثل خط سوق رأس المال (CLM) هذا معناه أن المحافظ التي تجمع من محفظة السوق وكمية الإقراض والاقتراض الخالي من المخاطرة ستقع على خط سوق رأس المال⁽¹⁾.

- **خط سوق الأوراق المالية: (SML):** "يعتبر خط سوق الأوراق المالية العلاقة الثنائية لنموذج تقييم الأصول الرأس مالية، ويقصد بأنه الخط المستقيم الذي يوضح توازن العلاقة بين المخاطر التنظيمية ومعدل العائد المتوقع للورقة المالية، بمعنى أن علاوة المخاطر تقع على خط طول خط سوق الأوراق المالية، وعللة هذا الأساس فإن تعديل الأسعار السوقية سوف يستمر إلى أن تقع جميع العوائد على خط SML لتعكس حالة التوازن، ولذلك بنموذج توازن السوق⁽²⁾.

الشكل رقم (2-4): خط سوق الأوراق المالية SML



Ramage, P 2002, Finance de marché ; d'organisation, France, P 67.

يتضح من خلال الشكل أن سوق الأوراق المالية SML، يوضح التوازن بين العائد المتوقع والمخاطرة للاستثمارات الكفوة وغير الكفوة وأن ميل علاوة مخاطر المحفظة السوقية $(R_m - R_f)$ وأن $B=1$ ، وفي هذه الحالة تكون جميع الأوراق المالية المكونة لمحفظة السوق متساوية تقع على طول خط سوق الأوراق المالية أي معدل العائد المتوقع يساوي معدل العائد المطلوب، إذا وقعت جميع الأوراق فوق خط سوق الأوراق المالية هذا يعني أن $B>1$ ، ومعدل العائد المتوقع أكبر من معدل العائد المطلوب هنا يكون السعر السوقي الحالي للورقة المالية (السهم) أقل من قيمته الحقيقية⁽³⁾.

(1) - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 85.

(2) - Pascal A,G et Desmuliers, L,P (2013) Gestion portefeuille et marchés financières, 2 édition, France, Pearson, P 214.

(3) - عاطف وليم أندراوس: السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2015، ص: 34.

المطلب الثالث: أثر صناديق الاستثمار على سوق الأوراق المالية

تعتبر صناديق الاستثمار أداة من أدوات الاستثمار في السوق المالي، باعتبارها وعاء مالي يسمح بتجميع الأموال من المدخرين وتوجيهها لمجال استثماري غير بنكي يؤدي إلى زيادة نشاط وفعالية سوق الأوراق المالية وخاصة الفئات التي تملك مدخرات صغيرة، مما تسمح لهذه الفئات من تحقيق عوائد معتبرة مع إمكانية تخفيض مستوى المخاطر.

أولاً: معايير تقييم أداء صناديق الاستثمار

يمكن قياس أداء صناديق الاستثمار بأسلوبين اثنين هما الأسلوب البسيط الذي يناسب المستثمر العادي والأسلوب المزدوج الذي يناسب المستثمر ذا المعرفة الواسعة بشؤون الاستثمار، حيث يتم الاعتماد على نموذج شارب، ترنيور وجنسن.

1. الأسلوب البسيط: "وفقاً لهذا الأسلوب يتم تقييم أداء الصندوق بالتركيز على العائد وإهمال المخاطر"⁽¹⁾، ويناسب هذا الأسلوب المستثمر الذي لا يملك دراية كافية باستثماراته وذلك لسهولة الأسلوب البسيط، إضافة إلى توفير البيانات المالية عن أداء الصناديق اللازمة لتطبيق الأسلوب البسيط، حيث تنشر صناديق الاستثمار المفتوحة بيانات دورية عن قيمة الأصل الصافية للسهم، وكذلك الأرباح الموزعة لكل صندوق، وتعد هذه المعلومات كافية لحساب قيمة المعدل العائد على الاستثمار في ظل هذا الأسلوب بحسب العائد وفقاً للمعادلة التالية:⁽²⁾

$$Tn = \frac{(P - P1) + Ri + R}{P}$$

حيث أن:

Tn = العائد على الاستثمار.

P = قيمة الأصل في بداية الفترة.

$P1$ = قيمة الأصل في نهاية الفترة.

Ri = الأرباح الإبرادية خلال الفترة.

R = الأرباح الرأسمالية خلال الفترة.

حيث تقوم هذه المعادلة على فرضيتين اثنتين هما:

(1) - د. شهيري منوري موسى وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 196.

(2) - قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص: 227-228.

أ- يتم صرف التوزيعات النقدية على المستثمرين في نهاية الفترة الزمنية وليس خلالها.

ب- عدم قيام المستثمرين بسحب أو إيداع أية مبالغ نقدية من وإلى المحفظة إلا في نهاية الفترة وليس خلالها. وتستبعد المسحوبات أو الإيداعات التي تكون قبل نهاية الفترة الزمنية من قيمة المحفظة في نهاية الفترة، وتضاف المسحوبات إلى قيمة المحفظة في نهاية الفترة وذلك من أجل الحصول على عائد قريب جداً من معدل العائد والصحيح للفترة⁽¹⁾.

هذا الأسلوب يعاب لأنه يركز على العوائد وإهمال المخاطر فقد يحقق الصندوق عائداً أكبر من صندوق آخر، لكن هاته الزيادة لا تكفي لتغطية المخاطر التي قد ينطوي عليها الاستثمار فيه مقارنة بالصندوق الآخر.

2. الأسلوب المزدوج: يستخدم هذا الأسلوب بسبب العيوب التي ظهرت في الأسلوب البسيط لاعتماده على معدل العائد على مبلغ المستثمر فقط، بينما الأسلوب المزدوج يعتمد على معدل العائد ومعدل المخاطرة في تقييم أداء صناديق الاستثمار⁽²⁾.

ولذلك تم اقتراح عدة بدائل لقياس مستوى أداء صناديق الاستثمار والتي تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطرة، ومن أهم هذه النماذج:

- **نموذج شارب:** قدم وليام شارب عام 1966م مقياس مركب لقياس أداء المحفظة الاستثمارية، حيث يطلق على مقياس شارب نسبة المكافأة إلى التقلب (عدم الاستقرار) ويقصد بالمكافأة الفرق بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطر منسوبة هذه العلاوة إلى التقلب في عوائد أصول المحفظة الاستثمارية وهو عبارة عن الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية⁽³⁾.

ويمكن حساب نسبة شارب وفقاً للمعادلة التالية:

$$\text{Sharpe Measure} = \frac{\text{TRP} - \text{RF}}{\text{SPF}}$$

Sharpe Measure = قيمة نموذج شارب.

TR = العائد المتوقع.

RF = معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

SPF = الانحراف المعياري للعائد على المحفظة.

(1) محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 83.

(2) دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 214.

(3) توفيق عوض بشير، مرجع سبق ذكره، ص: 59-60.

ويقوم نموذج شارب على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة، وعلى ذلك فإن نموذج شارب يحدد في الواقع العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظيرة كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة، حيث كلما زاد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق نظيرة كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية يكون أداء المحفظة أفضل.

رغم شيوع تطبيق هذا النظام إلا أنه يتضمن بعض العيوب من أهمها أن أسلوب نموذج شارب لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة، وتخضع لقيود مماثلة، كذلك تكون هذه المحفظة مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط، إضافة إلى أن النموذج يعتمد على فكرة التنويع، وإذا ما توفر التنويع الجيد داخل المحفظة فإن ذلك من شأنه القضاء على المخاطر غير المنتظمة التي تقاس من خلال بيتا وليس من خلال الانحراف المعياري⁽¹⁾.

- نموذج ترينور: قدم ترينور عام 1965م نموذج لقياس أداء المحفظة الاستثمارية يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر الغير منتظمة، ويرتكز على مخاطر السوق ومعامل بيتا معتمداً على منحنى خط السوق، ولكن مبنياً على العلاقة ما بين العائد المتوقع للصندوق ومعامل بيتا، ويعتبر نموذج شارب لاعتماده في الدرجة الأولى على خصائص كل ورقة ومعامل بيتا لكل ورقة مع إيجاد معامل بيتا المرجح⁽²⁾.

ويعبر عن هذا النموذج بالمعادلة التالية:

$$Tn = \frac{Rn - Rf}{Bn}$$

حيث أن:

Tn = قيمة المؤشر (قيمة نموذج ترينور).

Rn = العائد المتوقع.

Rf = العائد الخالي من المخاطرة.

Bn = معامل بيتا (المخاطر المنتظمة)⁽³⁾.

يعاب على هذا النموذج أن دقة الترتيب والتصنيف للمحافظ تعتمد على فرضية تقييم الاستثمارات من خلال التنويع المثالي للمحافظ والتي يمكن من خلالها القضاء على المخاطر غير المنتظمة والمتعلقة بالشركة نفسها وهذا غير دقيق من الناحية العلمية.

(1) - توفيق عوض بشير، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

(2) - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 216.

(3) - غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 231.

- نموذج جنسن: اقترح جنسن نموذجه سنة 1968م لقياس أداء المحافظ الاستثمارية عرفه بمعامل ألفا، حيث يرى أن العائد المتوقع لمحفظة المستثمر قد يتجاوز ذلك الذي يتنبأ به نموذج *CAPM* ⁽¹⁾.

حيث يقوم هذا النموذج على أساس الفرق بين العائد الإضافي (الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر أو علاوة مخاطر السوق (حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر)، فإذا كانت ألفا موجبة فهذا يعني أن الأداء جيد، وإذا كانت سالبة هذا يعني أن الأداء منخفض، وإذا كان الناتج صفر فالعائد متوازن. ويعبر على هذا النموذج بالمعادلة التالية:

$$X = (Rp - Rf) - b (Rm - Rf)$$

حيث أن:

$$X = \text{معامل ألفا.}$$

$$Rp = \text{عائد المحفظة الاستثمارية.}$$

$$Rf = \text{العائد الخالي من المخاطرة.}$$

$$Rm = \text{عائد محفظة السوق (مؤشر السوق).}$$

$$B = \text{بيتا المحفظة الاستثمارية.}$$

- نموذج بلاك: قدم بلاك سنة 1972 نموذجاً عرف بـ (The Black Zero – beta CAPM) يقوم على فرضيتين من فرضيات نموذج تسعير الأصول الرأس مالية.

- الافتراض الأول: هو وجود أصول خالية من المخاطر، وبالتالي هناك إمكانية الاقتراض والإقراض عند هذا المعدل.

- الفرضية الثانية: وجود معدل واحد للاقتراض والإقراض.

ويقوم هذا النموذج عند تقييم الأسهم أو المحافظ الاستثمارية باستبدال معدل العائد الخالي من المخاطرة بمعدل العائد للمحافظ الاستثمارية التي يكون معامل بيتا لها يساوي الصفر، ويمكن تحديد قيمة المؤشر لهذا النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$E(Rp) - E(Rz) = Xp + Bp (E(Rm) - E(Rz))$$

⁽¹⁾ - لورين إبراهيم القاضي: أثر كفاءة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية، رسالة ماجستير، جامع الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2016، ص: 27.

حيث أن:

$$E(Rp) = \text{عائد المحفظة الاستثمارية.}$$

$$E(Rz) = \text{العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية في حال كانت بيتا تساوي الصفر.}$$

$$Xp = \text{معامل ألفا.}$$

$$E(Rm) = \text{عائد محفظة السوق (مؤشر السوق).}$$

$$Bp = \text{بيتا المحفظة الاستثمارية.}$$

الجدول رقم (2-3): نماذج تقييم أداء صناديق الاستثمار:

صيغة النموذج	السنة	اسم النموذج	صاحب النموذج
$Tn = \frac{Rn - Rf}{Bn}$	1965	Trynor Performance Measure	ترينور
$\text{Sharpe Measure} = \frac{TRP-RF}{SPF}$	1966	Sharpe	شارب
$X = (Rp - Rf) - b (Rm - Rf)$	1968	Jensen Performance Measure	جنسن
$E(Rp) - E(Rz) = Xp + Bp(E(Rm) - E(Rz))$	1972	The Black (1972) Zero Beta CAPM	فيشر بلاك

ثانياً: دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية

إن سوق تداول الأوراق المالية (السوق الثانوية) لا غنى عنها في مكونات سوق المال، حيث أن هذه السوق تعتبر حلقة وصل بين سوق الإصدار والمستثمرين، ولكي تتجح عملية الإصدار فلا بد من وجود سوق يساعد على الربط بين المستثمر والجهة التي تصدر الأوراق المالية لإنجاح عملية التبادل وهذه السوق هي سوق الأوراق المالية، ولا شك أن صناديق الاستثمار بنوعها المفتوحة والمغلقة تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية وذلك من خلال:⁽¹⁾

- وجود خبرات إدارية محترفة تنتقي أفضل الأوراق المالية.
- المستثمرين المتعاملين مع صناديق الاستثمار لديهم القدرة على تحقيق أفضل أداء من أداء المحفظة السوقية.

(1) - فرحات سامي: دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية - دراسة حالة - سوق الكويت، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، 2016 - 2017، ص: 109.

فدول العالم الثالث اتجهت إلى استعمال صناديق الاستثمار للدور المتميز الذي تلعبه وذلك من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تناسب ظروف المستثمرين، فخاصية التنويع التي تتسم بها صناديق الاستثمار وما يترتب عليها من تخفيض مخاطر الاستثمار من شأنها أن تشجع المستثمرين قليلي الخبرة والمعرفة بسوق رأس المال وكذلك المستثمرين محدودي المواد لأن يستثمروا مدخراتهم في شراء أسهم صناديق الاستثمار التي تقوم بدورها باستخدام حصيلة بيع أسهمها في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال، وهذا يعني أن وظيفة صناديق الاستثمار هي الحصول على مصادر الأموال من المدخرين وإعادة استخدامها في بناء محافظ الأوراق المالية متعددة الأهداف، بحيث تخدم الأهداف المختلفة والمتعددة للمتعاملين معها، ولا شك أن ذلك سوف يؤثر بالإيجاب وبطريقة مباشرة على أسواق الأوراق المالية، حيث تكون تلك الأسواق بؤرة اهتمام هذه الصناديق، لأن ما تقدمه هذه الأسواق من بضاعة (أسهم وسندات) هي ما تسعى إليه صناديق الاستثمار ومن ثم تنشيط تلك الأسواق⁽¹⁾.

(1) - فرحات سامي، مرجع سبق ذكره، ص: 110.

خلاصة الفصل:

تعد صناديق الاستثمار إحدى أساليب الاستثمار الجماعي المرتبطة بسوق الأوراق المالية، فهي وسيلة لتأمين عمليات تمويل الاقتصاد القومي عن طريق ربط المدخرات بأسواق المال، وتمثل منفذا لصغار المدخرين للتعامل في سوق الأوراق المالية، الذي كان حكراً على كبار المدخرين، فتحت هذه الصناديق السبل أمام صغار المدخرين لاستثمار أموالهم في سوق المال حيث يمكن من الاستفادة من خبرات ومهارات الإدارة المحترفة التي تدير الصندوق، والتي يتولى إدارتها خبراء ذوي كفاءة عالية ولهم معرفة كاملة بأحوال السوق وهذا ما لا يتوفر للمستثمر الفرد الذي يدير أمواله في الأوراق المالية لوحده، وتختلف وتتوسع صناديق الاستثمار فمنها الصناديق المغلقة والمفتوحة أو المتوازنة... إلخ، وهذا التنوع يرجع إلى رغبات وأهداف المستثمرين وكذا اختلاف البيئة الاستثمارية من سوق إلى آخر أو من بلد إلى آخر، وإن تقييم أداء صناديق الاستثمار يعتمد على مجموعة من المعايير، والتي تقوم على عائد صندوق والمخاطرة سواء النظامية، وذلك باستخدام مقاييس بسيطة ومزدوجة من أجل تحليل هذا الأداء.

الفصل الثالث:

دراسة تجرية صناديق

الاستثمار في سوق البحرين

للأوراق المالية خلال الفترة

(2017-2003)

المبحث الأول: الملامح الأساسية لسوق الأوراق المالية البحرين

المطلب الأول: ماهية سوق البحرين للأوراق المالية

المطلب الثاني: إدارة سوق البحرين للأوراق المالية

المطلب الثالث: نشأة صناديق الاستثمار البحرينية والصناديق المتداولة داخل السوق

**المبحث الثاني: دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية
البحريني خلال الفترة (2003-2017)**

المطلب الأول: تطور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية البحريني خلال
الفترة (2003-2017)

المطلب الثاني: تطور حجم القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية البحريني خلال
الفترة (2003-2017):

المطلب الثالث: مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية
البحريني خلال الفترة (2003-2017)

خلال الفترة (2003-2017)**تمهيد:**

شهد سوق البحرين للأوراق المالية تقدماً ملحوظاً خلال الفترات القليلة السابقة، حيث يؤدي السوق دوراً مهماً في عمليات تمويل التنمية الاقتصادية، كما يوفر مختلف الأدوات المالية التي تلبي مختلف حاجيات ورغبات المتعاملين في السوق، كما تعمل إدارة السوق على تنويع هذه الأدوات المالية من أجل تنشيط عمليات التداول داخل السوق وذلك عن طريق زيادة البدائل الاستثمارية، مثل صناديق الاستثمار والتي تعد من أفضل هذه البدائل بالنسبة لصغار المستثمرين، وذلك للأهمية البالغة في استقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، وكذلك كفاءة الإدارة من طرف مدراءها.

ومن خلال هذا الفصل سيتم التطرق إلى نظرة عامة على الاقتصاد البحريني، وسوق البحرين للأوراق المالية ودراسة وتحليل جوانب تطبيقية لمساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية خلال الفترة (2003-2017).

المبحث الأول: الملامح الأساسية لسوق الأوراق المالية البحرين

شهد سوق البحرين للأوراق المالية تقدماً ملحوظاً خلال السنوات الأخيرة رغم تعرضه لمختلف الأزمات المالية والسياسية، حيث بدلت جهود كبيرة من أجل تطوير هذا السوق، إلا أنه يحتاج إلى الكثير من الإجراءات التي تعمل على تحفيزه، ومن بين التجارب التي خاضتها السوق هي صناديق الاستثمار التي لاقت تطوراً ملحوظاً منذ نشأتها، لذلك سنتطرق في هذا المبحث إلى نشأة سوق الأوراق المالية والإمام بمختلف جوانب السوق، وأيضاً نشأة صناديق الاستثمار البحرينية.

المطلب الأول: ماهية سوق البحرين للأوراق المالية

قبل التطرق إلى الملامح الأساسية لسوق الأوراق المالية البحريني سنقدم لمحة عن اقتصاد البحرين، فالبحرين لديها اقتصاد مفتوح وعملتها تحتل المرتبة الثانية عالمياً، ومنذ أواخر القرن 20 والبحرين تستثمر بكثافة في قطاعات البنوك والسياحة، ففي عام 2008 كانت البحرين تحتل المركز المالي الأسرع نمواً في العالم من حيث مؤشر المراكز المالية العالمية في لندن، أما بالنسبة للخدمات المصرفية والمالية للقطاع في البحرين وخصوصاً المصرفية الإسلامية استفادت البحرين من الطفرة الإقليمية يقودها الطلب على النفط، إنتاج البترول هو منتج البحرين الأكثر تصديراً وهو ما يمثل 60% من عائدات التصدير و70% من الإيرادات الحكومية، و11% من الناتج المحلي الإجمالي، إنتاج الألمنيوم هو ثاني أكثر المنتجات المصدرة تليها مواد البناء.

أولاً: نشأة سوق البحرين للأوراق المالية

يعتبر صدور المرسوم الأميري رقم 31 لسنة 1956م بشأن إنشاء أول بنك وطني وهو البنك البحريني الوطني والذي بدأ نشاطه في 1957م وتابعه إنشاء وتأسيس العديد من الشركات والمؤسسات المالية والتجارية والخدمية وصناعية في البلاد خلال عقدي الستينات والسبعينات وبأعداد متزايدة مع بداية عقد الثمانينات التي تشهد أيضاً نشوء سوق غير رسمي "سوق اللؤلؤة" لبيع وشراء أسهم الشركات المساهمة العامة والذي عجز أن يشكل سوق للأوراق المالية يوفر الثقة والاطمئنان لدى المستثمرين، كما عجز أن يعكس من خلال أسعار الأسهم المتداولة فيه القيمة الحقيقية لأسهم الشركات المتداولة وذلك لافتقاده للبنية التشريعية والقانونية والفنية والإدارية اللازمة لنجاح واستمرار عمل أسواق الأوراق المالية.

كما أن التعاون مع مؤسسة التمويل الدولية IFC وإجراء دراسة جدوى لإنشاء سوق الأوراق المالية في البحرين جاءت نتائج إيجابية مشجعة لإقامة مثل هذه السوق نظراً لما تتميز به البحرين من موقع استراتيجي وبحكم كونها مركزاً مالياً، إقليمياً ودولياً.

خلال الفترة (2003-2017)

وبناءً على ذلك صدر المرسوم بقانون رقم 4 لسنة 1987م والخاص بإنشاء وتنظيم سوق المالية كما صدرت اللائحة الداخلية للسوق القرار الوزاري رقم 13 لسنة 1988م وبذلك تم إرسال القواعد التنظيمية اللازمة لاستكمال إصدار كافة الأنظمة المتعلقة بالتداول وتسويات والمعلومات التي على ضوءها تم بدأ التداول الرسمي في السوق بتاريخ 17 جوان 1989م.⁽¹⁾

ثانياً: أهداف سوق البحرين للأوراق المالية

تتمثل أهداف سوق الأوراق المالية البحريني على وجه الخصوص فيما يلي:

- العمل على تطوير سوق الأوراق المالية عند الإصدار أو التداول على نحو يساعد على تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة ويخدم عمليات التنمية فيها ويدعم مركزها الاقتصادي إقليمياً وعالمياً.
- تطوير وترشيد أساليب التعامل في السوق بما يكفل سلامة المعاملات وتقدمها وسهولتها ويوفر الحماية للمتعاملين.
- إنشاء ودعم الصلات والروابط مع أسواق الأوراق المالية العربية والعالمية، والاستفادة من أساليب التعامل فيما يساعد على سرعة تطوير السوق في البحرين.
- تشجيع الإدخار والنهوض بالوعي الاستثماري للمواطن بما يكفل توجيه هذه المدخرات إلى القطاعات الاقتصادية ذات العائد الأكبر للفرد والمجتمع.
- الإشراف على تنظيم ومراقبة تداول الأوراق المالية في السوق.
- توفير التمويل اللازم لدعم متطلبات التنمية الاقتصادية والاجتماعية.⁽²⁾

ثالثاً: الإطار التشريعي والمؤسسي لسوق البحرين للأوراق المالية

يتضمن الإطار التشريعي الذي يحكم عمل سوق البحرين للأوراق المالية بشكل أساسي قانون واللائحة الداخلية للسوق وتتناول المواد 24 من قانون السوق وبشكل عام إنشاء السوق وأهدافه وكذلك إدارة وكيفية تشكيل إدارته بالإضافة إلى تصنيف الشركات المدرجة لدى السوق وأنواع العضوية والأوراق المالية المتداولة فيه.

وتقوم سوق البحرين للأوراق المالية بوظيفتين أساسيتين تمثلان البعد الحقيقي لأهميته في تنظيم قطاع الأوراق المالية وتتمثل أولهما في دور اللجنة العليا للأوراق المالية، حيث يقوم من خلالها بالإشراف على السوق المالية في البحرين والعمل على تطوير أطره التشريعية والفنية أما الثانية تتمثل في قيام سوق الأوراق المالية

(1)- بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 215.

(2)- المادة رقم 3 من قانون رقم 4 سنة 1987 المتعلق بإنشاء وتنظيم سوق البحرين للأوراق المالية، الجريدة الرسمية، العدد 1963، مارس 1987، ص 4.

خلال الفترة (2003-2017)

من خلال تطبيق الإجراءات الإدارية والفنية وكذلك تقديم كافة التسهيلات التي تكفل سلامة وعدالة التداول في السوق.⁽¹⁾

رابعاً: الشروط الواجب توفرها لإدراج الأوراق المالية لشركات المساهمة:

أما فيما يخص شروط ومتطلبات الإدراج يمكن تلخيصها من خلال المادة رقم 39 التي تبرز الشروط الواجب توفرها لإدراج الأوراق المالية لشركات المساهمة وذلك على أن:

- تكون شركة مساهمة.
- يكون قد مضى على تأسيسها سنتين على الأقل وأصدرت ميزانيتين مدققتين.
- لا يقل رأس مال الشركة المدفوع عن 500.000 دينار أو ما يعادلها بالعملة الأخرى وألا تقل الأسهم المدفوعة بنسبة 50% على الأقل.
- تكون الشركة قد حققت أرباحاً في السنتين السابقتين المتتاليتين عند تاريخ طلب الإدراج وكذلك التقارير المالية السنوية والحسابات الختامية المدققة تقدمها لمصلحة البورصة وأن تكون حققت أرباحاً.
- تلتزم الشركة بنشر ميزانيتها ونتائج أعمالها.⁽²⁾

المطلب الثاني: إدارة سوق البحرين للأوراق المالية

يدير سوق البحرين مجلس إدارة يكون برئاسة وزير التجارة والزراعة ويكون تشكيل أعضائه على الوجه التالي:

- عضو يمثل وزارة التجارة والزراعة ويكون نائباً للرئيس.
- عضو يمثل وزارة المالية والاقتصاد الوطني.
- عضو يمثل مؤسسة نقد البحرين.
- ثلاثة أعضاء تختارهم غرفة التجارة والصناعة للبحرين من ذوي الخبرة والكفاءة.
- عضوان عن البنوك الوطنية ومكاتب المحاسبة والتدقيق يختارهم رئيس المجلس.

ويصدر بتشكيل مجلس إدارة السوق قرار من مجلس الوزراء بناءً على عرض وزير التجارة والزراعة وتكون مدة المجلس ثلاث سنوات قابلة للتجديد، ويجوز للمجلس أن يدعو من له علاقة بسوق الأوراق المالية لحضور أي من اجتماعاته.

(1)- بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 216.

(2)- المرجع نفسه، ص 216.

خلال الفترة (2003-2017)

يكون لسوق الأوراق المالية مديراً يعاونه عدد كاف من الموظفين والفنيين والإداريين والمستخدمين تسري عليهم القوانين والأحكام التي تطبق على موظفي الحكومة وذلك إلى حين صدور الأنظمة والأحكام الخاصة بهم.⁽¹⁾

يمارس مجلس إدارة السوق جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق ويكون مسئولاً بصفة خاصة عما يلي:

- رسم السياسات والاستراتيجيات العامة للسوق.
 - وضع القواعد التنظيمية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق والرقابة على تطبيقها، والإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق.
 - النظر في طلبات قيد الدالين، وقيد أسهم الشركات المساهمة البحرينية أو أية أوراق مالية أخرى في السوق والبت فيها.
 - الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق وعلى الحسابات الختامية، وتعيين مراقبي الحسابات.
 - اقتراح اللوائح والنظم الداخلية للسوق والتي يصدرها قرار من وزير التجارة والزراعة.
 - اتخاذ ما يلزم من إجراءات نحو العمليات المشكوك في سلامتها وذلك طبقاً لأحكام اللائحة الداخلية.
 - وقف العمل مؤقتاً في السوق، أو في أسهم الشركة أو أكثر في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه.
 - تشكيل اللجان المتخصصة من أعضاء المجلس أو من غيرهم سواء بشكل دائم أو مؤقت وفق ما يراه المجلس مناسباً.
 - أية أمور ضرورية أخرى لضمان حسن سير العمل في السوق بانتظام وإطراء بغية تحقيق أهدافه.
- مع عدم الإخلال بأحكام المادة السابقة يجوز لمجلس إدارة السوق إذا طرأت ظروف خطيرة أن يقرر بأغلبية أعضائه على الأقل تعيين حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار القفل في اليوم السابق على القرار.
- ويبلغ القرار يوم اتخاذه إلى وزير التجارة والزراعة، وللوزير أن يلغي القرار أو يوقف تنفيذه أو يؤيده، وله أن يبين طريقة تعيين الأسعار ومراقبة الأعمال في السوق في هذه الحالة.
- ولوزير التجارة والزراعة من تلقاء نفسه وفي الظروف المشار إليها أن يتخذ ما يراه من إجراءات لموجب قرار يصدره في هذا الشأن.

(1) - المادتين 5-6 من قانون رقم 4 سنة 1987، مرجع سبق ذكره، ص 5.

خلال الفترة (2003-2017)

تكون لرئيس مجلس إدارة السوق السلطة والصلاحيات التي قررها هذا القانون بالإضافة إلى تلك التي تنص عليها اللائحة الداخلية للسوق.

ويقدم رئيس مجلس الإدارة إلى مجلس الوزراء تقريراً مفصلاً كل ستة أشهر عن أعمال السوق وأوضاع المستثمرين يتضمن ما تحقق من أداء في ضوء السياسة العامة للدولة.

يختص مدير السوق بتنفيذ قرارات مجلس إدارة السوق، وله أن يتقدم إلى المجلس باقتراحات الأنظمة والتعليمات التي يراها مناسبة، ويختص بالإشراف على كافة أجهزة السوق الفنية والإدارية والمالية وإصدار التعليمات اللازمة للقيام بمهامه بموجب المسؤوليات والصلاحيات المخولة له في اللائحة الداخلية للسوق بموجب قرارات المجلس. ويمثل المدير السوق أمام القضاء وفي علاقاته بالغير، ويكون له حق التوقيع عنه.⁽¹⁾

– يتم تعيين موظفي السوق بناءً على ترشيح مدير السوق وموافقة المجلس.

– على إدارة السوق العمل على تطوير وتدريب وتأهيل الكوادر اللازمة لإدارة السوق وفق أحدث الأساليب الإدارية والفنية وكذلك الدالين وصانعي السوق ومن في حكمهم ونشر الوعي الاستثماري بين المتعاملين في الأوراق المالية.

يتولى مجلس إدارة السوق إنشاء الأجهزة الفنية المتخصصة اللازمة لمباشرة السوق لأغراضه ومن بينها:

1. جهاز للتداول والمقاصة والتسويات.
2. جهاز متابعة الأسعار وتكون مهمته متابعة وتحليل تحركات الأوراق المالية المدرجة أو المقبول تداولها في السوق.
3. جهاز مراقبة البيع بالأجل، ويكون مسؤولاً عن متابعة وتقييم عمليات البيع بالأجل وعلاقة تلك العمليات بالبيع الفوري.
4. جهاز جمع وتحليل ونشر للمعلومات المتعلقة بالسوق وبالأوراق المالية المتداولة منها وبالشركات المقيدة فيها.
5. جهاز للمراقبة والتحقيقات.
6. جهاز للبحوث والدراسات والتطوير.
7. الأجهزة الإدارية والمالية.

تنشأ داخل السوق لجنة تحكيم تشكل بقرار من مجلس إدارة السوق برئاسة أحد رجال القضاء يرشحه وزير العدل والشؤون الإسلامية وعضوية المنازعات المتعلقة بالمعاملات التي تتم في السوق.

(1) – المواد 7-8-9-10 من قانون رقم 4 سنة 1987، مرجع سبق ذكره، ص 5-6.

خلال الفترة (2003-2017)

ويعتبر التعامل في السوق إقرار بقبول التحكيم ويثبت ذلك في أوراق هذه المعاملات وتكون القرارات الصادرة عن اللجنة ملزمة لطرف النزاع. وتبين اللائحة الداخلية للسوق الإجراءات التي تتبع لرفع النزاع والفصل فيه ومكافأة الأعضاء.⁽¹⁾

يكون للسوق مجلس تأديب يختص بالفصل فيما يقع من مخالفات لأحكام هذا القانون واللوائح والقرارات المنظمة للسوق، وكذلك المخالفات التي تمس حسن سير العمل والنظام فيه.

ويشكل مجلس التأديب من ثلاثة أعضاء بقرار من ريس مجلس إدارة السوق على أن يرأس مجلس التأديب مدير السوق ويكون له توقيع الجزاءات الآتية:

1. التنبيه.
 2. الإنذار.
 3. مصادرة الكفالة المقدمة من الدلال كلها أو بعضها.
 4. إيقاف التعامل بالنسبة للشركات المخالفة لمدة لا تزيد عن 04 أشهر.
 5. شطب الشركات المدرجة وغير المدرجة من السوق، أو نقل شركة مدرجة إلى شركة غير مدرجة مقبول تداول أوراقها المالية.
 6. وقف العمل بالنسبة للدالين وصانعي السوق ومن في حكمهم لمدة لا تزيد على أربعة أشهر.
 7. شطب عضوية الدالين وصانعي السوق ومن في حكمهم من السوق.
- وتكون مداوات مجلس التأديب سرية، وتصدر قراراته بأغلبية الأصوات وتعلن لذوي الشأن بكتاب مسجل مصحوب بعلم الوصول.
- وتنظم اللائحة الداخلية الإجراءات الواجب اتباعها أمام مجلس التأديب.

يجوز استئناف القرارات من مجلس التأديب المذكورة في البنود من 4 إلى 8 من المادة السابقة أمام مجلس تأديب استئناف يشكل من ثلاثة أعضاء برئاسة أحد قضاة المحاكم يختاره وزير العدل والشؤون الإسلامية.

ويصدر بتشكيل مجلس التأديب الاستئناف قرار من رئيس مجلس إدارة السوق، ويبين القرار الصادر بتشكيل المجلس الإجراءات الواجب اتباعها أمامه.⁽²⁾

(1) - المواد 11-12-13 من قانون رقم 4 سنة 1987، مرجع سبق ذكره، ص 7-8.

(2) - المواد 14-15 من قانون رقم 4 سنة 1987، مرجع سبق ذكره، ص 8.

خلال الفترة (2003-2017)المطلب الثالث: نشأة صناديق الاستثمار البحرينية والصناديق المتداولة داخل السوقأولاً: نشأة صناديق الاستثمار البحرينية

تضم البحرين قطاعاً مزدهراً للصناديق الاستثمارية، وقد بدأ تسويق صناديق الاستثمار المنشأة بالخارج في البحرين خلال ثمانينات القرن العشرين، بينما تم تسجيل أول صندوق استثماري منشأ محلياً في عام 1984. وقد تم إصدار أول إطار تنظيمي لصناديق الاستثمار الجماعية من قبل المصرف المركزي في عام 1992، وتم تنقيحه بعد ذلك في يونيو 2007، عندما صدر الفصل المتعلق بوحدات الصناديق الاستثمارية ضمن المجلد السادس من دليل التوجيهات الرقابية للمصرف، وقد تم لاحقاً مراجعة وتحديث النظم والقواعد المتعلقة بعمل الصناديق الاستثمارية وإصدارها في شكل مجلد منفصل (المجلد السابع) في أبريل 2012، والذي يشكل جزءاً من دليل التوجيهات الرقابية لمصرف البحرين المركزي، ويحتوي المجلد على قواعد وأنظمة شاملة تتعلق بترخيص وتسجيل صناديق الاستثمار الجماعية المؤسسة محلياً والصناديق الاستثمارية الأجنبية المرخصة أو المسجلة في المملكة والإشراف عليهما.

كما تطور عدد صناديق الاستثمار المسجلة لدى المصرف المركزي تطوراً كبيراً في السنوات الأخيرة، مما أدى إلى تطور قيمة أصول هذه الصناديق.⁽¹⁾

ثانياً: الصناديق المتداولة داخل سوق البحرين للأوراق المالية

(1)- <https://www.cbb.gov.bh/ar/> Visited on 7/6/2019 – 12 :15.

خلال الفترة (2003-2017)

الجدول رقم (3-1): يوضح صناديق الاستثمار الأكثر شهرة في سوق الأوراق المالية البحريني.

اسم الصندوق	نوع الصندوق	حجم الصندوق	مدير الصندوق
صندوق جلوبل للشركات الخليجية الرائدة	مفتوح	84.677.920	بيت الاستثمار العالمي
صندوق أسهم الخليج	مفتوح	20.000.000	شركة سيكو للصناديق الاستثمارية
صندوق الخليج العقاري	مغلق	16.419.113	بيت الاستثمار العالمي
صندوق القمة	مفتوح	18.104.975	بيت الاستثمار العالمي
صندوق المركز العربي	مفتوح	30.974.294	الشركة الخليجية لحفظ الأوراق المالية
الصندوق الوطني للأسهم القطرية	مفتوح	500.000.000	شركة الوطني للاستثمار
صندوق جلوبل الخليجي الإسلامي	مفتوح	36.027.807	بيت الاستثمار العالمي
صندوق جلوبل القناص	مغلق	372.857.262	بيت الاستثمار العالمي
صندوق جلوبل للشركات المتغيرة	مفتوح	41.119.225	بيت الاستثمار العالمي
صندوق جلوبل للطاقة البتروكيميائية والصناعة التحويلية	مفتوح	84.040.961	بيت الاستثمار العالمي
صندوق دخل المكاسب	مفتوح	1.470.000	بنك مشرق/دبي الإمارات العربية المتحدة
صندوق سيكو المملكة للأسهم	مفتوح	5.944.490	شركة الأوراق المالية والاستثمار (ش.م.ب./أ)
صندوق سيكو للاستثمار بأدوات الدخل الثابتة	مفتوح	10.147.106	شركة الأوراق المالية والاستثمار
صندوق سيكو للأسهم الخليجية	مفتوح	20.000.000	شركة الأوراق المالية والاستثمار (ش.م.ب.م)
صندوق مكاسب للنمو العربي	مفتوح	13.110.000	شركة مكاسب للصناديق الاستثمارية
الصندوق الوطني للأسهم الخليجية	مفتوح	500.000.000	شركة الوطني للاستثمار
صندوق جلوبل للصناديق الإسلامية	مفتوح/ إسلامي	7.432.967	بيت الاستثمار العالمي

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على الموقع الإلكتروني لبورصة البحرين (<https://www.cbb.gov.bh/ar/>)
7/6/2019 – 12 :15.)

خلال الفترة (2003-2017)

يمثل الجدول رقم (3-1) صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية، حيث نلاحظ من الجدول أن معظم الصناديق الموجودة فيه مفتوحة وذلك بسبب سهولة الدخول وخروج المستثمرين إليها دون التقيد بأي شروط، إضافة إلى كونها تقدم عروض مستمرة بلا انقطاع للأوراق المالية الجديدة للبيع لجمهورها، وعليه فإن التعامل بالصناديق المفتوحة يزيد من السيولة المتداولة داخل السوق، كما نلاحظ وجود صندوقين اثنين مغلقين وهما صندوق الخليج العقاري وصندوق جلوبل القناص وهذا يتماشى وطبيعة عملها، إضافة إلى رأس مالها الثابت وفرض لشروط التعامل بها، كما أنه يوجد الصندوق جلوبل للصناديق الإسلامية وصندوق جلوبل الخليجي الإسلامي وهما يصنفان ضمن الصناديق المفتوحة التي تتعامل بالصيغة الإسلامية تماشياً مع مبادئ الشريعة الإسلامية (أي لا تتعامل بسعر الفائدة)، كما نلاحظ أن حجم الصناديق يتراوح ما بين 1.470.000 إلى 500.000.000 مليون دينار بحريني.

خلال الفترة (2003-2017)**المبحث الثاني: دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2003-2017)**

شهدت صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية قطاعاً مزدهراً وذلك من خلال النشاط الملحوظ الذي تميزت به، حيث تلعب دوراً حيوياً فعالاً في تجميع المدخرات واستثمارها في شكل محافظ استثمارية ومن طرف إدارة متخصصة، حيث تتيح صناديق الاستثمار في سوق البحرين الفرصة أمام صغار المدخرين الذين لا يملكون الخبرة بالاستثمار ومنه تنشيط السوق لذلك سنتطرق في هذا المبحث إلى تطور عدد وحجم صناديق الاستثمار ومدى مساهمتها في رفع القيمة السوقية.

المطلب الأول: تطور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2003-2017)

شهد قطاع صناديق الاستثمار نمواً مستمراً بالرغم من المعوقات التي تعرّض لها سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2003-2017).

أولاً: تطور عدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2003-2017)

يمكن توضيح تطور عدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2003-2017) من خلال الجدول والشكل التاليين:

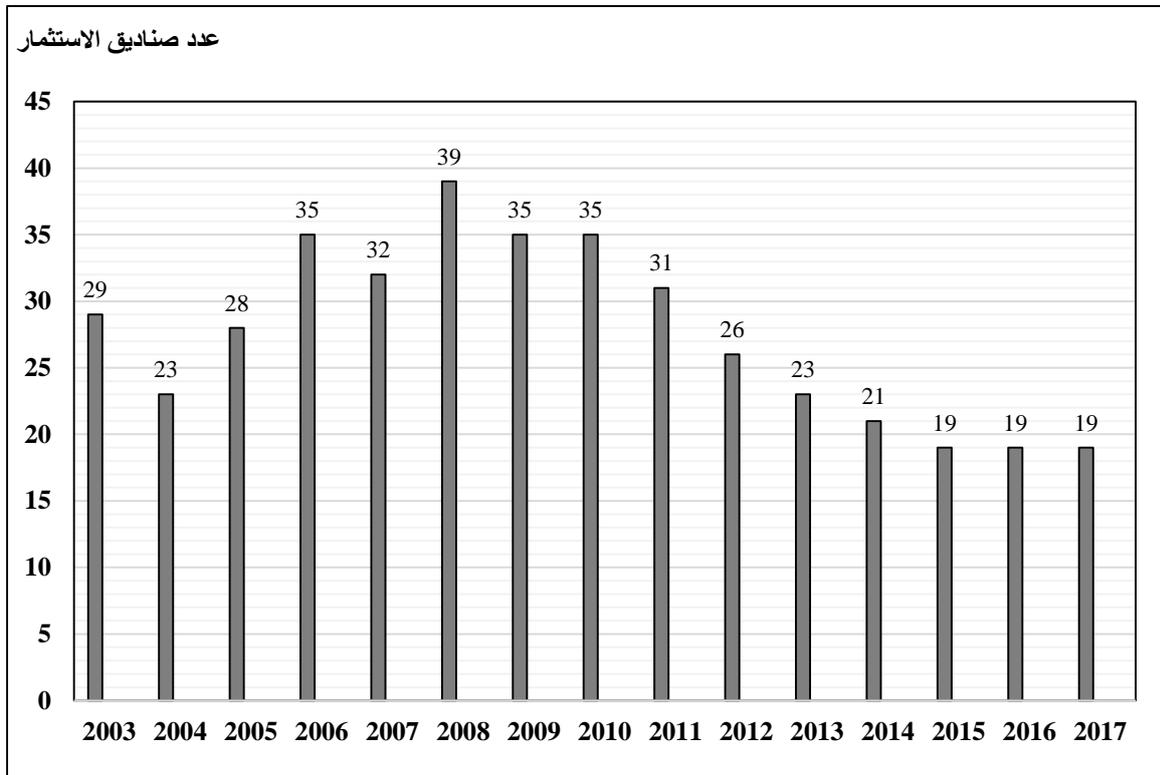
الجدول رقم (3-2): تطور عدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2003-2017)

عدد الصناديق	السنوات	عدد الصناديق	السنوات
31	2011	29	2003
26	2012	23	2004
23	2013	28	2005
21	2014	35	2006
19	2015	32	2007
19	2016	39	2008
19	2017	35	2009
/	/	35	2010

المصدر: سوق الأوراق المالية البحريني: التقارير المالية للسنوات 2003-2017.

طال الفترة (2003-2017)

الشكل رقم (3-1): تطور عدد صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2003-2017)



المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على معطيات الجدول السابق.

يمثل الجدول رقم (3-2) والشكل المرافق له تطور عدد صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة (2003-2017) حيث نلاحظ أن تطور عدد الصناديق شهد تذبذباً خلال فترة الدراسة، حيث شهد تراجع عدد الصناديق خلال سنة 2004 إلى 23 صندوق بعد ما كان مرتفعاً سنة 2003 والذي قدر بـ 29 صندوق، بينما عرف تطوراً نسبياً خلال سنة 2005 و 2006 ليصل عدد الصناديق إلى 28 و 35 على التوالي، ثم شهد بعد ذلك تراجعاً خلال سنة 2007 بـ 3 صناديق، كما نلاحظ ارتفاعاً آخر في خلال سنة 2008 ليصل إلى 39 صندوق وهي أعلى عدد وصلت إليه الصناديق خلال فترة الدراسة، ليشهد تراجع مستمر بين سنوات 2009-2017 حتى وصل عددها إلى 19 صندوق، وهذا نتيجة تداعيات الأزمة العالمية، والأزمة السياسية في البحرين، وخروج بعض الصناديق نتيجة عدم الإفصاح والشفافية.

خلال الفترة (2017-2003)

ثانياً: تطور أصول صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة (2017-2003)

يمكن توضيح تطور أصول صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة (2003-2017) من خلال الجدول والشكل التاليين:

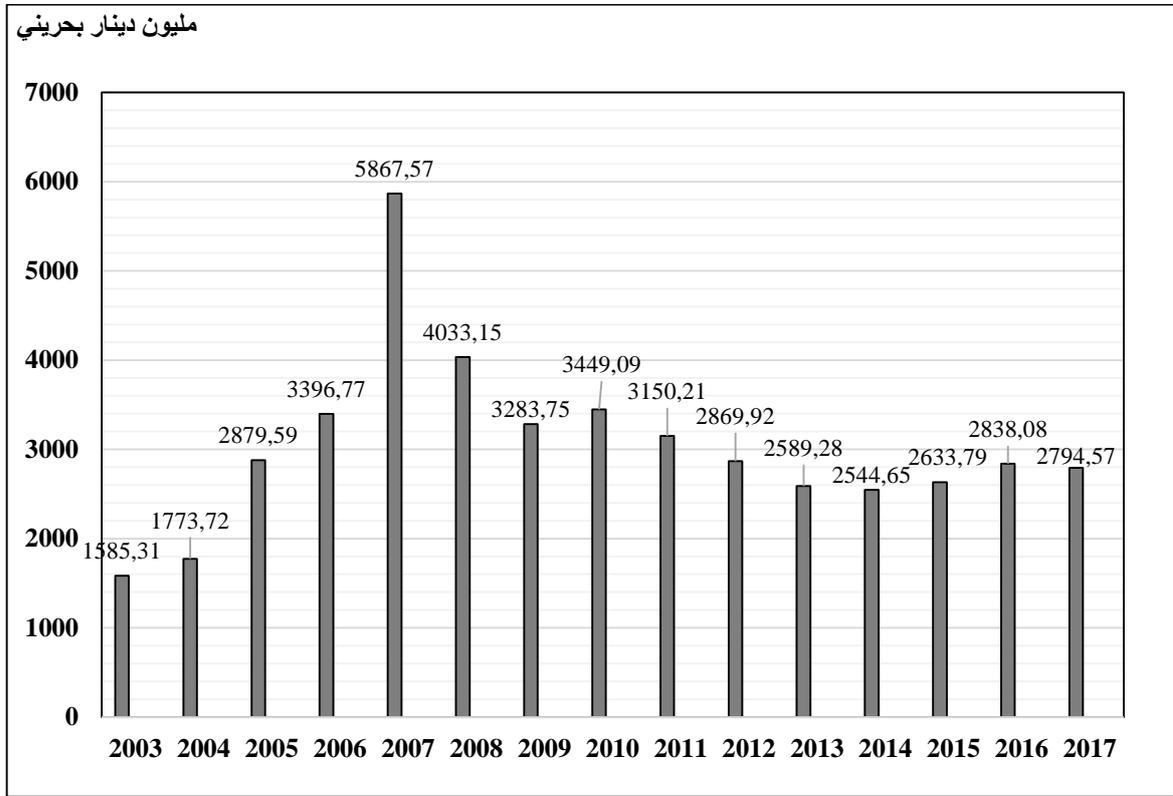
الجدول رقم (3-3): تطور أصول صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة (2017-2003)

السنوات	أصول الصناديق (مليون دينار بحريني)	السنوات	أصول الصناديق (مليون دينار بحريني)
2003	1585.31	2011	3150.21
2004	1773.72	2012	2869.92
2005	2879.59	2013	2589.28
2006	3396.77	2014	2544.65
2007	5867.57	2015	2633.79
2008	4033.15	2016	2838.08
2009	3283.75	2017	2794.57
2010	3449.09	/	/

المصدر: مصرف البحرين المركزي، النشرات الإحصائية السنوية.

خلال الفترة (2003-2017)

الشكل رقم (3-2): تطور أصول صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة (2003-2017)



المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على معطيات الجدول السابق.

يمثل الجدول رقم (3-3) والشكل المرافق له تطور أصول صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة (2003-2017)، حيث نلاحظ تذبذب في تطور أصول صناديق الاستثمار، حيث لاحظنا ارتفاع مستمر في حجم أصول صناديق الاستثمار من سنة 2003 إلى سنة 2007 سجلت قيمة الأصول سنة 2003 ما قيمته 1535.81 مليون لتصل سنة 2007 إلى 5867.57 مليون وهي أعلى قيمة سجلتها الصناديق خلال سنوات الدراسة، ليشهد بعد ذلك انخفاضاً سنة 2008 و 2009 ليصل إلى قيمة 4033.15 مليون سنة 2008 و 3283.75 مليون سنة 2009، ثم لاحظنا بعد ذلك ارتفاعاً سنة 2010 إلى قيمة 3449.09 مليون لتشهد بعد ذلك انخفاضاً متواصلًا حتى سنة 2014 والتي كانت قيمتها 2544.65 مليون، لتعاود الارتفاع خلال سنوات 2015، 2016 و 2017 لتصل إلى 2838.08 مليون وذلك سنة 2017.

خلال الفترة (2017-2003)

المطلب الثاني: تطور حجم القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2017-2003):

يمكن توضيح تطور حجم القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2017-2003) من خلال الجدول والشكل التاليين:

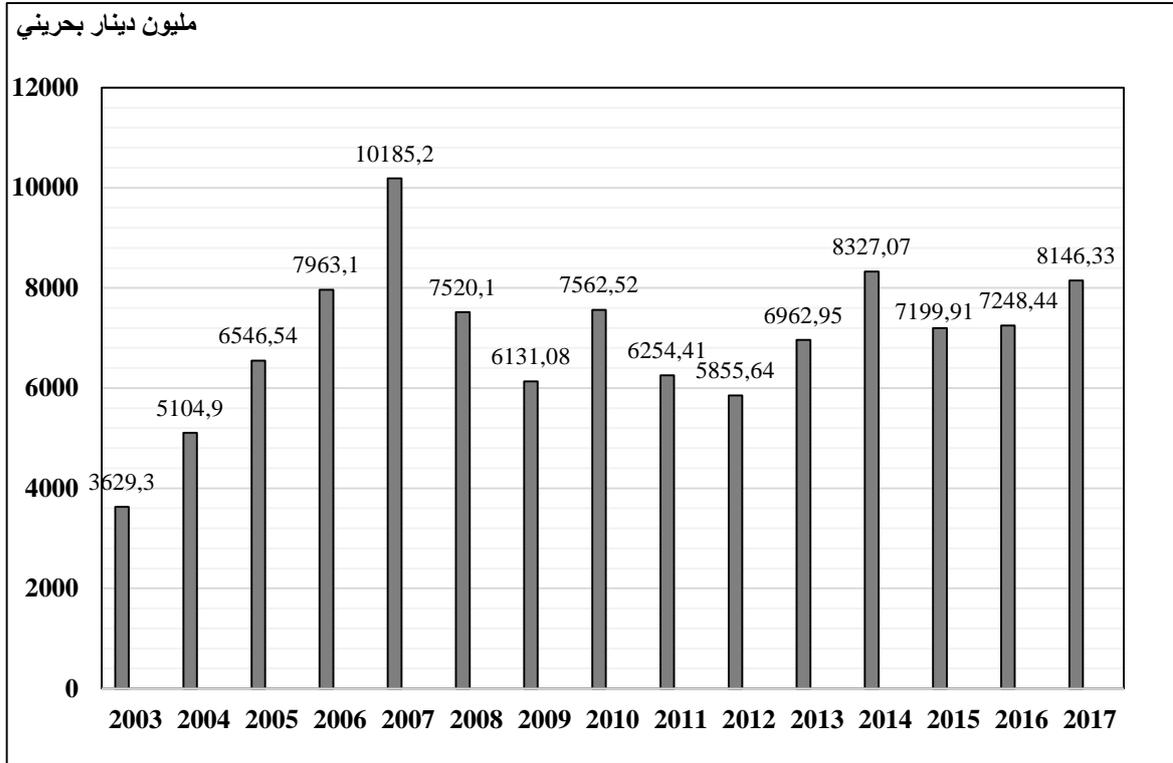
الجدول رقم (3-4): تطور حجم القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2017-2003)

القيمة السوقية (مليون دينار بحريني)	السنوات	القيمة السوقية (مليون دينار بحريني)	السنوات
6254.41	2011	3629.3	2003
5855.64	2012	5104.9	2004
6962.95	2013	6546.54	2005
8327.07	2014	7963.1	2006
7199.91	2015	10185.2	2007
7248.44	2016	7520.1	2008
8146.33	2017	6131.08	2009
/	/	7562.52	2010

المصدر: بورصة البحرين، التقارير المالية (2017-2003)

خلال الفترة (2017-2003)

الشكل رقم (3-3): تطور حجم القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2017-2003)



المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على معطيات الجدول السابق.

يمثل الجدول رقم (3-4) والشكل المرافق له تطور القيمة السوقية في سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة (2017-2003)، حيث نلاحظ تزايد للقيمة السوقية لسوق البحرين للأوراق المالية من سنة 2003 إلى 2017 والتي كانت قيمهم تتراوح ما بين 3629.2 و 7963.1 مليون دينار بحريني ليحقق السوق أعلى قيمة له سنة 2007 قدرت بـ 10185.2 مليون، ليشهد السوق انخفاضاً ملحوظاً سنتي 2008 و 2009 ليسجل أدنى قيمة له والتي تقدر بـ 6131.08 مليون، وذلك بسبب الأزمة العالمية، أما في سنة 2010 فقد عرف ارتفاعاً ضعيفاً بلغ 7562.52 مليون، لينخفض مرة أخرى سنتي 2011 و 2012 والتي كانت قيمهم على التوالي 6254.41 و 5855.64 مليون، وهذا راجع إلى الأزمة السياسية البحرينية، لنتزايد بنسب طفيفة سنتي 2013 و 2014 قدرت بـ 6962.95 و 8327.07 مليون، لتعرف تذبذبات أخرى بقيم متفاوتة بين ارتفاع وانخفاض لتسجل سنة 2015 انخفاض قدر بنسبة 7199.9 مليون، لتعاود الارتفاع سنتي 2016 و 2017.

خلال الفترة (2017-2003)

المطلب الثالث: مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية البحريني

خلال الفترة (2017-2003)

يمكن تمثيل مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2003-2017) من خلال الجدول والشكل التاليين:

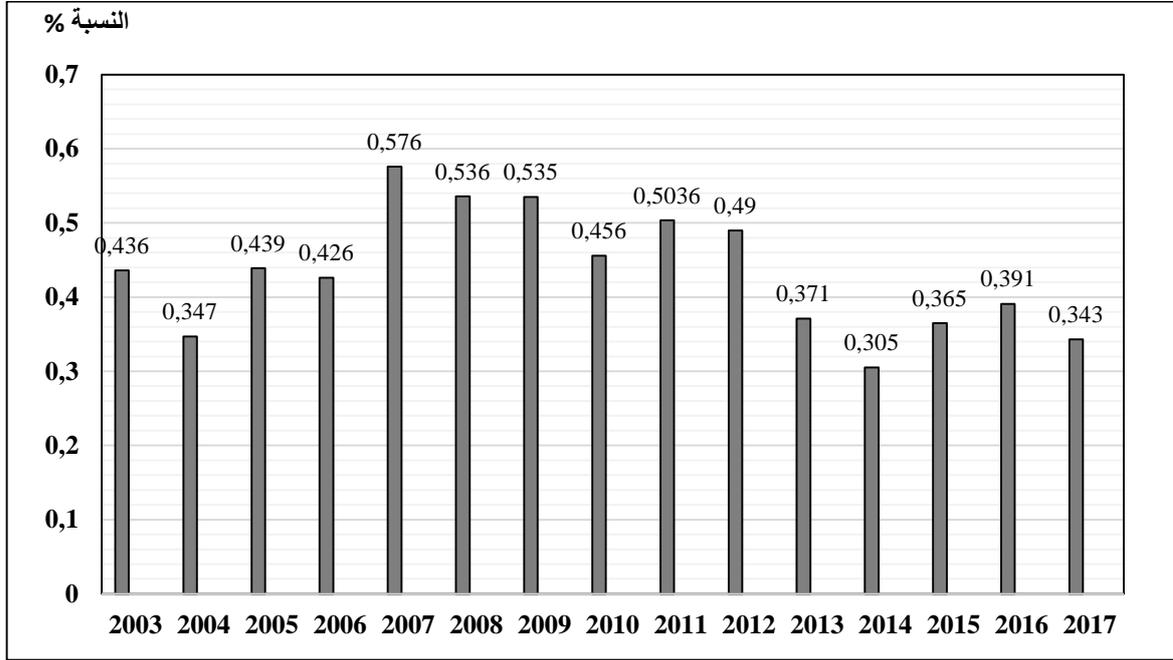
الجدول رقم (3-5): مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2017-2003)

النسبة %	القيمة السوقية (م.د.ب)	إجمالي أصول الصناديق (م.د.ب)	السنوات
43.6	3629.3	1585.31	2003
34.7	5104.9	1773.72	2004
43.9	6546.54	2879.59	2005
42.6	7963.1	3396.77	2006
57.6	10185.2	5867.57	2007
53.6	7520.1	4033.15	2008
53.5	6131.08	3283.75	2009
46.5	7562.52	3449.09	2010
50.3	6254.41	3150.21	2011
49	5855.64	2869.92	2012
37.1	6962.95	2589.28	2013
30.5	8327.07	2544.65	2014
36.5	7199.91	2633.79	2015
39.1	7248.44	2838.08	2016
34.3	8146.33	2794.57	2017

المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على معطيات الجداول السابقة.

خلال الفترة (2003-2017)

الشكل (3-4): مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2003-2017)



المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على المعطيات السابقة.

يمثل الجدول رقم (3-5) والشكل المرافق له مساهمة صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية البحريني خلال الفترة (2003-2017)، حيث نلاحظ من خلالهما أن مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية كانت كبيرة خلال فترة الدراسة إذ أنها وصلت إلى 57.6% سنة 2007 وهي أعلى نسبة من إجمالي القيمة السوقية لسوق الأوراق المالية البحريني، وبلغت نسبة المساهمة سنة 2003 43.6%، لتشهد انخفاضاً في السنة الموالية حيث بلغت 34.7%، لتعاود الارتفاع حتى بلغت أعلى نسبة لها سنة 2007 والتي بلغت 57.6%، ثم تبدأ بالانخفاض نوعاً ما في السنوات الموالية حتى تصل إلى نسبة 45.6% سنة 2010 وذلك نتيجة تداعيات الأزمة المالية العالمية، لترتفع مرة أخرى في سنة 2011 لنسبة 50.3%، وتعاود الانخفاض نتيجة الأزمة السياسية البحرينية إلى نسبة 49%، 37.1%، 30.5% وذلك في سنوات 2012، 2013 و2014 على التوالي، ومع حلول سنة 2015 لاحظنا ارتفاعاً في نسبة المساهمة لتبلغ نسبة 36.5%، وسنة 2016 إلى 39.1%، ثم تتراجع سنة 2017 إلى نسبة 34.3%. ومنه نستنتج أن مساهمة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية البحريني كانت من متوسطة إلى كبيرة خلال سنوات الدراسة (2003-2017).

خلاصة الفصل:

تعتبر سوق البحرين للأوراق المالية من أكبر أسواق الأوراق المالية العربية، من حيث القيمة السوقية أو القيمة الرأسمالية، وذلك لاحتوائها على مختلف الأدوات المالية المتداولة، كما تعد من الأسواق الناشطة في مجال صناديق الاستثمار من حيث عدد الأصول، رغم تأثرها بالأزمة المالية العالمية، والأزمة السياسية البحرينية، ومن خلال دراستنا لتجربة سوق البحرين للأوراق لصناديق الاستثمار في الفترة الممتدة ما بين (2003-2017) تبين لنا أن لإجمالي أصول صناديق الاستثمار مساهمة كبيرة في القيمة السوقية للسوق.

ومن هنا يمكن أن نستنتج بأن لصناديق الاستثمار دوراً فعالاً في تنشيط سوق الأوراق المالية البحريني.

الخاتمة

الخاتمة

يحتل سوق الأوراق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية المعاصرة، خاصة النظم الرأسمالية حيث يتم من خلالها تجمع مدخرات بعض الوحدات الاقتصادية التي لها فوائض مالية قد لا تحتاجها في زمن معين وترغب فيه استثمار هذا الفائض بدلاً من الاحتفاظ به في صورة سيولة نقدية، وتوجيه تلك المدخرات إلى وحدات اقتصادية أخرى تعاني عجزاً في مواردها المالية وتسعى لطلب هذه الفوائض من أجل مواصلة نشاطها الاقتصادي، فهو يؤدي دور الوسيط بين هذه الوحدات الاقتصادية، حيث يتم فيه تداول مختلف الأدوات المالية كالأسهم والسندات والمشتقات المالية بمختلف أنواعها، كما أن سوق الأوراق المالية ينقسم إلى قسمين وهما: السوق الأولى التي يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة، والسوق الثانوية الذي تتداول فيه هاته الأوراق.

وحتى يتمكن المستثمر من اتخاذ قرار استثماري سليم لا بد أن يستثمر في سوق أوراق مالية يتمتع بدرجة عالية من الكفاءة، تتوفر على معلومات حول مختلف الأوراق المالية المتداولة، وعادة ما ينصح المستثمر الذي يملك مدخرات محدودة بالألا استثمارها بنفسه وألا يتعامل مع السوق مباشرة، لاحتمال عدم كفاية تلك المدخرات لبناء تشكيلة من الأوراق المالية من شأنها تخفيض حجم المخاطر الذي قد يتعرض لها المستثمر مما يؤدي إلى خسران مدخراته، حيث يفضل الاستثمار في صناديق الاستثمار لأنها تعتبر أفضل الأدوات المالية الحديثة خاصة لصغار المستثمرين وذلك نظراً لأهمية الدور الذي تلعبه في تنشيط سوق الأوراق المالية، حيث أثبتت صناديق الاستثمار نجاحها في مختلف أسواق الأوراق المالية، بالرغم من الأزمات المالية التي تحدث في مختلف دول العالم.

وقد أثبتت صناديق الاستثمار مساهمتها الكبيرة في تنشيط سوق البحرين للأوراق المالية فأدائها يعتبر أفضل أداء ومنه يمكن القول بأن صناديق الاستثمار أفضل صيغ الاستثمار بالنسبة لصغار المدخرين.

أولاً: اختبار صحة فرضيات الدراسة

انطلاقاً من دراستنا ومن النتائج المتوصل إليها فإننا سنحاول إثبات صحة الفرضيات من عدمها وذلك فيما يلي:

– من خلال دراستنا للجوانب النظرية لسوق الأوراق المالية تبين أن سوق الأوراق المالية هو فضاء مادي أو افتراضي يتجمع فيه البائعون والمشترون لتداول الأوراق المالية، وتتحدد فيه أسعار التبادل وفقاً لقانون العرض والطلب، ومن أهم الأدوات المالية المتداولة فيه الأسهم والسندات والمشتقات المالية.

ومنه يمكن تأكيد صحة الفرضية الأولى التي تقول بأن سوق الأوراق المالية هو فضاء مادي أو افتراضي يتجمع فيه البائعون والمشترون لتداول الأوراق المالية، وتتحدد فيه أسعار التبادل وفقاً لقانون العرض والطلب، ومن أهم الأدوات المالية المتداولة فيه الأسهم والسندات والمشتقات المالية.

– من خلال دراستنا للجوانب النظرية لصناديق الاستثمار تبين لنا أنها أداة من الأدوات الاستثمارية، التي يتم إدارتها من طرف أشخاص مختصين في سوق الأوراق المالية، حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد وتكوين محافظ استثمارية.

ومنه يمكن تأكيد صحة الفرضية الثانية التي تقول بأن صناديق الاستثمار أداة من الأدوات الاستثمارية، التي يتم إدارتها من طرف أشخاص مختصين في سوق الأوراق المالية، حيث تقوم بتجميع مدخرات الأفراد وتكوين محافظ استثمارية.

– من خلال الدراسة التطبيقية تبين لنا أن صناديق الاستثمار تساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية البحريني ورفع من رأسماله، بنسبة كبيرة حيث سجلت أعلى نسبة بـ 57.6%.

ومنه يمكن تأكيد صحة الفرضية الثالثة التي تقول بأن صناديق الاستثمار تساهم في رفع رأس مال سوق البحرين للأوراق المالية خلال الفترة (2003-2017).

ثانياً: نتائج الدراسة

1. يعتبر سوق الأوراق المالية آية هامة يمكن من خلالها تجميع وتوجيه الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية، وذلك للدور الذي تؤدي بين الوحدات ذات الفائض المالي والوحدات التي تعاني العجز المالي.
2. تعتبر صناديق الاستثمار أداة مالية حديثة تقوم باستقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية لصغار المستثمرين، وحتى كبار المدخرين قليلي الخبرة، واستثمارها في السوق.
3. شهدت صناديق الاستثمار في سوق البحرين للأوراق المالية نمو متزايد حيث أثر إيجاباً على رأسمال السوق، وذلك رغم تأثرها بالأزمة المالية العالمية والأزمة السياسية البحرينية.
4. يتم الاعتماد بالدرجة الأولى في سوق البحرين للأوراق المالية على صناديق الاستثمار المفتوحة أكثر من صناديق الاستثمار المغلقة.
5. يوجد مساهمة كبيرة لصناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية البحريني، حيث كلما ارتفعت أصول صناديق الاستثمار وعددها زاد ذلك من القيمة السوقية للسوق.

ثالثاً: توصيات الدراسة

من خلال النتائج المتوصل إليها في دراستنا يمكننا تقديم التوصيات التالية:

1. فتح سوق البحرين للأوراق المالية أمام المستثمرين الأجانب بشكل كامل حيث يمكن لصناديق الاستثمار جذبهم إلى السوق.
2. تحتاج سوق البحرين للأوراق المالية للمزيد من صناديق الاستثمار، وذلك لأن عدد صناديق الاستثمار في السنوات الأخيرة من الدراسة في تراجع مستمر.
3. لا بد من تحقيق قدر كبير من الشفافية في التعاملات التي تتم في سوق البحرين للأوراق المالية، وذلك بتوفير المعلومات الكافية للمستثمر وبصورة دورية ومنتظمة.
4. القيام بتقييم دائم ومتواصل لأداء الصناديق من أجل إعطاء صورة عن مكونات أصول الصندوق.
5. لا بد من العمل على تنويع صناديق الاستثمار تتماشى مع الشريعة الإسلامية لجذب المستثمرين المسلمين.
6. الرفع من كفاءة العاملين بالسوق وتدريبهم وتأهيلهم وزيادة قدرتهم على المشاركة في اتخاذ القرارات الاستثمارية.
7. القيام بعمليات ترويجية لصناديق الاستثمار من أجل التعريف بها بين المستثمرين باعتبارها مختلفة عن باقي الأدوات المالية الأخرى، بهدف زيادة استقطاب رؤوس الأموال.

رابعاً: آفاق الدراسة

1. دور صناديق الاستثمار في تحقيق التنمية الاقتصادية.
2. متطلبات إدراج صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية في الجزائر.
3. أثر العولمة المالية على أداء صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولاً: الكتب باللغة العربية:

1. أحمد السعد: الأسواق المالية المعاصرة، دار الكتاب الثقافي، الأردن، عمان، 2016.
2. أرشد فؤاد التميمي: الأسواق المالية - إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
3. أشرف محمد دوابة: صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، ط2، دار السلام، الإسكندرية، 2006.
4. حاكم الربيعي وآخرون: المشتقات المالية - عقود المستقبلات والخيارات والمبادلات، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
5. حسين محمد سمحان: أسس العمليات المصرفية الإسلامية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان، الأردن، 2013.
6. حسين محمد سمحان: أسس العمليات المصرفية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
7. حيدر عباس، عبد الله الجنابي: الأسواق المالية والفشل المالي، دار الأيام للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2016.
8. حيدر يونس الموسوي: المصارف الإسلامية أداءها المالي وآثارها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
9. خلفان أحمد عيسى: إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، الجنادرية للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2015.
10. خلفان احمد عيسى: إدارة الاستثمار والمحافظة المالية، دار الحنادرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
11. دريد كامل آل شبيب: الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن.
12. دكتور منير إبراهيم هندي: أدوات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، توزيع دار المعرفة الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2014.
13. رندة جميل: إدارة المحافظ الاستثمارية، أمجد للنشر والتوزيع، ط1، عمان، الأردن، 2015.
14. زكريا سلامة، عيسى شطناوي: الآثار الاقتصادية لسوق الأوراق المالية - منظور الاقتصاد الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

15. زكرياء سلامة عيسى شنطاوي: الآثار الاقتصادية للأسواق المالية من المنظور الاقتصادي الإسلامي، دار النفائس، عمان، الأردن، 2009.
16. زياد رمضان: مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي، دار وائل للنشر والتوزيع، ط4، عمان، الأردن، 2007.
17. زياد رمضان، مروان شموط: الأسواق المالية، الشركات العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007.
18. سهيل مقابلة: كيف تستثمر بسوق الأسهم، ط1 2013، دار الحرية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
19. سيد سالم عرفة: إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
20. شقيبري نوري موسى: إدارة المشتقات المالية - الهندسة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2015.
21. عادل رزق: إدارة الأزمات المالية العالمية، منظومة الإصلاح الإداري بين النظرية والتطبيقية، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، 2010.
22. عاطف وليم أندراوس: السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، الإسكندرية، 2015.
23. عبد الباسط كريم مولود: تداول الأوراق المالية - دراسة قانونية مقارنة، منشورات حلب الحقوقية، لبنان، 2009.
24. عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة، دار الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2010.
25. عبد الكامل آل بشير: إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان، الأردن، 2010.
26. عبد الكريم أحمد قندوز: المشتقات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
27. عبد المطلب عبد الحميد: صناديق الاستثمار سياستها وآلياتها، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ط1، القاهرة، (د،ت).
28. عصام حسين: اسواق الاوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
29. عصران جلال عصران: تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات الأوراق المالية، مدخل مقارن، دار التعليم العالي، ط1، الإسكندرية، 2010.
30. علي توفيق الحاج وعامر علي خطيب: إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012.
31. عيساوي سهام: الأدوات المالية المشتقة - أهميتها، أنواعها واستراتيجياتها، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017.

32. غازي فلاح المومني: إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
33. غسان الطالب: صناديق الاستثمار في الأردن بين النظرية والتطبيق، المؤتمر الدولي والمصرفية الإسلامية، جامعة العلوم الإسلامية العالمية، الأردن، يومي 6-7 أوت، 2014.
34. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في البورصة-الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
35. قاسم نايف علوان: إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
36. ماجد أحمد عطا الله: إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011.
37. متولي عبد القادر: الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2010.
38. محمد إبراهيم العامري: إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2013.
39. محمد أحمد عبد النبي: الأسواق المالية-الأصول العلمية والتحليل الأساسي، دار زمزم موزعون وناشرون، عمان، الأردن، 2009.
40. محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، دار الجامعة، جامعة الإسكندرية، مصر، 2002.
41. محمد علي إبراهيم العامري: إدارة محافظ الاستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، مكتبة الجامعة، الشارقة، الأردن، 2013.
42. محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشدفيات: الاستثمار في البورصة، أسهم-سندات-أوراق مالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
43. محمد مطر: الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية، ط1، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
44. محمد مطر، فايز تيم: إدارة المحافظة الاستثمارية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2005.
45. محمد وجيه حنيني: تحويل بورصة الاوراق المالية للعمل وفق الاحكام الشرعية الإسلامية، دراسة تطبيقية، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
46. محمود أمين رويل: بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2000.
47. مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2009.
48. منى قاسم: صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، ط1، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1995.

49. نزيه عبد المقصود مبروك: صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2006.
50. هشام أحمد عبد الحي: الصناديق والصكوك الاستثمارية الإسلامية "دراسة تطبيقية فقهية"، ط1، منشأة المعارف بالإسكندرية، 2011.
51. وليد صافي، أنس البكري: الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.

ثانياً: المجالات:

52. إخلاص باقر النجار: دور صناديق الاستثمار في تفعيل الاستثمار الإسلامي، مجلة العلوم الاقتصادية، مجلد7، عدد25، جامعة البصرة، العراق، 2009.
53. الإمام أحمد يوسف محمد وآخرون: دور المراجعة الداخلية في تحسين كفاءة وفعالية صناديق الاستثمار، غمار البحث العلمي، مجلة العلوم الاقتصادية، جامعة كسلا، السودان، 2015.
54. سعيد عبد المنعم محمد: المعاملات الضريبية لصناديق الاستثمار، مجلة البنوك، العدد1، 1995.
55. عماد عبد الحسين دلول: تقييم الأسهم العادية وتشكيل محافظتها الاستثمارية الكفوة باستخدام نموذج التأكد العادل، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد21، العراق، 2010.
56. عمر أبو بكر: صناديق الاستثمار الإسلامية مفهومها، أنواعها وخصائصها، دراسة تأصيلية، مجلة المدينة العالمية، السعودية، عدد12، أبريل 2015.
57. يوسف مسعداوي: كفاءة الأسواق المالية العربية، مجلة العلوم الاقتصادية، عدد42، جامعة سعد دحلب، البليدة، الجزائر.

ثالثاً: المذكرات والأطروحات:

58. بن امر بن حاسين: فعالية السوق المالية في الدول النامية، دراسة قياسية، أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013.
59. بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية جامعة الجزائر، 2006.
60. الداوي خيرة: تقييم كفاءات وأداء الأسواق المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2012م.
61. سميحة بن معاوية: دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية-دراسة حالة بعض الدول العربية، رسالة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة محمد خيضر، بسكر، الجزائر، 2014-2015.

62. صلاح الدين شريط: دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه علوم في علوم الاقتصاد، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2012.
63. فتيحة كحيلي: تقييم أداء صناديق الاستثمار الإسلامية، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2010-2011.
64. فرحات سامي: دور صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية -دراسة حالة-سوق الكويت، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، 2016-2017.
65. فريدة بن يوسف ريني: صناديق الاستثمار ودورها في تفعيل استخدام المدخرات، تجربة جمهورية مصر العربية وإمكانية تطبيقها في سوريا، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2006.
66. فؤاد عبد المجيد النواجحة: قدرة نماذج تسعيرة الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المصرية في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2014.
67. لورين إبراهيم القاضي: أثر كفاءة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية، رسالة ماجستير، جامع الشرق الأوسط، عمان، الأردن، 2016.
68. مونية سلطان: كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، رسالة دكتوراه الطور الثالث lmd في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015.
- رابعاً: المداخلات والندوات والملتقيات:**
69. بوجلال محمد، زايد مريم: مداخلة بعنوان دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية الإسلامية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية، آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، يومي 8-9 ديسمبر 2013.
70. حشاشي سليمة: التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، الملتقى الدولي حول الأزمات المالية والاقتصادية الدولية والحكومة المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، يومي 20-21 أكتوبر 2019.
71. زيدان محمد، نورين بومدين: الملتقى الدولي حول سياسات التمويل وآثارها على الاقتصاديات والمؤسسة، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، يومي 21 و22 نوفمبر 2006، جامعة محمد خيضر، بسكرة.
72. سواق محمد، قمان مصطفى: أداء صناديق الاستثمار والمسؤولية اجتماعياً وصناديق الاستثمار الإسلامية، الملتقى الدولي الأول للاقتصاد الإسلامي، الواقع ورهانات المستقبل، المركز الجامعي غرداية، 2011.
73. صفوان عبد السلام عوض الله: صناديق الاستثمار، دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مداخلة المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، 2005.

74. مصطفى علي أحمد: صناديق الاستثمار مزاياها وأنواعها والتكيف الشرعي لها، أبحاث ندوة صناديق الاستثمار في مصر، الواقع والمستقبل، الجزء الثاني، مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر في الفترة 22، 23 مارس 1997.

75. هشام جبر: صناديق الاستثمار الإسلامية، المؤتمر العالمي الأول للاستثمار والتمويل في فلسطين، بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2008.

القوانين والأوامر:

76. قانون رقم 4 المؤرخ سنة 1987 المتعلق بإنشاء وتنظيم سوق البحرين للأوراق المالية، الجريدة الرسمية، العدد 1963، مارس 1987.

خامسا: المواقع الإلكترونية:

77. <https://www.cbb.gov.bh/ar/> Visited on 7/6/2019 – 12 :15.

78. <https://www.bahrainbourse.com/ar/> Visited on 05/05/2019 – 15 :30.

سادساً: الكتب باللغة الأجنبية:

79. Cooper J. Michael, 2003, Changing names with the style : **Mutual Funds name changes and their effects on fund flows**, purdue university economics and management journal, volume 13, number 2, 2005.

80. Pascal A,G et Desmuliers, L,P (2013) Gestion portefeuille et marchés financières, 2 édition, France, Pearson.